

# Penningpolitisk rapport

December 2024



# Penningpolitisk rapport

---

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

Riksbankens penningpolitiska rapport publiceras fyra gånger om året. Syftet med rapporten är att sammanfatta underlagen för de penningpolitiska besluten och de bedömningar som Riksbankens direktion gör. Rapporten beskriver de överväganden direktionen gjort när man kommit fram till vad som är en lämplig penningpolitik.<sup>1</sup> Rapporten innehåller en beskrivning av de framtida inflations- och konjunkturutsikterna baserad på den penningpolitik som direktionen för 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 18 december 2024.

---

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

## Penningpolitiken i Sverige – Riksbankens strategi

---

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

# Innehållsförteckning

	Penningpolitiska överväganden	5
<b>1</b>	<b>Det ekonomiska läget</b>	<b>10</b>
1.1	Realekonomin och inflationen i omvärlden	10
	FAKTA – Finanspolitik i omvärlden	16
1.2	Finansiella förhållanden	17
1.3	Svensk realekonomi	24
1.4	Svensk inflation	27
	ANALYS – Makroekonomiska effekter av högre amerikanska importtullar	32
<b>2</b>	<b>De ekonomiska utsikterna kommande år</b>	<b>35</b>
2.1	De ekonomiska utsikterna i omvärlden	36
2.2	De ekonomiska utsikterna i Sverige	37
	FAKTA – Balansmål för det offentliga sparandet	39
2.3	Inflationsutsikterna i Sverige	42
	FAKTA – KPIF vid olika antaganden om energipriser	46
	FAKTA – Lättade bolånerestriktioner	48
<b>3</b>	<b>Penningpolitisk analys</b>	<b>50</b>
3.1	Penningpolitiken i Sverige	51
3.2	Osäkerhet, risker och alternativscenarier	55
	ANALYS – Riksbankens bedömning av den långsiktiga neutrala räntan	61
	Prognostabeller	65

## Penningpolitiska överväganden

---

Under året har inflationen sjunkit och inflationstrycket stabiliserats i linje med målet. Samtidigt har tillväxten varit svag. Riksbanken har sänkt styrräntan gradvis men i snabb takt. En lägre inflation och ränta bidrar till stärkt köpkraft för hushållen och ger stöd till konjunkturen.

Trots vissa tecken på att konjunkturen är på väg att återhämta sig är den fortsatt svag. Att konjunkturen stärks är viktigt i sig, men det är också en förutsättning för att inflationen ska stabiliseras nära målet. Styrräntan sänktes i ett större steg i november, och direktionen bedömer att det är lämpligt att sänka räntan ytterligare för att ge mer stöd till återhämtningen.

Direktionen har därför beslutat att sänka styrräntan med 0,25 procentenheter till 2,5 procent. Det betyder att styrräntan har sänkts med sammanlagt 1,5 procentenheter sedan i maj.

Räntan har sänkts snabbt, och penningpolitiken verkar med fördröjning. Det talar för en mer prövande ansats när penningpolitiken utformas framöver. Riksbanken kommer därför noga utvärdera behovet av kommande ränteförändringar, i ljuset av effekten av tidigare sänkningar och förskjutningar i riskbilden kring inflations- och konjunkturutsikterna. Om utsikterna står sig kan styrräntan sänkas en gång till under första halvåret 2025.

Inflations- och konjunkturutsikterna är fortsatt osäkra. Det finns flera faktorer som kan leda till en annan ekonomisk utveckling och penningpolitik än vad som avspeglas i Riksbankens prognos. Osäkerheten är särskilt stor kring utvecklingen i omvärlden, bland annat när det gäller den geopolitiska oron, oklarheterna kring handelspolitiken och de uppblussade regeringskriserna i Europa. Det finns även risker kopplade till återhämtningen i den svenska ekonomin och kronans växelkurs. Ny information och hur den bedöms påverka konjunktur- och inflationsutsikterna kommer att avgöra hur penningpolitiken utformas.

---

### Utvecklingen i omvärlden

**Den globala ekonomin har utvecklats i stort sett som förväntat, men skillnaderna mellan olika regioner har ökat.** USA:s ekonomi är fortsatt stark, medan andra exportmarknader som är viktiga för Sverige, som euroområdet och Kina, uppvisar tydliga svaghetstecken. Jämfört med den penningpolitiska rapporten i september har

BNP-prognosen för USA reviderats upp, framför allt för 2025, medan en viss nedrevidering gjorts för tillväxten i euroområdet.

**Den amerikanska ekonomin utvecklas starkt.** Hushållens konsumtion har fortsatt att växa kraftigt. Men det finns en betydande osäkerhet kring utformningen av den ekonomiska politiken framöver. Inflationen har sjunkit sedan inledningen av året. PCE-inflationen, som är det mått som Federal Reserve fokuserar mest på, uppgick till 2,3 procent i årstakt i oktober.

**Euroområdets tillväxt är måttlig.** Återhämtningen i euroområdet dröjer, trots att hushållens reallöner har stigit. Förtroendeindikatorer är fortfarande på en lägre nivå än normalt och har sjunkit något den senaste tiden, inte minst i Tyskland. Samtidigt står arbetsmarknaden alltjämt emot den svaga tillväxten, även om det finns skillnader mellan länder. Inflationen visar tecken på att stabiliseras runt ECB:s inflationsmål. Mätt med HIKP uppgick den till 2,3 procent i årstakt i november.

**Centralbankerna i omvärlden har fortsatt att sänka sina styrräntor.** Federal Reserve sänkte i november målintervallet för sin styrränta med 0,25 procentenheter till 4,5–4,75 procent. ECB sänkte sin styrränta för tredje gången i rad vid sitt senaste möte i december, med 0,25 procentenheter till 3 procent.

**Skillnaderna i förväntningarna på centralbankernas penningpolitik har ökat.** Jämfört med september förväntar sig marknadsaktörerna färre räntesänkningar från Federal Reserve fram till mitten av nästa år. Det har sannolikt att göra med både starka data över ekonomins utveckling och förväntningar om en mer expansiv finanspolitik. ECB förväntas sänka räntan ytterligare något jämfört med september, vilket bland annat hänger samman med de svagare konjunkturutsikterna. Fram till mitten av nästa år väntas nu ECB sänka styrräntan ungefär 0,5 procentenheter mer än Federal Reserve.

**Osäkerheten kring den ekonomiska utvecklingen i omvärlden är stor.** Oklarheterna kring den ekonomiska politiken i USA är fortsatt stora efter presidentvalet, främst på grund av utspelen om att införa högre tullar.<sup>2</sup> Det bidrar även till en ökad osäkerhet kring BNP-tillväxten i stora delar av omvärlden. I Europa har de uppblossade regeringsskriserna i Tyskland och Frankrike lett till en ökad risk för en försämrad ekonomisk utveckling. De geopolitiska riskerna är alltjämt stora, inte minst till följd av kriget i Ukraina och Mellanöstern.

## Utvecklingen i Sverige

**Den svenska ekonomin befinner sig i en mild lågkonjunktur.** BNP ökade med 0,3 procent under tredje kvartalet jämfört med kvartalet innan, vilket var i linje med Riksbankens prognos. Hushållens konsumtion var nästintill oförändrad under samma kvartal, och deras sparande var kvar på en hög nivå. Samtidigt bromsade exportefterfrågan in. BNP-tillväxten i Sverige väntas vara fortsatt något lägre än normalt under det sista kvartalet i år.

---

<sup>2</sup> Se analysen "Makroekonomiska effekter av högre importtullar" i denna rapport.

**Arbetsmarknaden är svag men uppvisar tendenser till förbättring.** Arbetslösheten har stigit något, men antalet varsel har minskat under hösten och närmar sig normala nivåer. Även anställningsplanerna har förbättrats, särskilt inom handeln och tillverkningsindustrin. Men det dröjer en bit in på nästa år innan utvecklingen på arbetsmarknaden vänder.

**Det finns vissa tecken på att konjunkturen är på väg att vända.** Konjunkturinstitutets konfidensindikator för hushållen har fortsatt att stiga och ligger nu över sitt historiska genomsnitt. Dessutom har omsättningen på bostadsmarknaden ökat, vilket också kan tyda på att hushållen ser allt ljusare på framtiden. Inköpschefsindex och Konjunkturbarometern visar nu också på en ökad optimism bland företagen.

**Konjunkturen väntas förbättras under nästa år.** En starkare inhemsk efterfrågan är drivkraften bakom den förväntade återhämtningen i den svenska ekonomin. Hushållens konsumtion väntas växa snabbare under nästa år, i takt med att reallönerna stiger, räntorna sjunker och finanspolitiken blir mer expansiv. Den bilden stöds även av att hushållen inte längre ökar sitt sparande. Investeringarna bedöms också stärkas successivt. Till följd av att efterfrågan ökar väntas arbetslösheten börja sjunka nästa år.

**Inflationsutfallen har blivit något högre än väntat men är nära målet.** Mätt med KPIF uppgick inflationen till 1,8 procent i november. Det var högre än i Riksbankens prognos i september men innebär att KPIF-inflationen närmar sig målet på 2 procent lite snabbare än väntat. KPIF-inflationen exklusive energi uppgick till 2,4 procent i november, vilket även det var högre än väntat. Men avvikelsen var relativt liten och bedöms delvis hänga samman med tillfälliga faktorer, som oväntat höga livsmedels- och varupriser. Även administrativa priser som avspeglar tidigare kostnadsökningar fortsätter att under en tid bidra lite mer än de brukar till inflationen.

**Inflationen väntas vara nära målet de kommande åren.** Indikatorer för inflationstrycket, som företagens prisplaner, olika mått på underliggande inflation och inflationsförväntningar visar att förutsättningarna för en stabil inflation nära målet är goda. KPIF-inflationen väntas vara nära målet de kommande åren men kan variera tillfälligt, inte minst på grund av svängningar i energipriserna.<sup>3</sup> Exklusive energi väntas inflationen kortvarigt vara något högre än 2 procent i början av nästa år för att därefter falla tillbaka och hålla sig nära 2 procent under resten av prognosperioden.

**Reallönerna väntas fortsätta att stiga de kommande åren.** Löneökningstakten har växlat ned, i linje med de avtal som förhandlades fram i början av 2023. Men eftersom inflationen har fallit och väntas vara i linje med inflationsmålet framöver innebär det ändå tydligt stigande reallöner. Det ger stöd till hushållens konsumtion. Riksbankens prognos innebär att lönerna ökar ungefär 3,5 procent per år de kommande åren.

---

<sup>3</sup> Se även faktarutan "KPIF vid alternativa antaganden om energipriser" i denna rapport.

**Liksom flertalet andra valutor har kronan försvagats mot den amerikanska dollarn.**

Den starkare dollarn hänger samman med förbättrade tillväxtutsikter och stigande räntor i USA. Riksbanken bedömer att kronan är undervärderad och kommer att förstärkas de kommande åren. Men om den förblir svag, eller försvagas ytterligare, skulle det kunna medföra att inflationen blir högre än väntat.

**Det finns betydande osäkerhet kring inflations- och konjunkturutsikterna.** I omvärlden finns det risker som är kopplade till bland annat den geopolitiska oron, oklarheterna kring handelspolitiken och de uppblussade regeringskriserna i Europa. Det finns även risker kopplade till återhämtningen i den svenska ekonomin och kronans växelkurs.

**Styrräntan sänks med 0,25 procentenheter till 2,5 procent**

**Riksbanken har under året sänkt styrräntan gradvis men i snabb takt.** Räntesänkningarna har bidragit till lägre räntor för hushåll och företag. De rörliga bolåneräntorna på nya lån till hushållen har sjunkit ungefär lika mycket som styrräntan. För bolånetagarna som helhet kommer ränteutgifterna att sjunka i takt med att bindningstiderna löper ut, vilket tar lite längre tid.

**Konjunktoren är fortsatt svag trots vissa tecken på en återhämtning.** En starkare konjunktur är viktig i sig, men också en förutsättning för att inflationen ska stabiliseras nära målet. Den gör svensk ekonomi mer motståndskraftig i ett läge när utvecklingen på flera viktiga exportmarknader är svag. Styrräntan sänktes i ett större steg med 0,5 procentenheter i november, och direktionen bedömer att det är lämpligt att sänka räntan ytterligare.

**Direktionen har därför beslutat att sänka styrräntan med 0,25 procentenheter till 2,5 procent.** Det betyder att styrräntan har sänkts med sammanlagt 1,5 procentenheter sedan i maj. Den lägre räntan kommer att ge ett allt tydligare positivt bidrag till efterfrågan i den svenska ekonomin under nästa år.

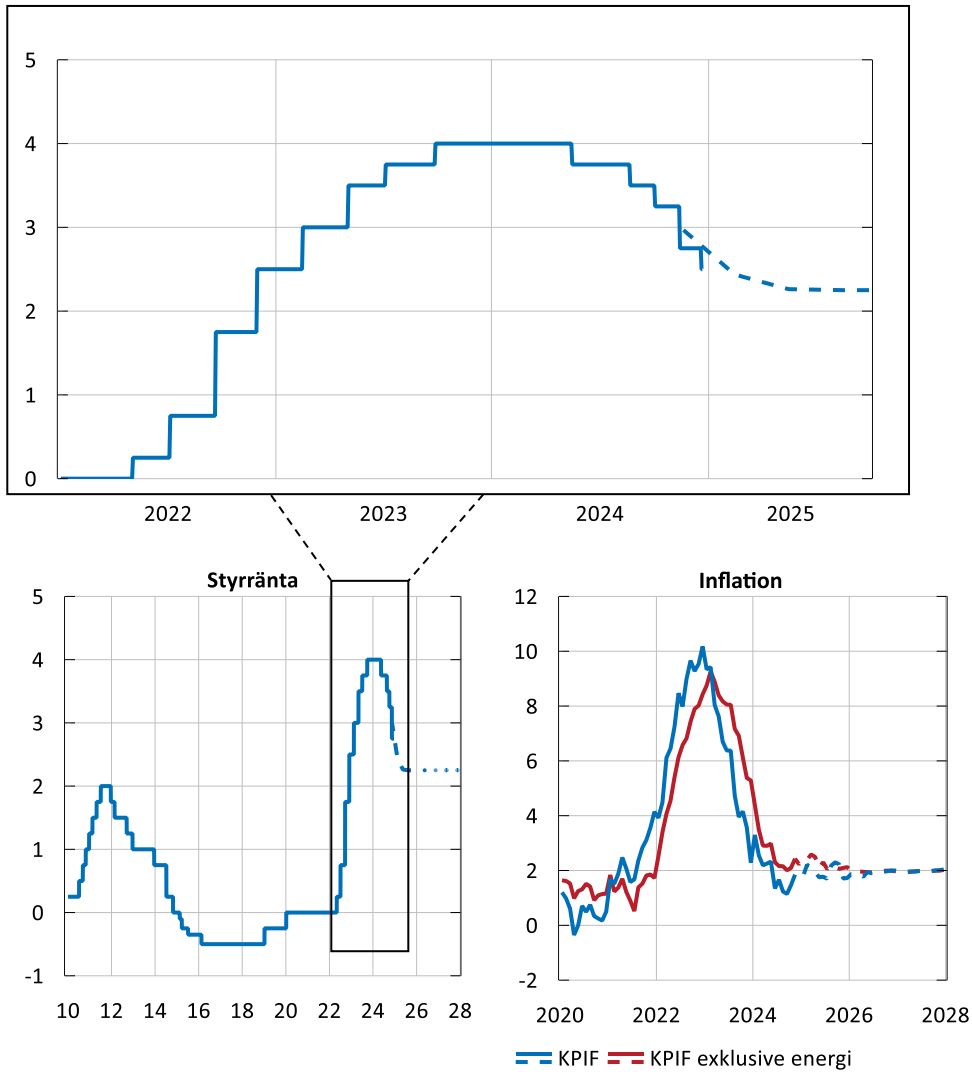
**Penningpolitiken framöver bör präglas av en prövande ansats.** Det tar tid innan genomförda sänkningar får sin fulla effekt på ekonomin, samtidigt som effekterna är osäkra. Riksbanken kommer därför noga utvärdera behovet av kommande ränteförändringar, i ljuset av effekten av tidigare sänkningar och förskjutningar i riskbilden kring inflations- och konjunkturutsikterna. Om utsikterna står sig kan styrräntan sänkas en gång till under första halvåret 2025 (se diagram 1).

**Men inflations- och konjunkturutsikterna är osäkra.** Det finns flera faktorer som kan leda till en annan ekonomisk utveckling och penningpolitik än vad som avspeglas i prognosen. Osäkerheten är särskilt stor kring utvecklingen i omvärlden, bland annat när det gäller den geopolitiska oron, oklarheterna kring handelspolitiken och de uppblussade regeringskriserna i Europa. Det finns även risker kopplade till återhämtningen i den svenska ekonomin och kronans växelkurs. Ny information och hur den bedöms påverka konjunktur- och inflationsutsikterna kommer att avgöra hur penningpolitiken utformas.



**Diagram 1. Svensk styrränta och inflation**

Procent respektive årlig procentuell förändring (nedre höger)



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

Källor: SCB och Riksbanken.

# 1 Det ekonomiska läget

---

Inflationen har sjunkit i omvärlden även om tjänstepriserna fortfarande ökar i relativt snabb takt. ECB, Federal Reserve och många andra centralbanker har sänkt styrräntan flera gånger och fler sänkningar väntas komma. Världsekonomin har samtidigt den senaste tiden präglats av ökad oro för handelshinder och geopolitiska spänningar. I euroområdet har BNP ökat något under året, men indikatorer pekar på en svag utveckling den närmaste tiden. I USA har BNP-tillväxten fortsatt att vara stark, vilket lett till att skillnaderna mellan euroområdet och USA ökat. Detta har även satt spår i marknaden förväntningar på penningpolitiken. Jämfört med i september väntas nu fler sänkningar från ECB och färre från Federal Reserve under nästa år.

I Sverige var inflationen i november mätt med KPIF 1,8 procent i årstakt och mätt med KPIF exklusive energi var inflationen 2,4 procent. Företagens prisplaner och andra indikatorer på inflationstrycket tyder på att inflationen kommer vara nära 2 procent framöver. De långsiktiga inflationsförväntningarna ligger också nära inflationsmålet. Svensk BNP ökade under det tredje kvartalet, och indikatorer för tillväxten har stigit. Arbetsmarknaden är svagare än normalt, men det finns vissa tecken på att konjunkturen snart vänder uppåt.

---

## 1.1 Realekonomin och inflationen i omvärlden

### Världsekonomin trotsar ökad osäkerhet

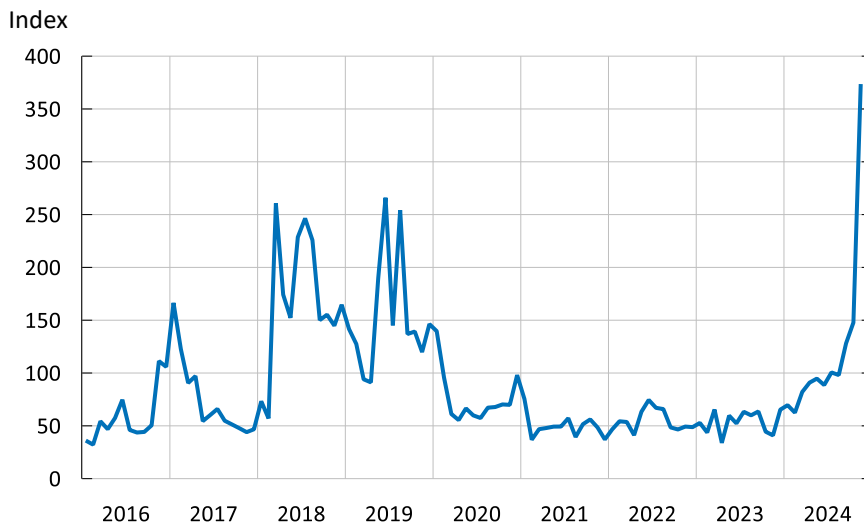
Trots betydande geopolitiska spänningar har världsekonomin fortsatt att växa, om än i en takt som är något lägre än det historiska genomsnittet.<sup>4</sup> Världshandeln har under året stigit trots flera tecken på en svag industrikonjunktur och protektionistiska tendenser. Osäkerheten kring handelspolitiken i världen har ökat efter det amerikanska presidentvalet (se diagram 2), vilket kan dämpa investeringar på kort sikt.

I flera länder i euroområdet har regeringarna inte lyckats att få igenom sina budgetar för nästa år och det råder osäkerhet kring den finanspolitiska inriktningen framöver. Trots spänningarna i Mellanöstern har oljepriset och andra råvarupriser varit stabila. Världsmarknadspriset på jordbruksprodukter har dock stigit något.

---

<sup>4</sup> Detta avser tillväxten i KIX-termer som är viktat genomsnitt mot 32 länder som är viktiga ur handelsynvinkel för Sverige. Tillväxten i kvartal 3 2024 var preliminärt 1,8 procent i årstakt och sedan 2010 har genomsnittlig årlig procentuell förändring varit 2,1 procent.

**Diagram 2. Index för osäkerhet inom handelspolitik**



Anm. Trade Policy Uncertainty. Normaliserat index över antal nyhetsartiklar i USA som nämner handelsosäkerhet. 100 innebär att 1 procent av artiklarna handlar om osäkerhet i handelspolitik.

Källa: Economic Policy Uncertainty.

### Divergensen mellan USA och euroområdet fortsätter

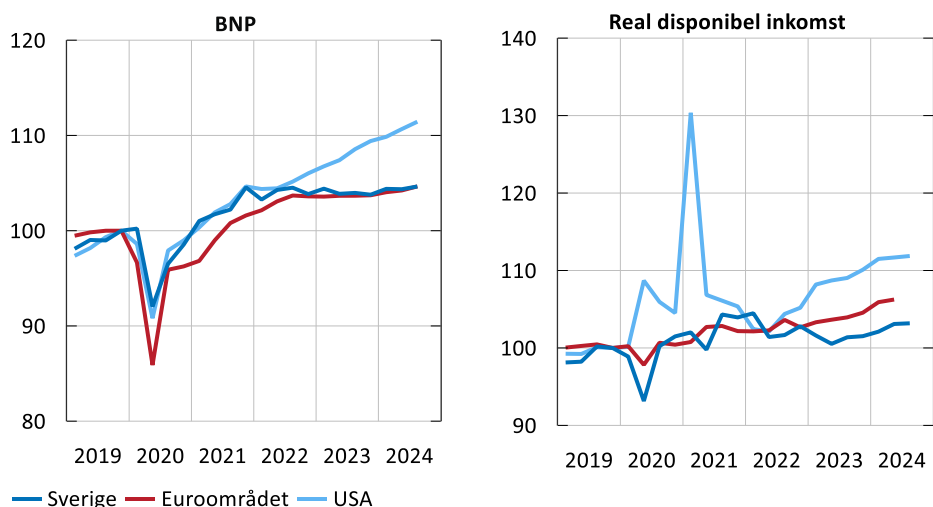
Utvecklingen i världsekonomin under det tredje kvartalet har varit en fortsättning på de trender som setts de senaste två åren. USA:s ekonomi växte i en snabbare takt än euroområdets, och förtroendeindikatorer är fortsatt mer positiva i USA än i euroområdet.<sup>5</sup> Divergensen beror delvis på skillnader i produktivitetstillväxt, där produktiviteten i USA en längre tid har ökat snabbare än i euroområdet. Dessutom har mer expansiv finanspolitik i USA bidragit till att skillnaderna ökat (se faktaruta "Finanspolitik i omvärlden" i denna rapport). Det har även lett till att de reala disponibla inkomsterna och hushållens konsumtion har utvecklats starkare i USA än i euroområdet (se diagram 3).<sup>6</sup>

<sup>5</sup> I euroområdet föll inköpschefsindex oväntat mycket i november, vilket kan vara ett tecken på att osäkerheten i världsekonomin påverkat stämningensläget i euroområdet i större utsträckning än i USA.

<sup>6</sup> Sedan den penningpolitiska rapporten i september har statistiken över hushållens disponibla inkomster i USA reviderats upp till en högre nivå.

**Diagram 3. BNP och real disponibel inkomst i olika länder och regioner**

Index, 2019 kv4 = 100

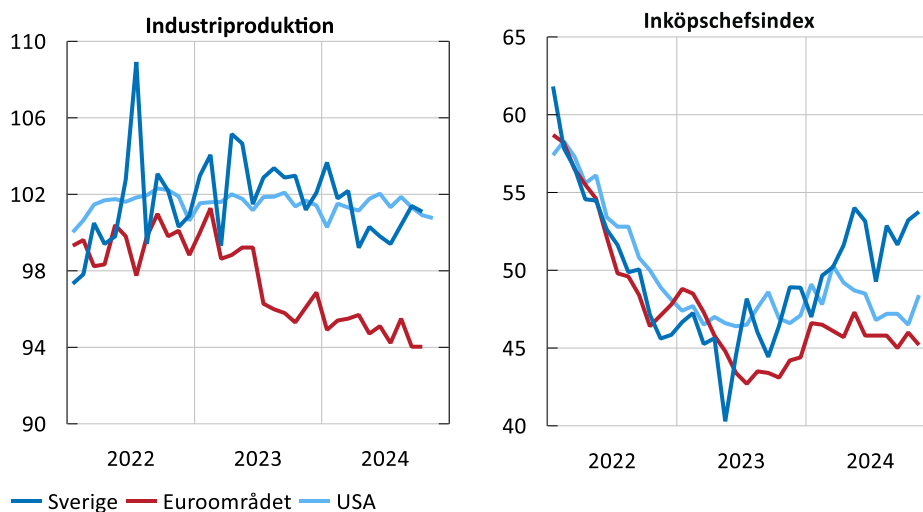


Anm. Säsongsrensade data. Kalenderkorrigerad data (vänster). Disponibel inkomst deflaterad med hushållens konsumtionsdeflator (höger).

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

Industrikonjunkturen är däremot svag på båda håll (se diagram 4). Förtroendeindikatorer för tillverkningsindustrin i USA och euroområdet har varit på låga nivåer sedan 2022 och är alltså på nivåer som indikerar en nedgång i industrin. Industrisektorn i euroområdet påverkades hårdare än i USA av den energikris som följde efter Rysslands invasion av Ukraina. Men trots att energipriserna nu är lägre är industriproduktionen fortsatt svag. Särskilt Tyskland brottas med en svag utveckling av industrin, relaterad till flera strukturella problem. Bland annat har bilindustrin mött hård konkurrens från kinesiska tillverkare och kan även komma att påverkas negativt om importtullar i USA höjs.

**Diagram 4. Industriproduktion och inköpschefsindex inom tillverkningsindustrier**  
Index, 2021 kv4 = 100 (vänster) samt index (höger)



Anm. Säsongsrensade data. Inköpschefsindex är en konjunkturindikator där ett indextal över 50 indikerar tillväxt medan ett indextal under 50 innebär en nedgång (höger).

Källor: Eurostat, Federal Reserve, Institute for Supply Management, SCB, S&P Global och Swedbank.

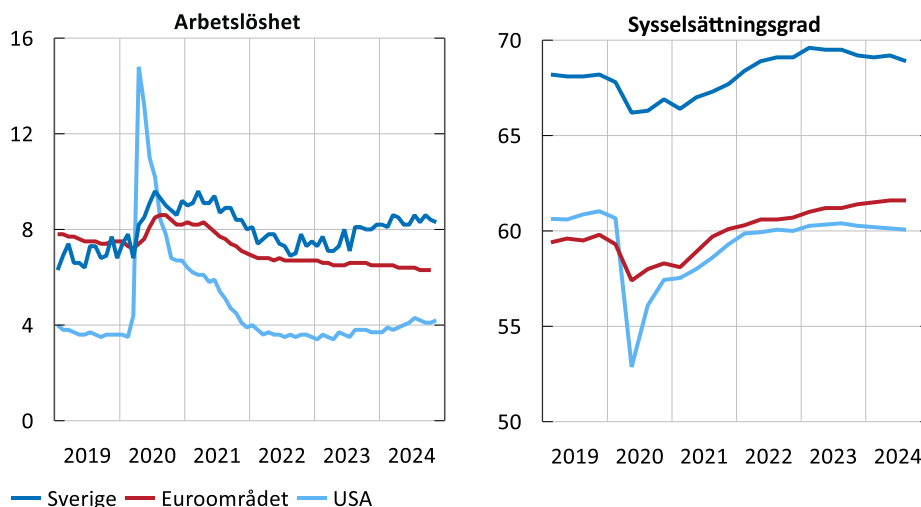
Kinas ekonomi har hittills i år växt något långsammare än landets tillväxtnål på omkring 5 procent. Under hösten har regeringen lanserat flera stimulanspaket och penningpolitiken gjorts mer expansiv. Indikatorer pekar nu på en något snabbare tillväxt mot slutet av året.

### Fortsatt starka arbetsmarknader i omvärlden

Arbetsmarknaderna i både USA och euroområdet är fortfarande starka (se diagram 5). Sysselsättningen har fortsatt öka under hösten. På båda håll syns dock tecken på att utvecklingen på arbetsmarknaderna har dämpats något. I USA har sysselsättningsgraden sjunkit, om än bara marginellt. Antalet nya platsannonser och frivilliga uppsägningar pekar på en fortsatt normalisering. I euroområdet har företagens anställningsplaner fortsatt att dämpas.

### Diagram 5. Arbetslöshet och sysselsättningsgrad i olika länder och regioner

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



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

### Inflationen är nära 2 procent i euroområdet och USA

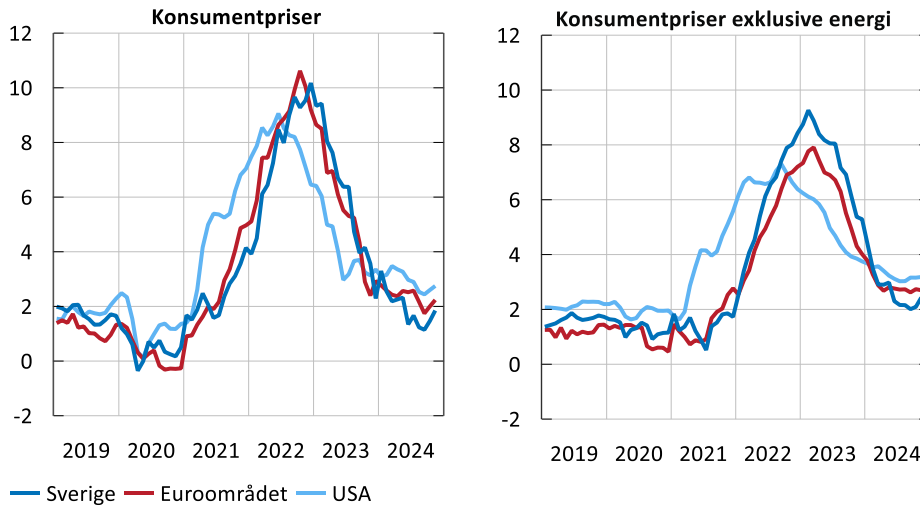
Sedan sommaren har HIKP-inflationen i euroområdet varit omkring 2 procent. Att inflationen nu är nära 2 procent kan i viss uträkning förklaras av att energipriserna är lägre än året innan och inflationen exklusive energi är därmed lite högre (se diagram 6). Prisökningstakten för livsmedel och tjänster har visserligen avtagit, men tjänstepriserna ökar fortfarande med omkring 4 procent i årstakt (se diagram 7). Även löneökningstakten i euroområdet är fortsatt högre än normalt men kan till viss del förklaras av engångsutbetalningar i Tyskland. Andra indikatorer som annonserade löner i jobbbannonser och fackliga överenskommelser indikerar att löneökningstakten är på väg ned i euroområdet.

I USA har nedgången i KPI-inflationen stannat av under hösten och exklusive energipriser har ökningstakten varit drygt 3 procent. Det förklaras till stor del av högre tjänstepriser, framför allt har hyrorna fortsatt att öka snabbt. Federal Reserves föredragna mått, PCE-inflationen, har dock varit närmare 2 procent sedan slutet av sommaren.<sup>7</sup> Löneökningstakten har dämpats det senaste året, men är fortfarande något högre än normalt.

<sup>7</sup> KPI-inflationen har historiskt varit lite högre än PCE-inflationen, se faktarutan "Skillnaden mellan måtten KPI och PCE i USA", i *Penningpolitisk rapport*, mars 2024. En skillnad är att hyror har en lägre vikt i PCE jämfört med KPI.

### Diagram 6. Konsumentpriser i olika länder och regioner

Årlig procentuell förändring

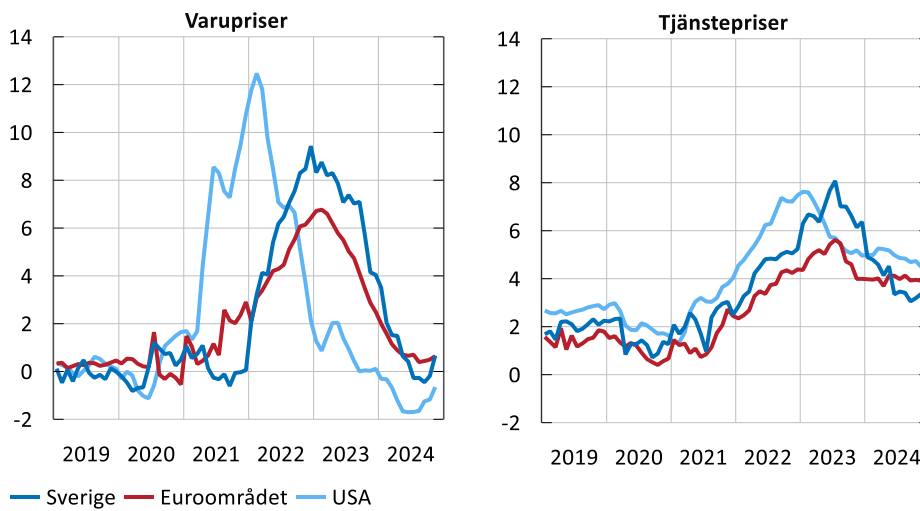


Anm. Avser KPIF för Sverige, HIKP för euroområdet samt KPI för USA.

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

### Diagram 7. Priser på varor och tjänster i olika länder och regioner

Årlig procentuell förändring



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

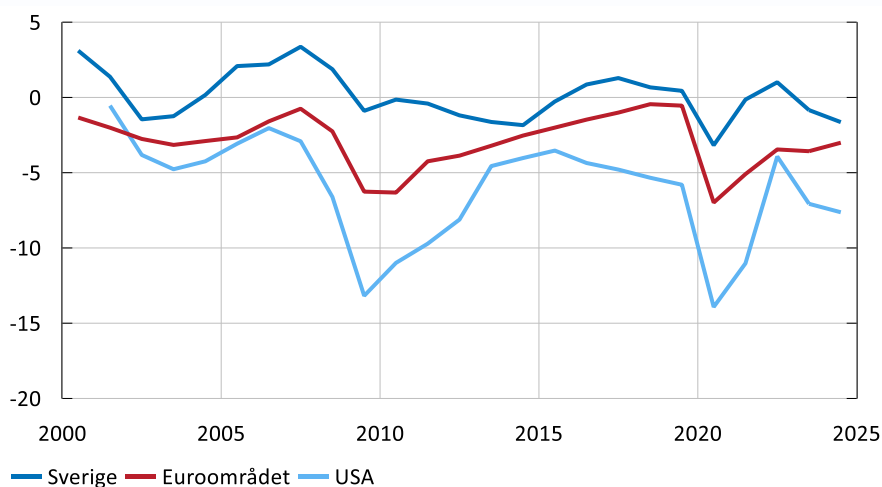
Källor: SCB, Eurostat, US Bureau of Labor Statistics och Riksbanken.

## FAKTA – Finanspolitik i omvärlden

USA har fört en mer expansiv finanspolitik än euroområdet under en längre tid (se diagram 8). Den skillnaden är en av förklaringarna till att BNP-tillväxten varit högre i USA än i euroområdet. I USA väntas finanspolitiken vara expansiv de kommande åren, medan den i euroområdet väntas vara närmast neutral och inte lämna något större bidrag till BNP-tillväxten.

### Diagram 8. Den offentliga sektorns finansiella sparande i Sverige och omvärlden

Procent av BNP



Källor: Europeiska kommissionen, IMF, SCB och Riksbanken.

EU:s regler för medlemsstaternas finanspolitik innebär att utrymmet för finanspolitisk expansion i euroområdet för närvarande är begränsat.<sup>8</sup> I både Internationella valutafondens och Kommissionens senaste prognos antas finanspolitiken vara neutral de kommande åren. Men den uppblussade politiska osäkerheten i bland annat Tyskland och Frankrike gör det svårt att bedöma graden av finanspolitisk expansion utifrån presenterade budgetplaner.

Tyskland brukar följa sitt finanspolitiska ramverk strikt och det strukturella budgetunderskottet begränsas till maximalt 0,35 procent av BNP. Det stundande nya året innebär att det inte finns någon budget för nästa år, men det liggande ramverket talar för att finanspolitiken är neutral nästa år. Även i Frankrike råder det osäkerhet om den finanspolitiska inriktningen nästa år. Den franska regeringen hade föreslagit en budgetkonsolidering under 2025, men regeringen har misslyckats med att få igenom budgetbesparingarna i parlamentet och har därefter avgått. Den italienska regeringen

<sup>8</sup> Ramverket för finanspolitiken i EU har omarbetats och ingår i EU:s ramverk för ekonomisk styrning. Av reglerna framgår bland annat att medlemsstaterna ska följa två budgetpolitiska gränsvärden. Det ena är att den offentliga sektorns finansiella sparande inte får understiga -3 procent av BNP, det andra att den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld (den s.k. Maastrichtskulden) inte får överstiga 60 procent av BNP. Om medlemsstaterna bryter mot dessa regler kommer Kommissionen att utfärda referensbanor för nettoutgifterna för att stabilisera skuldkvoten på medellång sikt.



har aviserat en plan för hur de offentliga finanserna ska förbättras, och budgetunderskottet väntas minska till under 3 procent av BNP 2026. Finanspolitiken väntas vara åtstramande i Italien de närmaste åren.

Den nyvalda amerikanske presidenten Donald Trump har under sin valkampanj varit tydlig med att han avser förlänga de skattesänkningar som infördes 2017 och som till stor del löper ut 2025. Utöver det har han föreslagit andra skattesänkningar, bland annat sänkt bolagsskatt och slopad skatt på pensioner och dricks. Samtidigt ska statens samtliga utgifter ses över. Kraftigt höjda importtullar föreslås finansiera de lägre skatterna.<sup>9</sup> Men det är väldigt osäkert vilka tullar som kommer att implementeras, när de kommer att implementeras och om de kommer att justeras över tid. I prognosen från kongressens budgetkontor väntas underskotten uppgå till i genomsnitt omkring 6 procent per år fram till 2027. Där inkluderas enbart beslutade åtgärder, vilket innebär att nya, ofinansierade skattesänkningar skulle medföra större underskott.

Sammantaget ser finanspolitiken ut att fortsätta vara mer expansiv i USA än i euroområdet de närmaste åren och bidra till att BNP-tillväxten blir högre i USA. Samtidigt har den offentliga skulden ökat till höga nivåer i både USA och euroområdet. Räntekostnaderna för skulden uppgår i USA till drygt 4 procent av BNP, i euroområdet till knappt 2 procent och i Sverige till drygt 0,5 procent. Om budgetunderskotten ökar allt för mycket kan hållbarheten i de offentliga finanserna ifrågasättas i länder med allt för hög skuldsättning.<sup>10</sup>

## 1.2 Finansiella förhållanden

Centralbankerna i omvärlden fortsätter att gradvis lätta på penningpolitiken, om än i olika takt (se diagram 9). Jämfört med tidigare under hösten har skillnaderna mellan centralbankernas väntade framtida penningpolitiska inriktning ökat något (se diagram 10). Vid sitt senaste möte den 6–7 november sänkte Federal Reserve målintervallet för Federal funds rate med 0,25 procentenheter till 4,50–4,75 procent. Den europeiska centralbanken ECB sänkte också sin inlåningsränta med 0,25 procentenheter till 3,00 procent vid sitt möte den 12 december.

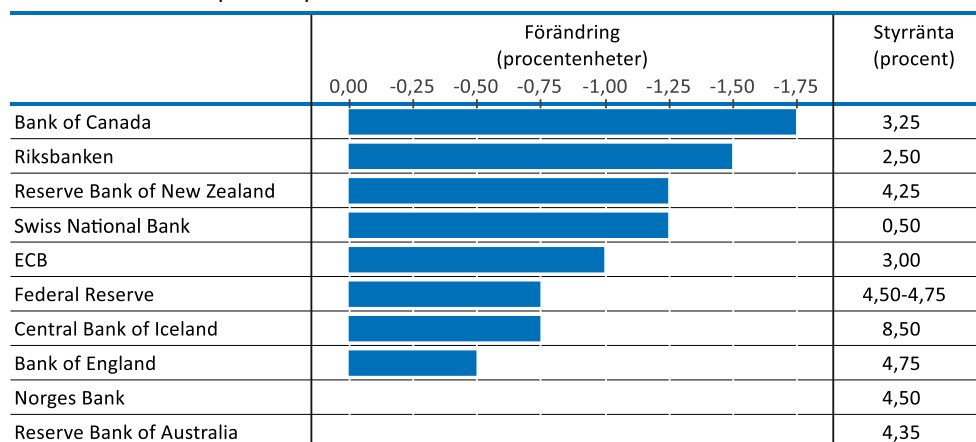
Federal Reserves kommunikation indikerar att det finns utrymme för fler sänkningar, men att dessa beror på hur inkommande data påverkar ekonomiska utsikter och risker. ECB frångick sin tidigare kommunikation om att hålla penningpolitiken restriktiv så länge som nödvändigt men upprepade att beslut om räntebanan kommer att fattas från möte till möte.

<sup>9</sup> Även om tullar väntas bidra till högre intäkter för staten kan de också ha negativ påverkan på ekonomin, läs mer i analysen "Makroekonomiska effekter av högre amerikanska importtullar" i denna rapport.

<sup>10</sup> I till exempel Federal Reserves finansiella stabilitetsrapport från november i år visar resultaten i en enkät att allt fler respondenter svarar att den offentliga skulden utgör en av de främsta riskerna för den finansiella stabiliteten i USA.

**Diagram 9. Styrränteförändringar under 2024 i omvärlden**

Procentenheter respektive procent



Anm. Diagrammet visar den sammanlagda förändringen av styrräntan från den 1 januari till den 17 december 2024. Riksbankens styrränta innefattar nivån på styrräntan som beslutades vid det penningpolitiska mötet den 18 december. Övriga styrräntor avser räntor per den 17 december 2024.

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken.

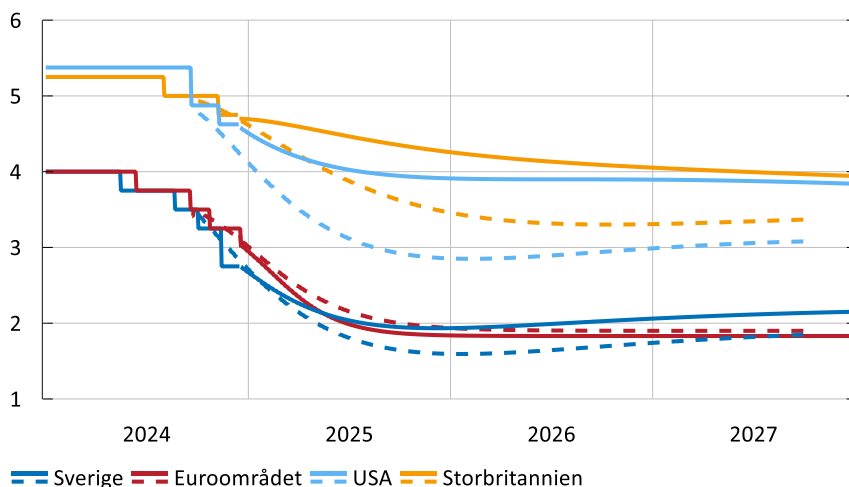
**Marknadens styrränteförväntningar har skiftat upp avseende Federal Reserve och skiftat ned avseende ECB**

Förväntningarna på de stora centralbankernas styrräntor har varierat mycket under året, i synnerhet när det gäller Federal Reserve. Jämfört med september förväntar sig marknadsaktörerna färre räntesänkningar i USA fram till mitten av nästa år. Detta hänger samman med att den ekonomiska aktiviteten har varit högre än väntat, signaler om mer expansiv finanspolitik och möjligen förväntningar kring ökade tullar. Förväntningarna har tydligt skiftat upp sedan den penningpolitiska rapporten i september (se diagram 10). Enligt marknadsprissättningen väntas nu Federal Reserve sänka räntan drygt 0,5 procentenheter under första halvåret 2025 och vid slutet av 2027 räknar marknaden med en styrränta på ungefär 3,8 procent.

Marknadens förväntningar på ECB:s inlåningsränta har skiftat ned något sedan september till följd av svagare tillväxtutsikter. De indikerar nu en förväntan om ungefär fyra ytterligare sänkningar om 0,25 procentenheter fram till halvårsskiftet 2025, vilket motsvarar en inlåningsränta på ungefär 2 procent. Vid slutet av 2027 väntas styrräntan vara ungefär 1,8 procent.

**Diagram 10. Marknadens förväntningar på styrräntor i framtiden**

Procent



Anm. Diagrammet visar styrräntor samt marknadsbaserade förväntningar enligt terminsprissättning (Nelson-Siegel-Svensson). Heldragna linjer avser förväntningar 2024-12-17. Streckade linjer avser förväntningar strax före den penningpolitiska rapporten i september.

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken.

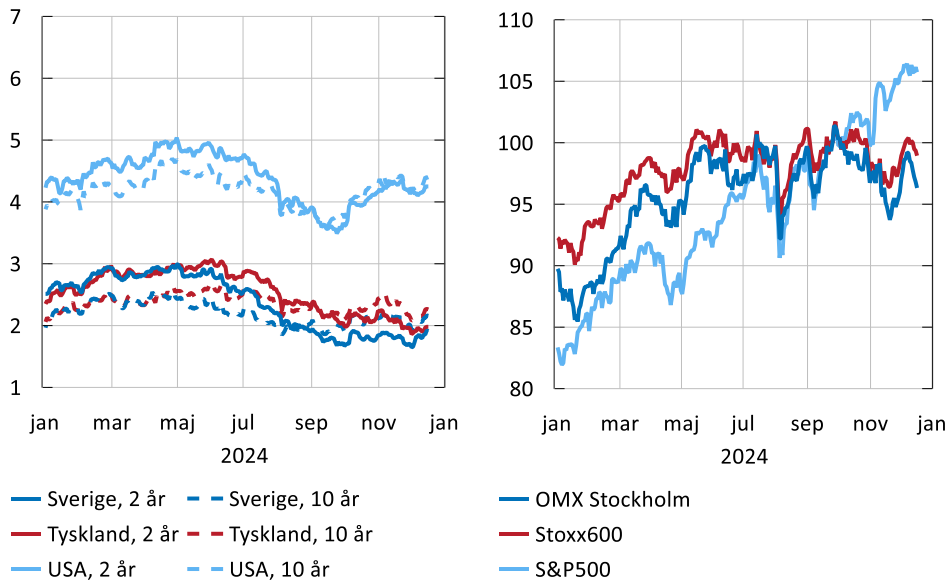
### Högre marknadsräntor i USA och starkare amerikansk börs

Skiftet i förväntningarna på Federal Reserve och en starkare ekonomisk utveckling har sedan den penningpolitiska rapporten i september bidragit till en uppgång i både korta och långa statsobligationsräntor i USA (se diagram 11). Sedan den penningpolitiska uppdateringen i november har dessa räntor varit stabila. Samtidigt har räntorna i Europa fallit sedan september, vilket i huvudsak beror på försämrad ekonomisk aktivitet, lägre än väntad inflation och signaler från ECB på att man kommer sänka styrräntan ytterligare under de kommande mötena.

Under sommaren och tidig höst utvecklades börserna i USA och Europa relativt lika, därefter har börserna divergerat med svagare utveckling i Europa och fortsatta uppgångar i USA (se diagram 11). Volatilitetsindex för den amerikanska respektive den europeiska börsen ligger på låga nivåer, vilket indikerar en låg marknadsosäkerhet. Det nyhetsbaserade Economic Policy Uncertainty Index markant i samband med det amerikanska presidentvalet, men har sedan dess fallit tillbaka något.

**Diagram 11. Statsobligationsräntor och börsutveckling i Sverige och omvärlden**

Procent (vänster) och index, 2024-09-25 = 100 (höger)



Anm. Vänster diagram avser nollkupongräntor för Sverige och Tyskland samt benchmarkräntor för USA. OMXS, S&P500 och Stoxx600 är breda index över den svenska, amerikanska respektive den europeiska börsen.

Källor: Macrobond Financial AB och Riksbanken.

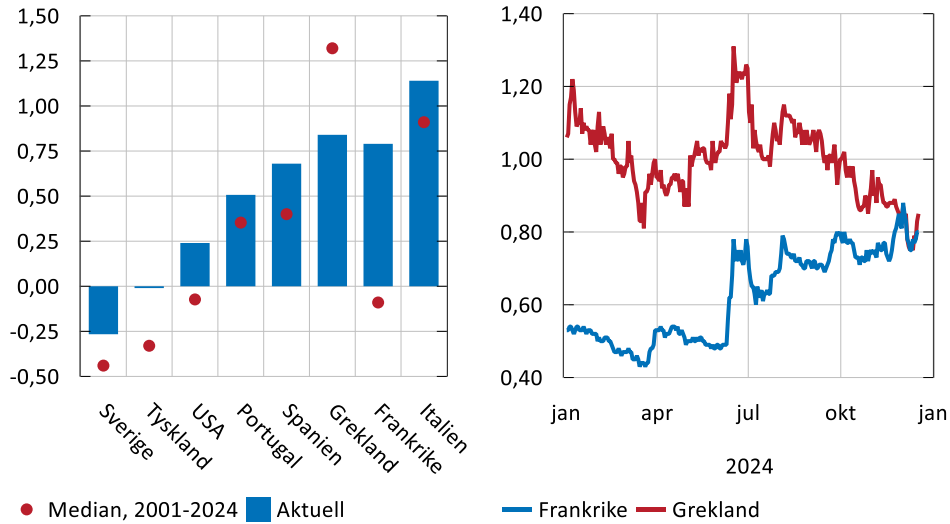
### Turbulent utveckling för statsobligationer i Europa

Statsobligationsräntorna har stigit i förhållande till swapräntor i ett flertal europeiska länder (se diagram 12). Swapräntor avspeglar marknadens förväntningar på framtida styrräntor (inklusive en viss kreditriskpremie). Noterbart är att franska statsobligationsräntor nu ligger över räntenivåerna i länder som Spanien, Portugal och Grekland, vilka historiskt haft väsentligt högre finansieringskostnader än Frankrike. Den försämrade finansieringssituationen kan främst härledas till svaga statsfinanser och politisk turbulens. Till följd av omfattande ekonomiska reformer och förbättrade statsfinanser har å andra sidan Greklands finansieringskostnader kontinuerligt blivit lägre, även om de fortsatt är på höga nivåer. Som jämförelse handlar svenska statsobligationer omkring 25 baspunkter under swapräntan, vilket är lågt i ett internationellt perspektiv. Detta kan delvis förklaras av Sveriges starka statsfinanser, men också av ett lägre utbud.

Hittills har utvecklingen i statsobligationsmarknaden i Europa haft begränsad påverkan på övriga kreditmarknader. Företag och banker har fortsatt kunnat emittera skuld till fördelaktiga villkor jämfört med den senaste femårsperioden. En utdragen period av försämrade statsfinanser och högre statsräntor skulle dock kunna leda till generellt stramare kreditvillkor på sikt.

**Diagram 12. Skillnaden mellan statsobligationsräntor och swapräntor samt skillnaden mellan franska och grekiska statsobligationsräntor mot tyska**

Procentenheter

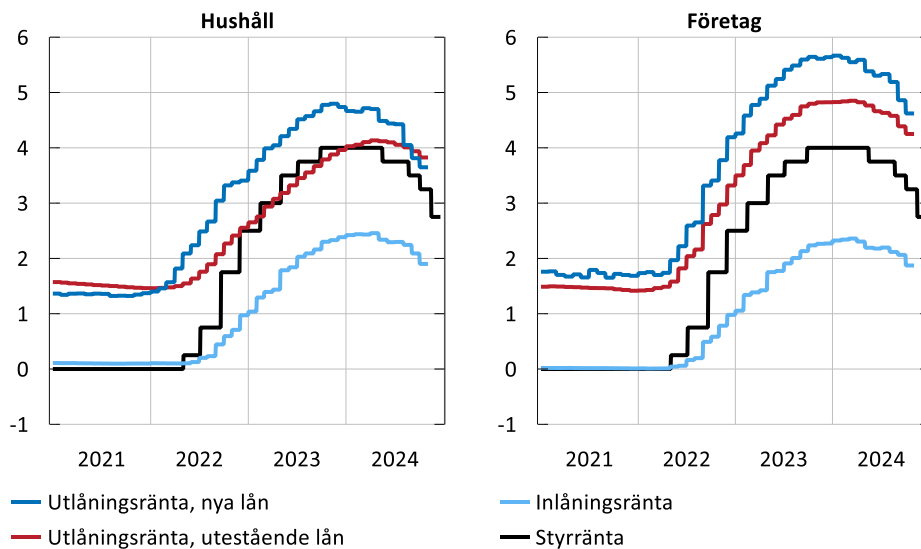


Anm. Statsobligationsräntor och swapräntor avser en löptid på 10 år. Benchmarkräntor för samtliga 10-åriga statsobligationer. De blå staplarna avser skillnaden mellan statsobligationsräntor och swapräntor 2024-12-17. Höger diagram visar utvecklingen sedan början av året.

Källor: Federal Reserve, Macrobond Financial AB och Riksbanken.

**Diagram 13. Genomsnittliga in- och utlåningsräntor till hushåll och företag samt Riksbankens styrränta**

Procent



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

Källor: SCB och Riksbanken.

## In- och utlåningsräntor för hushåll och företag blir lägre i takt med att styrräntan sänks

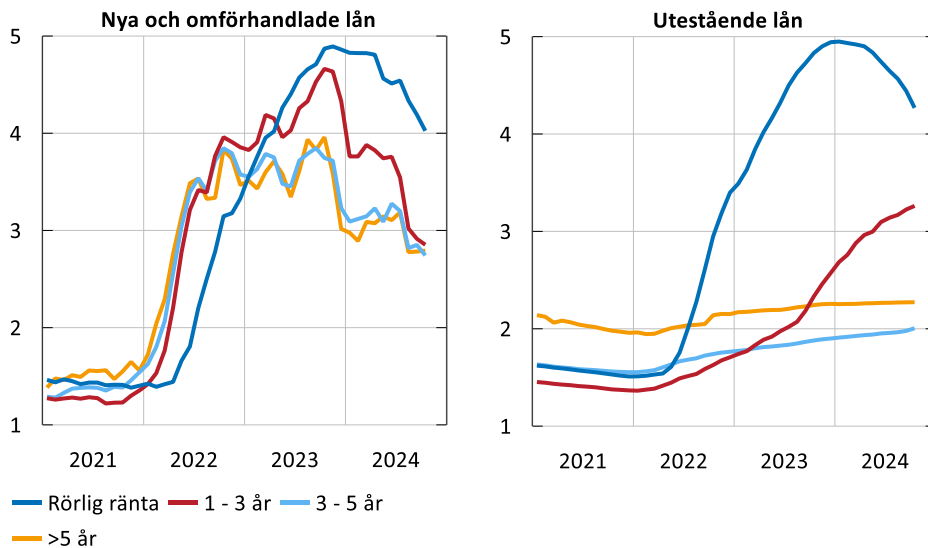
I takt med att Riksbanken sänkt styrräntan har de räntor som hushåll möter också sjunkit (se diagram 13). Bolåneräntorna på nya lån har sedan början av året fallit i linje med bankernas finansieringskostnader.<sup>11</sup> Räntor på nya bolån med några års löptid har i likhet med marknadsräntor fallit mer än räntor med tremånaders löptid (se diagram 14). Genomsnittsräntan för utestående lån ändras med en viss fördröjning i takt med att de utestående lånen löper ut och förnyas samt att nya lån tillkommer. Exempelvis är räntan på utestående bolån med tremånaders bindningstid ett vägt genomsnitt av räntan på ingångna bolån under de senaste tre månaderna.

Även företagen möter en lägre ränta på sina utestående banklån (se diagram 13). Sedan första räntesänkningen i maj har företagets korta finansieringskostnad fallit i linje med styrräntan. Penningpolitikens transmission till företagets räntor följer historiska mönster och ser ut att fungera väl.

Bankernas inlåningsräntor har också fallit. Sedan första räntesänkningen i maj har inlåningsräntorna fallit med ungefär 0,5 procent. Hur bankernas in- och utlåningsräntor utvecklas, samt relationen mellan dem är något som är viktigt att följa framöver.

**Diagram 14. Genomsnittliga bolåneräntor till hushåll för olika bindningstider**

Procent



Anm. Avser bolåneräntor från monetära finansinstitut, bostadskreditinstitut och alternativa investeringsfonder. Det sista utfallet avser oktober 2024.

Källa: SCB.

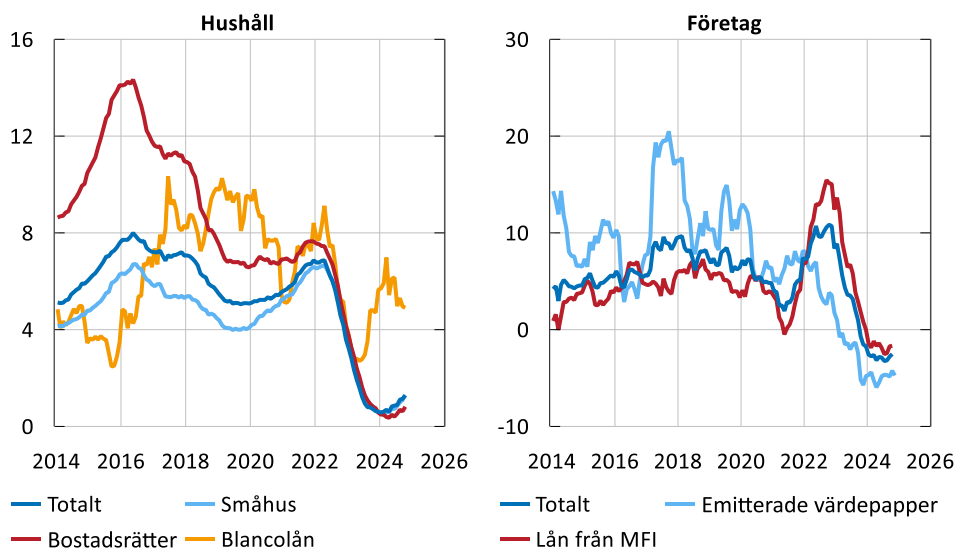
<sup>11</sup> Med bankernas finansieringskostnad avses den kostnad bankerna har för att finansiera upplåningen med hjälp av olika ränteinstrument såsom säkerställda obligationer och övriga obligationer samt bankinlåning.

## Låg kredittillväxt och långsamt stigande bostadspriser

Trots lägre utlåningsräntor är nyutlåningen till hushåll och företag fortsatt på låga nivåer (se diagram 15). För hushållen har tillväxttakten för bolån dock successivt ökat sedan årsskiftet, understött av en tilltagande omsättning och stigande priser på bostadsmarknaden (se avsnitt 1.3). Utlåningen till företag har i stället fortsatt att minska.<sup>12</sup> Detta bör ses i ljuset av att penningpolitiken verkar med fördröjning, samt att företag kan nyttja alternativa finansieringskällor som vinster.

### Diagram 15. Hushållens och företagens upplåning

Årlig procentuell förändring



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

Källa: SCB.

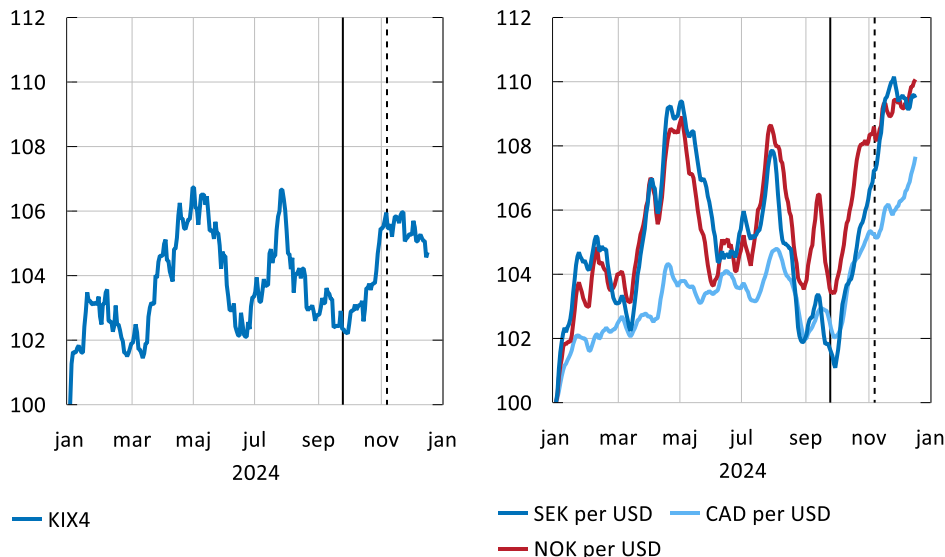
## Högre amerikanska räntor stärker dollarn mot mindre valutor

Efter den penningpolitiska uppdateringen i november har kronkursen varit stabil mot KIX4, men har fortsatt att försvagas mot den amerikanska dollarn (se diagram 16). Det verkar framför allt vara nyheter om den amerikanska ekonomin som har påverkat kronans värde, medan nyheter om den svenska ekonomin haft mindre betydelse. Under hösten har den amerikanska dollarn stärkts mot i stort sett alla valutor, en trend som dessutom förstärktes efter presidentvalet i USA.

<sup>12</sup> Företagens upplåning kan ske via banklån eller att man emitterar värdepapper på obligationsmarknaden. Även om kredittillväxten totalt sett är negativ, finns det vissa tecken på att utlåningen via obligationsmarknaden i svenska kronor ökar något till följd av en ökad riskaptit och lägre riskpremier.

**Diagram 16. Utvecklingen av nominell växelkurs mot KIX4 samt ett antal mindre valutor mot dollarn**

Index, 2024-01-01 = 100



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

Källor: Macrobond Financial AB och Riksbanken.

### 1.3 Svensk realekonomi

#### **Svag tillväxt och oförändrad konsumtion det tredje kvartalet**

Svensk BNP växte med 0,3 procent under det tredje kvartalet i år jämfört med föregående kvartal. Uppgången drevs i huvudsak av lagerinvesteringar medan nettoexporten bidrog negativt till följd av ökad import. Hushållens konsumtion utvecklades fortfarande svagare än normalt och var oförändrad i det tredje kvartalet jämfört med föregående kvartal. Konsumtionen utvecklades svagt även i oktober enligt konsumtionsindikatorn. Dock ökade omsättningen i detaljhandeln i oktober jämfört med månaden innan, särskilt inom sällanköpshandeln.

Det finns flera anledningar till varför hushållens konsumtion har utvecklats svagt under året. Hushållens reala disponibla inkomster har ökat. Det är till stor del högre kapitalinkomster som förklarar ökningen även om reallönerna också stigit.<sup>13</sup> Dessutom har hushållen i Konjunkturinstitutets hushållsbarometer uttryckt att det är bra tillfälle att spara, och de har också ökat sitt sparande (se diagram 17). Det tredje kvartalet i år var emellertid hushållens sparande oförändrat jämfört med det andra kvartalet, vilket kan indikera att hushållens sparande inte kommer att stiga ytterligare.

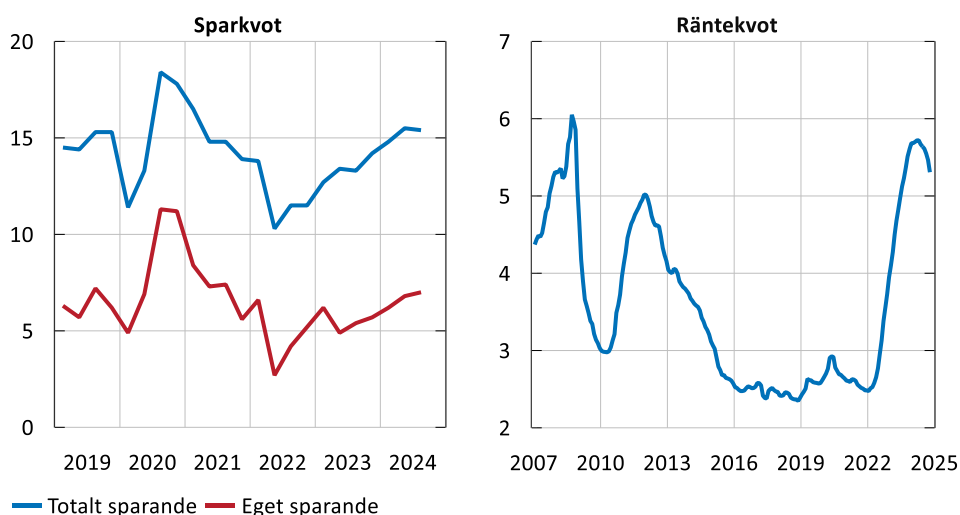
<sup>13</sup> Kapitalinkomster är en inkomst som är ojämnt fördelat jämfört med andra inkomstslag. Se också "[Svenskarnas kapitalinkomster ojämnt fördelade](#)", SCB, juni 2022.



Därtill har hushållen lagt en betydande andel av sin inkomst på ränteutgifter, och den så kallade räntekvoten är hög ur ett historiskt perspektiv. De senaste månaderna har dock räntekvoten sjunkit allteftersom räntesänkningarna successivt nått hushållen (se diagram 17).

### Diagram 17. Hushållens spar- och räntekvot

Procent av disponibel inkomst



Anm. Säsongsrensade data. Totalt sparande inkluderar kollektivt pensionssparande. Sparkvot avser hushållen och hushållens icke-vinstdrivande organisationer (HIO) (vänster). Räntekvot avser månadsdata och inkluderar 30 procents ränteavdrag. Utfallet för juli-oktober baseras på den genomsnittliga räntan på hushållens lån och en prognos för hushållens skulder och disponibel inkomst (höger).

Källor: SCB och Riksbanken.

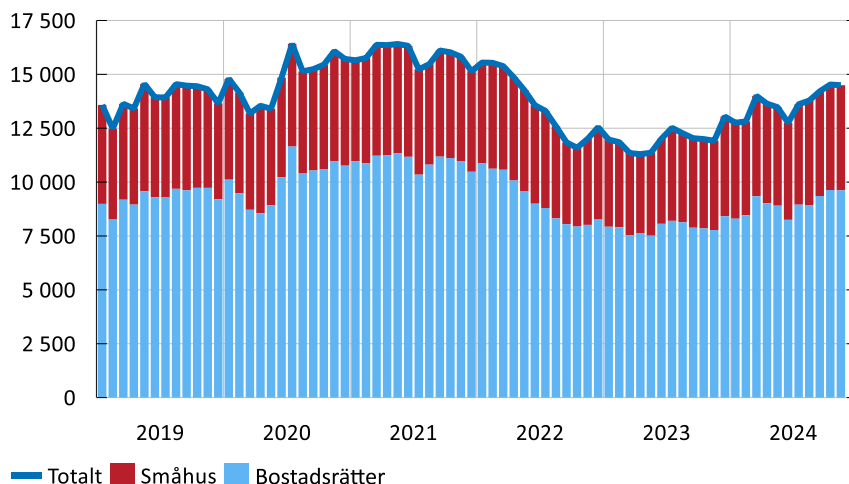
Trots avvaktande hushåll fortsätter indikatorer att peka på en viss ökning av BNP-tillväxten framöver. Konjunkturinstitutets barometerindikator, som inkluderar både hushåll och företag, steg på bred front i november och nådde den högsta nivån sedan augusti 2022. De starkaste signalerna kommer från detaljhandeln och det stödjer bilden av att konsumtionen tar fart i början på nästa år. Även inköpschefsindex har stigit till nivåer som är förenliga med tillväxt. Det gäller inköpschefsindex för både industri- och tjänstesektorn.

### Aktiviteten och priserna på bostadsmarknaden har redan ökat

Räntekänsliga delar av ekonomin är fortfarande svagare än normalt, men den senaste tiden har det synts tecken på att dessa delar av ekonomin börjar återhämta sig. Om-sättningen av småhus och bostadsrätter har ökat under året och är nu på ungefär samma nivåer som under åren före pandemin (se diagram 18). Både de faktiska bostadspriserna och hushållens förväntningar på framtida prisuppgångar har ökat under året, vilket sannolikt bidragit till att bostadsbyggandet nu slutat falla efter att ha fallit kraftigt under 2023.

**Diagram 18. Omsättningen på bostadsmarknaden**

Antal transaktioner per månad



Anm. Säsongrensade data.

Källor: Svensk Mäklarstatistik och Riksbanken.

**Dämpad utveckling på arbetsmarknaden**

Både arbetskraften och sysselsättningen sjönk under tredje kvartalet i år. Fallet i sysselsättningen var dock större än fallet i arbetskraften, vilket innebär att arbetslösheten steg. Sysselsättningen har fortsatt att sjunka under oktober och november. Sysselsättningen har det senaste året minskat inom flera branscher, bland annat inom bygg, handel, samt IT- och företagstjänster. Svag efterfrågan i ekonomin talar för att det kan dröja innan utvecklingen vänder. Antalet varsel har dock blivit färre de senaste månaderna även om de fortfarande på en något förhöjd nivå. Även anställningsplanerna i näringslivet är svagt positiva i samtliga sektorer förutom byggsektorn.

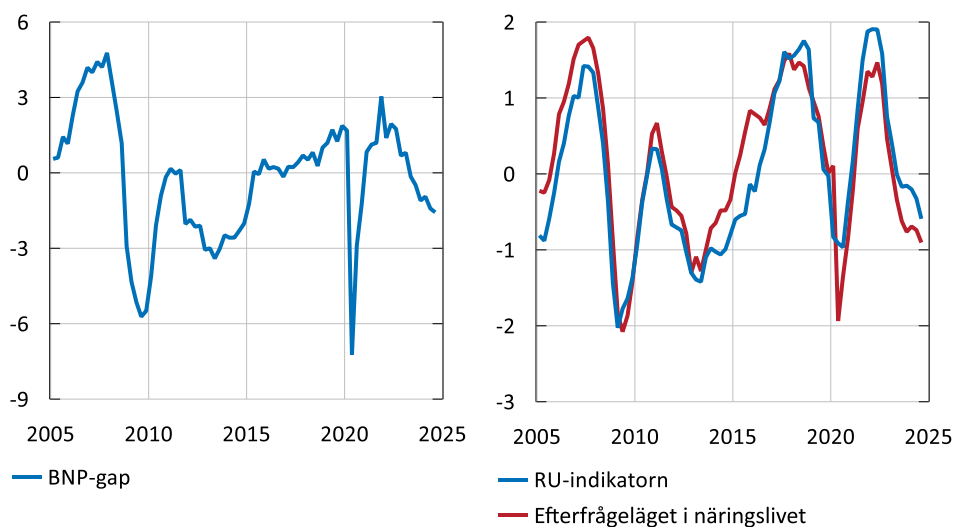
**Konjunkturen bedöms vara nära en vändpunkt**

Sveriges ekonomi befinner sig i en mild lågkonjunktur och resursutnyttjandet bedöms nu vara lägre än normalt. BNP-gapet är alltså negativt (se diagram 19).<sup>14</sup> Riksbankens resursutnyttjandeindikator (RU-indikatorn) väger samman olika indikatorer, och den tyder också på att resursutnyttjandet är lägre än normalt. Men, som tidigare påpekats, har olika efterfrågeindikatorer stigit under året och börjar närma sig nivåer som är förenliga med normal tillväxt.

<sup>14</sup> Med potentiell nivå avses den nivå på produktionen som skulle kunna uppnås vid ett långsiktigt hållbart utnyttjande av tillgängliga produktionsfaktorer, arbete och kapital.

**Diagram 19. BNP-gap och efterfrågeläget i näringslivet**

Procent (vänster), standardavvikelse (höger)



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

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

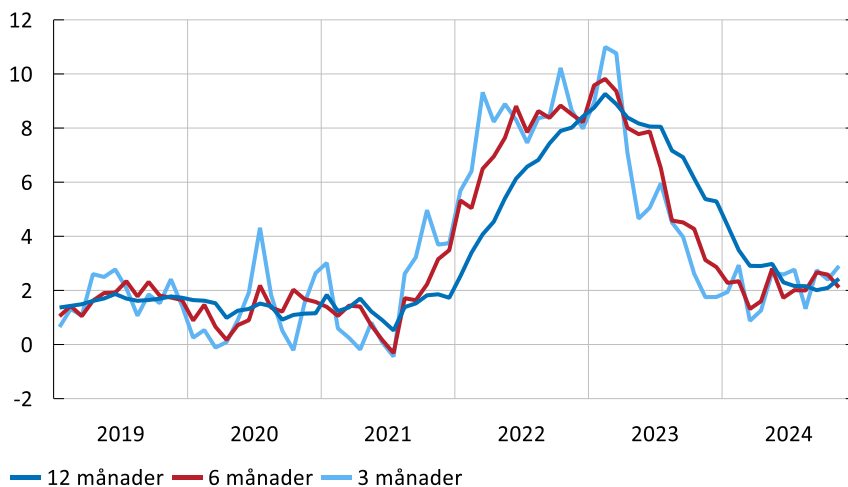
## 1.4 Svensk inflation

### Inflationen stabiliseras kring 2 procent

De senaste utfallen för KPIF-inflationen har varit nära eller något under 2 procent. Att KPIF-inflationen varit under 2 procent beror framför allt på att energipriserna föll i årstakt under hösten (se faktarutan ”KPIF vid olika antaganden om energipriser” i denna rapport). KPIF-inflationen exklusive energi uppgick till 2,4 procent i november, vilket var högre än väntat. Men avvikelsen var relativt liten och bedöms delvis hänga samman med tillfälliga faktorer, som oväntat höga livsmedels- och varupriser. Mätt som säsongrensad tre- eller sexmånadersförändring i uppräknad årstakt har den varit nära 2 procent sedan början av 2024 (se diagram 20). Tjänstepriserna ökar snabbare än sitt historiska snitt, men i en takt som bedöms vara förenlig med en inflation runt 2 procent (se diagram 21).

### Diagram 20. KPIF exklusive energi

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

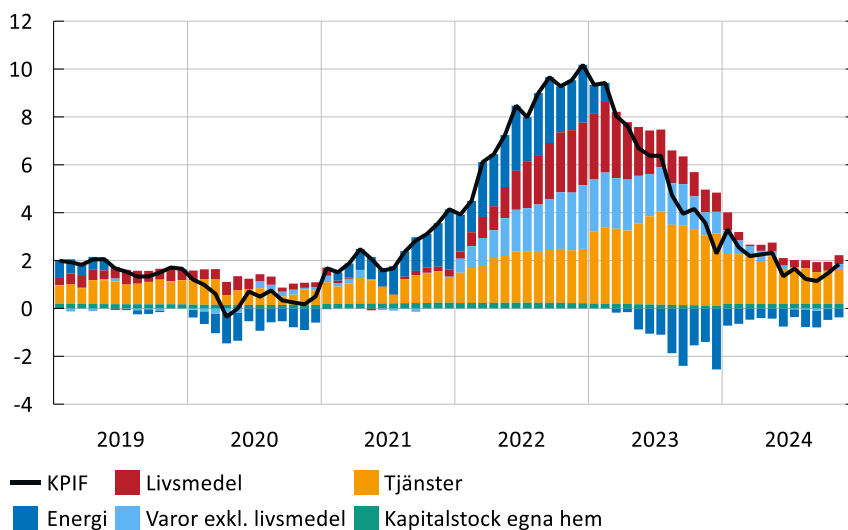


Anm. Säsongsrensade data.

Källor: SCB och Riksbanken.

### Diagram 21. Bidrag till KPIF-inflationen

Årlig procentuell förändring respektive procentenheter



Källor: SCB och Riksbanken.

### Indikatorer är förenliga med att inflationen är nära 2 procent

Enskilda månadsutfall för inflationen kan påverkas av priser som varierar kraftigt. Olika mått på den underliggande inflationen, som med olika metoder exkluderar eller minskar effekten av enskilda priser, har sjunkit tydligt i men är fortsatt något över 2 procent.<sup>15</sup> En faktor som bidrar till att hålla uppe olika mått på underliggande

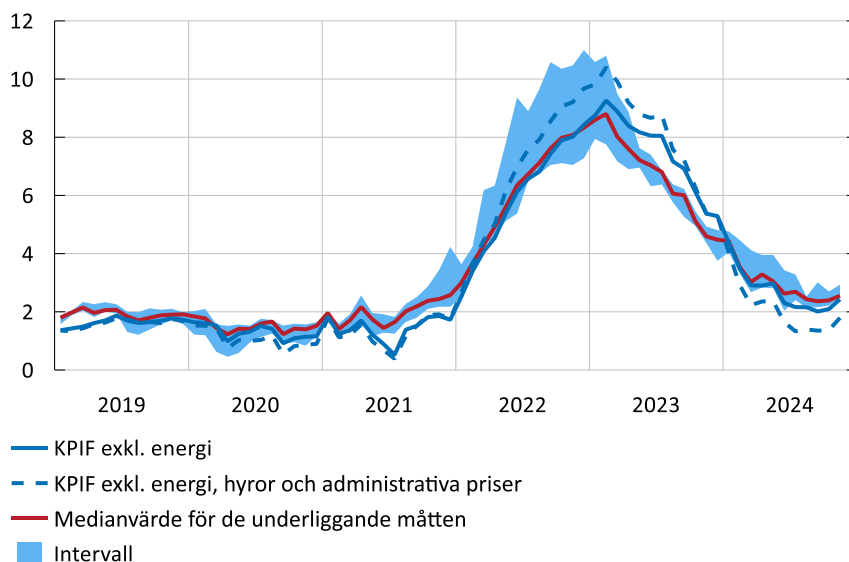
<sup>15</sup> För mer information om olika mått på underliggande inflation, se Riksbankens hemsida: <https://www.riksbank.se/sv/statistik/makroindikatorer/underliggande-inflation/>.

inflation är priser som ändras mer sällan och i viss utsträckning avspeglar tidigare kostnadsuppgångar, som hyror och administrativa priser. Justerat för detta har den underliggande inflationen varit en bit under 2 procent (se diagram 22). Sammantaget ger analysen av den underliggande inflationen en bild av ett inflationstryck i linje med målet.

Andra indikatorer som har betydelse för inflationen framöver pekar också på en inflation som är nära 2 procent. Enligt Konjunkturinstitutets barometer ligger företagens prisplaner i närheten av sina historiska genomsnitt och har gjort det sedan början på året (se diagram 23). Dessutom utvecklas producentpriserna i en måttlig takt, och de långsiktiga inflationsförväntningarna hos penningmarknadens aktörer är väl förankrade kring inflationsmålet (se diagram 24). Detta skapar goda förutsättningar för en inflation nära 2 procent framöver.

### Diagram 22. Olika mått på underliggande inflation

Årlig procentuell förändring

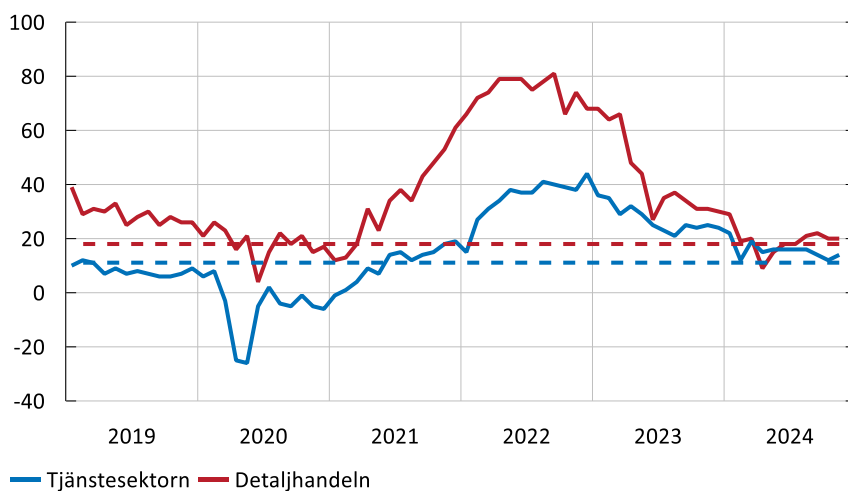


Anm. Intervallet visar det högsta och lägsta utfallet bland 5 mått på underliggande inflation: UND24, Trim85, persistensviktad inflation (KPIFPV), faktor från principalkomponentanalys (KPIFPC) och viktad medianinflation (Trim1).

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 23. Prisplaner i Konjunkturbarometern**

Nettotal

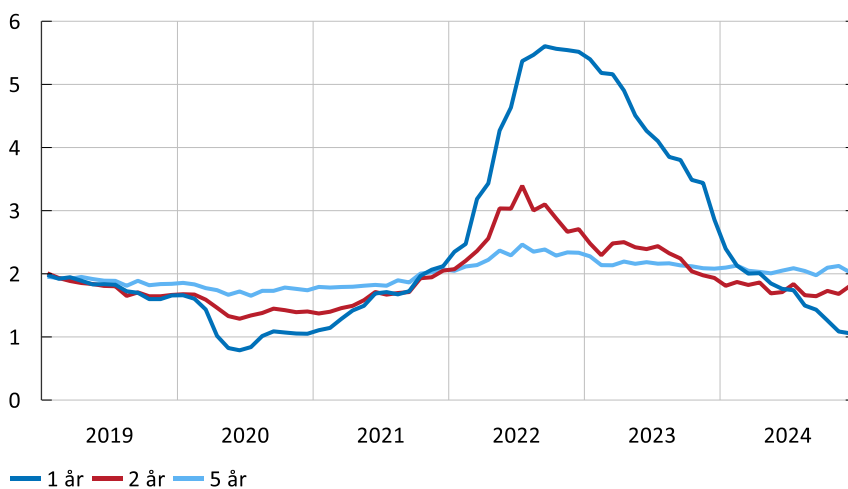


Anm. Säsongrensade data. Diagrammet visar nettotalen över hur många företag som svarat att de planerar att höja priserna jämfört med hur många som planerar att sänka dem under de närmaste tre månaderna. Streckade linjer avser genomsnitt för perioden 2000-2024.

Källa: Konjunkturinstitutet.

**Diagram 24. Inflationsförväntningar**

Procent



Anm. Förväntningar på KPI. Penningmarknadens aktörer.

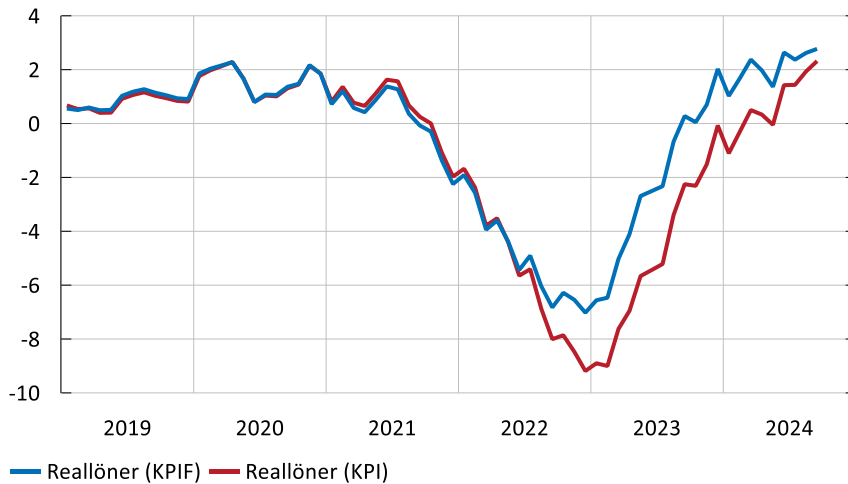
Källa: Kantar Prospera.

## Reallönerna ökar snabbt

Löneökningstakten har ökat något under det andra halvåret 2024, men är trots det i linje med det som förhandlades fram i början av 2023. Den snabbare löneökningstakten och den lägre inflationen innebär att reallönerna har börjat stiga igen (se diagram 25).<sup>16</sup> Löneökningstakten väntas växla ned något i närtid, i linje med avtalet från förra året.

**Diagram 25. Reallöner**

Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB, Medlingsinstitutet och Riksbanken.

<sup>16</sup> Reallönen har stigit med i genomsnitt 1,1 procent per år sedan 2000 mätt med både KPI och KPIF.

## ANALYS – Makroekonomiska effekter av högre amerikanska importtullar

---

USA:s kommande president, Donald Trump, har uttryckt att han vill höja importtullarna på varor från andra länder, i synnerhet varor från Kina. Om de höjs skulle sannolikt BNP-tillväxten i såväl USA som Kina dämpas. Inflationen i USA skulle bli högre på kort sikt. Svensk BNP skulle troligen dämpas något medan effekten på inflationen i Sverige är osäker.

---

Under 1990-talet och i början på 2000-talet avreglerades den globala handeln. Importtullar sänktes och handelshinder togs bort. Detta ledde till att den globala handeln ökade snabbt. De senaste tio åren har emellertid protektionismen ökat och allt fler nya handelshinder har införts. Handelshindren för svenska exportföretag har ökat tydligt sedan 2019, i synnerhet för olika varor som till exempel motorfordon, järn och stål.<sup>17</sup> Den ökade protektionismen har ofta motiverats med ett ökat fokus på nationell säkerhet eller att skydda inhemska industrier från konkurrens. Ett exempel är handelskonflikten mellan USA och Kina 2018 och 2019, där USA började med att höja importtullarna och Kina svarade med att höja tullarna på amerikanska varor. Det senaste året har såväl USA som EU höjt importtullarna på vissa kinesiska varor.

USA:s nästa president, Donald Trump, har uttryckt att han vill höja importtullarna på varor från alla länder. Ett förslag är att höja importtullarna på kinesiska varor till 60 procent och på alla andra länders varor till 10 procent. Tanken är att de höjda importtullarna ska skydda inhemska industrier från utländsk konkurrens och uppmuntra köp av inhemskt producerade varor. Förhoppningen är också att de högre importtullarna ska minska USA:s handelsunderskott. Syftet med denna fördjupning är att diskutera vilka makroekonomiska effekter importtullarna skulle kunna få.

Höjda importtullar i USA kan påverka såväl den inhemska som den globala ekonomin. Jämfört med de importtullar som infördes under den förra Trumpadministrationen innebär det nuvarande förslaget betydligt högre importtullar och omfattar fler länder. Detta talar för att effekterna av höjda importtullar får större effekter denna gång. Osäkerheten om hur mycket importtullarna kommer att höjas är dock stor.

Amerikanska företag kan på kort sikt gynnas av minskad utländsk konkurrens med positiva effekter på produktion och sysselsättning. Fler amerikaner kan dessutom i större utsträckning komma att köpa inhemskt producerade varor istället för importerade. Därtill kan ökade tullintäkter användas för att stimulera ekonomin eller förbättra de offentliga finanserna. Men det finns även ett flertal negativa effekter. Amerikanska företag som är beroende av importerade insatsvaror får ökade kostnader, vilket gör företagen mindre konkurrenskraftiga.

---

<sup>17</sup> Handelshindren omfattar såväl höjda tullar som andra handelshinder. Se Global Trade Alert, [https://www.globaltradealert.org/global\\_dynamics](https://www.globaltradealert.org/global_dynamics).



Erfarenheter från tidigare episoder av höjda importtullar visar att förskjutningen från utländsk till inhemsk produktion tenderar att resultera i en motverkande växelkursförstärkning.<sup>18</sup> En starkare dollar hämmar exporten men gör importen billigare. Högre importtullar kan även leda till störningar i globala värdekedjor.<sup>19</sup> Exempelvis kan högre kostnader för företag som drabbas av högre importtullar även leda till högre kostnader för såväl inhemska som utländska företag, eftersom de är beroende av insatsvaror från de företag som möter högre importtullar. Ökad osäkerhet om handeln kan också hämma såväl import som investeringar.

Högre importtullar leder till högre konsumentpriser för de amerikanska hushållen. När företagets kostnader blir högre på grund av att de importerade insatsvarorna blir dyrare vältrar företagen åtminstone en del av sina ökade kostnader på konsumenterna. En studie finner att de amerikanska konsumentpriserna blev 0,3 procent högre av de högre importtullarna 2018 och 2019.<sup>20</sup> Flera studier visar att prisgenomslaget till konsumentledet av de högre amerikanska importtullarna på kinesiska varor skiljde sig åt markant mellan olika varor.<sup>21</sup> En förklaring till det var att vissa företag passade på att höja sina priser till följd av sin förbättrade konkurrenssituation. Andra företag var däremot mer benägna att sänka sina vinstmarginaler.

Högre konsumentpriser innebär att hushållens köpkraft minskar, vilket minskar deras möjligheter att konsumera andra varor och tjänster, vilket i sin tur får negativa effekter på tillväxten. Den högre inflationen kan även påverka hushållens och företagets inflationsförväntningar och påverka den amerikanska centralbankens styrrenta. Såväl modellanalyser som empiriska studier visar att höjda importtullar leder till lägre BNP på såväl kort som lång sikt och högre inflation på kort sikt i det land som höjt tullarna. Studier som analyserat effekterna av USA:s höjda importtullar 2018 och 2019 kommer till liknande slutsatser.

Studier som analyserat effekterna av Trumps förslag till höjda importtullar visar att BNP-tillväxten i USA skulle dämpas på såväl kort som lång sikt. Inflationen i USA skulle kunna bli 1 procentenhet högre under åtminstone ett år efter att tullarna höjts.<sup>22</sup> De negativa effekterna på BNP och inflation skulle bli betydligt större om andra länder väljer att svara med att höja importtullarna på amerikanska varor.

---

<sup>18</sup> Se till exempel L. Boer och M. Rieth (2024), "The Macroeconomic Consequences of Import tariffs and Trade Policy Uncertainty", *IMF Working paper* 24/13 och M. Obstfeld (2016), "Tariffs Do More Harm Than Good at Home", IMF Blog, International Monetary Fund.

<sup>19</sup> En global värdekedja är en process som beskriver de olika steg som krävs för att producera en vara eller tjänst, där varje steg är spritt över olika länder eller regioner i världen.

<sup>20</sup> Se M. Amiti, S.J. Redding och D.E. Weinstein (2019), "The Impact of the 2018 Tariffs on Prices and Welfare", *Journal of International Perspectives* 33(4):187-210.

<sup>21</sup> Se till exempel A. Cavallo, G. Gopinath, B. Neiman och J. Tang (2021), "Tariff Pass-Through at the Border and at the Store: Evidence from US Trade Policy", *American Economic Review: Insights* 3(1):19-34 och A. Flaaen och J.R. Pierce (2019), "Disentangling the Effects of the 2018-2019 Tariffs on Globally Connected U.S. Manufacturing Sector", *Working Paper*, Finance Economic Discussion Series 2019-086, Board of Governors Federal Reserve System, Washington DC.

<sup>22</sup> Se exempelvis W. McKibbin, M. Hogan och M. Noland (2024), "The International Economic Implications of a Second Trump presidency", Peterson Institute for International Economics, *Working paper* 24-20. I scenariot antas USA höja importtullarna på kinesiska varor med 60 procentenheter och med tio procentenheter på alla varor från andra länder. I scenariot antas vidare att alla länder höjer importtullarna på amerikanska varor med lika mycket som USA höjde importtullarna.

Svensk ekonomi skulle också påverkas. Högre amerikanska importtullar på varor från alla länder skulle dämpa den globala konjunkturen och få negativa effekter på svensk ekonomi. Hur stora de negativa effekterna på svensk ekonomi skulle bli beror bland annat på omfattningen av handeln med USA, och om EU väljer att höja importtullarna på amerikanska varor eller inte. En nyligen gjord studie visar att de negativa effekterna skulle bli störst för USA:s grannländer Mexiko och Kanada, som exporterar mycket till USA, medan de negativa effekterna på Europa skulle bli mer måttliga.<sup>23</sup>

Svensk ekonomi har blivit allt mer beroende av export till omvärlden. USA är en av Sveriges viktigaste handelspartners, och exporten av varor dit utgjorde 9 procent av den totala exporten av varor 2023. Exporten av tjänster till USA har vuxit snabbt och utgör idag cirka 43 procent av den totala exporten till USA. När det gäller sysselsättning är USA det land där den svenska exporten sysselsätter flest personer.<sup>24</sup> Högre importtullar på svenska varor skulle i viss mån innebära lägre tjänsteexport till USA men påverkar främst svensk export av varor. Importtullarna skulle göra svenska varor dyrare i USA och påverka deras konkurrenskraft gentemot varor producerade i USA. Minskad efterfrågan på svenska varor skulle leda till lägre exportintäkter inom industrier med stor export till USA som till exempel motorfordon, maskiner och läkemedel. Effekten på svensk ekonomi beror även på hur hushåll och företag påverkas av de högre importtullarna. Ökad osäkerhet och pessimism skulle kunna hålla tillbaka såväl hushållens konsumtion som företagets investeringar.

Det är osäkert vilken effekt högre amerikanska importtullar skulle få på svensk inflation. Det finns faktorer som talar för såväl lägre som högre inflation. Ett lägre resursutnyttjande till följd av lägre svensk och global BNP talar för ett lägre inflationstryck. En svagare global efterfrågan skulle även kunna dämpa inflationen via lägre världsmarknadspriser på råvaror. Om USA höjer importtullarna kraftigt på kinesiska varor kan Kina istället försöka exportera mer till Europa. Det skulle kunna leda till att Kina sänker priserna på sina exportvaror, vilket kan dämpa inflationen i Sverige. Huruvida EU skulle vidta åtgärder för att förhindra lägre kinesiska importpriser är osäkert. Det som talar för högre inflation är att högre amerikanska importtullar leder till ökade kostnader av importerade insatsvaror för amerikanska företag. Detta leder sannolikt till att svensk import av amerikanska varor blir dyrare. Även importen från andra länder där amerikanska insatsvaror använts kan bli dyrare. I vilken utsträckning importpriserna stiger beror även på kronans utveckling. Om efterfrågan på svensk export faller tydligt så kan kronan försvagas. En ökad global osäkerhet skulle kunna försvaga kronan ytterligare.

Sammanfattningsvis hämmar ökade handelshinder den globala ekonomiska aktiviteten. Det leder till högre kostnader för hushåll och företag, i synnerhet i det land som höjt importtullarna. Handelshinder hämmar handeln och begränsar konkurrensen, innovationstakten och möjligheterna att dra nytta av stordriftsfördelar. Detta leder i slutändan till lägre produktivitet och BNP än vad annars hade varit fallet.

---

<sup>23</sup> Se fotnot 22.

<sup>24</sup> Se rapport från Stockholms Handelskammare (2024), "Sverige och USA- starka band i en orolig tid". Under 2020 var 135 000 personer sysselsatta med att producera varor och tjänster som exporterades till USA. Som andel av den totala sysselsättningen motsvarar det 3 procent.

## 2 De ekonomiska utsikterna kommande år

---

Inflationen har fallit i både euroområdet och USA under året och ligger nu nära centralbankernas inflationsmål. BNP-tillväxten i euroområdet har varit fortsatt svag i år, men den väntas stiga något de kommande åren i takt med att penningpolitiken blir mindre åtstramande och realinkomsterna fortsätter att förbättras. Tillväxten har varit god i USA, men den väntas dämpas något framöver. Sammantaget bedöms tillväxten i omvärlden bli måttlig under prognosperioden.

Under början av 2025 väntas tillväxten successivt öka och med viss fördröjning stärks också arbetsmarknaden. Därefter väntas tillväxten successivt öka och med viss fördröjning stärks också arbetsmarknaden. Olika indikatorer för inflationstrycket tyder på en KPIF-inflation i linje med målet under prognosperioden. KPIF-inflationen exklusive energi väntas tillfälligt vara över 2 procent under 2025 för att sedan öka med 2 procent från och med 2026.

---

### Centrala bedömningar och antaganden i prognosen

---

Det här är Riksbankens viktigaste bedömningar för prognosen av svensk ekonomi.

- Effekter av eventuella tullar och handelshinder har bara beaktats i den mån sådana har påverkat de indikatorer som har betydelse för förtroendet och förväntningarna på ekonomin. Prognosen innehåller inte något explicit antagande om framtida tullar eftersom det i dagsläget är svårt att bedöma till exempel omfattning och tidpunkter för införande.
- Prognoserna för svensk realekonomi och inflation baseras på bedömningen tillväxten i euroområdet stiger något 2025. I USA väntas tillväxten bromsa in något och växa i linje med potentiell BNP under prognosperioden.
- Energipriser antas följa terminspriseringen.
- Resursutnyttjandet i svensk ekonomi bedöms nu vara svagare än normalt.
- Den svenska finanspolitiken antas vara milt expansiv 2025 och därefter anpassas som normalt med hänsyn till nivån på det finansiella sparandet och konjunkturläget.
- Riksbankens bedömning är att den långsiktigt neutrala styrräntan ligger mellan 1,5 och 3 procent.
- Prognosperioden sträcker sig fram till och med det fjärde kvartalet 2027.

**Prognos för penningpolitiken:** Prognosen innebär att styrräntan sänks så att den når 2,25 procent i mitten av nästa år.

## 2.1 De ekonomiska utsikterna i omvärlden

### Måttlig global tillväxt de närmaste åren

En mer expansiv penningpolitik, en lägre inflation och stigande realinkomster bidrar till en ökad konsumtion och en högre BNP-tillväxt i euroområdet från och med 2025.

I USA väntas BNP-tillväxten vara fortsatt relativt god under prognosperioden, även om den nu successivt faller ned mot potentiell tillväxt samtidigt som arbetsmarknaden normaliseras. Successivt lägre räntor och en inflation som faller tillbaka ytterligare hjälper till att stimulera efterfrågan. Trots hög skuldsättning väntas underskotten i den offentliga sektorn i USA vara fortsatt stora, vilket också stöttar efterfrågan, men det utgör samtidigt en risk för ekonomisk stabilitet på sikt.

Mer expansiv penningpolitik och viss finanspolitisk stimulans väntas höja BNP-tillväxten i Kina framöver.<sup>25</sup> Även om den globala tillväxten ökar något snabbare de närmaste åren, väntas den vara måttlig i ett historiskt perspektiv.

### Inflationen fortsätter att dämpas i omvärlden

Inflationen i euroområdet bedöms ligga kvar nära 2 procent under prognosperioden, då högre energipriser kompenserar för en gradvis lägre ökningstakt i tjänstepriserna. En svagare arbetsmarknad och en lägre löneökningstakt framöver bedöms dämpa utvecklingen av tjänstepriserna. Mot slutet av prognosperioden väntas löneökningstakten i euroområdet sjunka ned till omkring 3 procent.

Under den närmaste tiden väntas prisökningstakten för hyror dämpas i USA, vilket bidrar till att tjänstepriserna ökar långsammare och KPI-inflationen dämpas ytterligare något för att sedan stabiliseras på drygt 2 procent från och med andra halvåret 2025.<sup>26</sup>

#### Tabell 1. Nyckeltal för omvärlden

Årlig procentuell förändring om inget annat anges. Siffrorna inom parentes avser prognos från den föregående penningpolitiska rapporten.

	2023	2024	2025	2026	2027
<b>BNP euroområdet</b>	0,5 (0,5)	0,8 (0,8)	1,0 (1,3)	1,3 (1,3)	1,2
<b>BNP USA</b>	2,9 (2,5)	2,7 (2,6)	2,2 (1,5)	2,1 (1,9)	1,9
<b>HIKP euroområdet</b>	5,4 (5,4)	2,3 (2,4)	2,0 (2,0)	1,8 (2,0)	2,0
<b>KPI USA</b>	4,1 (4,1)	2,9 (2,8)	2,4 (2,0)	2,2 (2,2)	2,3

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

<sup>25</sup> Ett stimulanspaket med både finans- och penningpolitik antogs under hösten. Det väntas få effekt under det närmaste halvåret.

<sup>26</sup> Den nivån på KPI-inflationen bedöms överensstämma med en PCE-inflation på 2 procent. PCE-inflationen är ett mått på konsumentprisförändringar som beräknas av Bureau of Economic Analysis (BEA). Den är speciellt viktigt eftersom den används av den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, som ett centralt mått för att övervaka prisstabilitet och fatta beslut om penningpolitik.

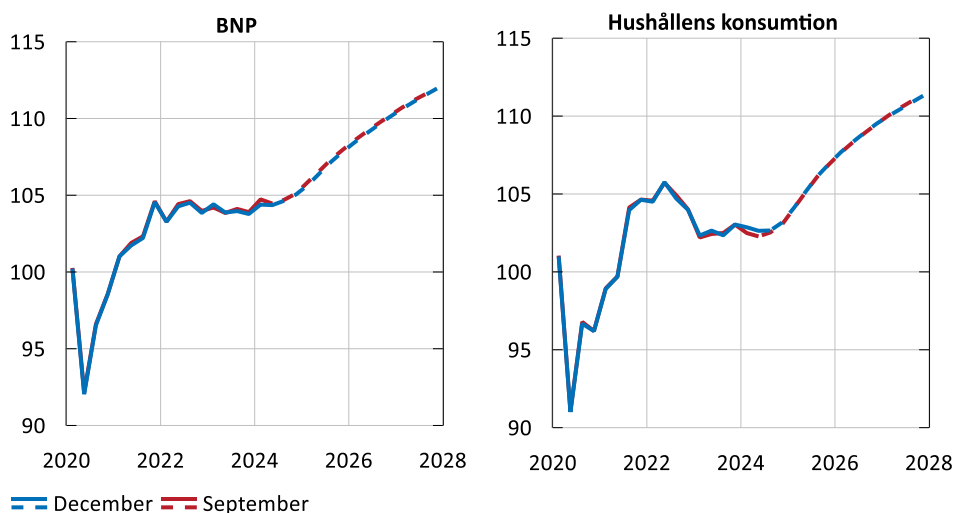
## 2.2 De ekonomiska utsikterna i Sverige

### Tillväxten väntas ta fart under 2025

Under nästa år väntas en tydligare återhämtning inledas i svensk ekonomi (se diagram 26). Den drivs till stor del av inhemsk efterfrågan, medan efterfrågan från omvärlden bedöms vara fortsatt relativt svag det närmaste året. Hushållens konsumtion väntas stiga nu när inflationen har sjunkit tillbaka och räntan har sänkts, vilket innebär att hushållens reala disponibla inkomster fortsätter att öka successivt. Penningpolitiken verkar med fördröjning och de redan genomförda räntesänkningarna har ännu inte nått hushåll och företag fullt ut. Under 2024 har den så kallade räntekvoten, hushållens ränteutgifter som andel av disponibel inkomst, börjat sjunka och under 2025 väntas den falla tillbaka ytterligare (se diagram 27). Olika enkätundersökningar tyder också på att hushållen är optimistiska om framtiden, vilket är en indikation på att konsumtionen kan ta fart. Under framför allt 2025 väntas också finanspolitiken ge ett positivt bidrag till BNP-tillväxten, som väntas stiga med 1,8 procent 2025, 2,6 procent 2026 och 2,1 procent 2027.

### Diagram 26. BNP och konsumtion i Sverige

Index, 2019 kv4 = 100

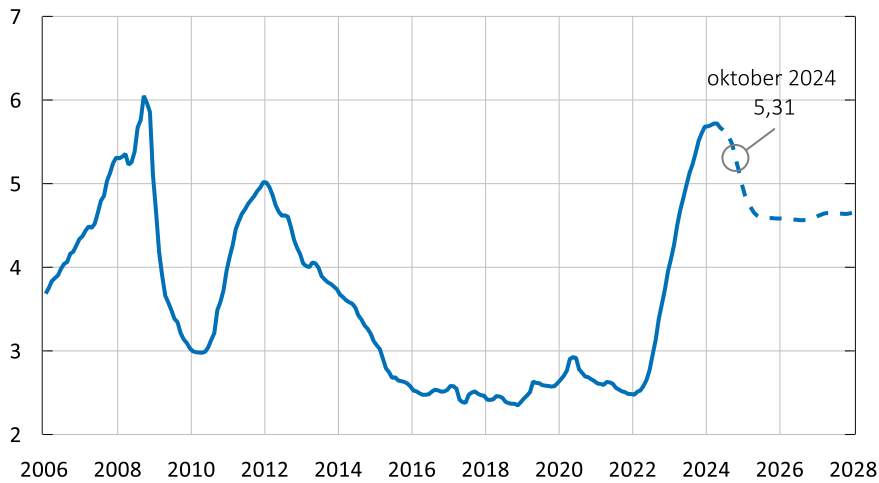


Anm. Säsongsrensade data. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 27. Räntekvot**

Procent av disponibel inkomst



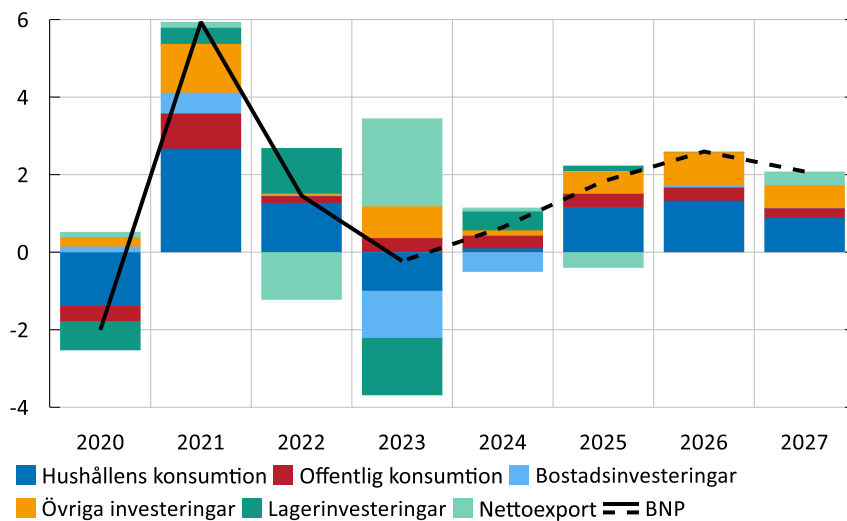
Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos. Punkten visar en bedömning av nuläget. Disponibel inkomst är säsongrensad. Avser hushållens ränteutgifter inklusive 30 procent ränteavdrag.

Källor: SCB och Riksbanken.

Bostadsinvesteringarna har varit svaga sedan ifjol, men väntas nu stärkas successivt när lägre räntor bidrar till en högre efterfrågan på bostäder. Men uppgången i bostadsinvesteringarna väntas bli relativt måttlig, bland annat eftersom en långsammare ökning av befolkningen framöver gör att det inte behövs lika många nya bostäder. Näringslivets övriga investeringar väntas växa något snabbare när tillväxten i konsumtionen och exporten stiger (se diagram 28). De offentliga investeringarna väntas också öka under 2025.

**Diagram 28. Bidrag till BNP**

Procent (BNP) respektive procentenheter (bidrag)



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

Källor: SCB och Riksbanken.

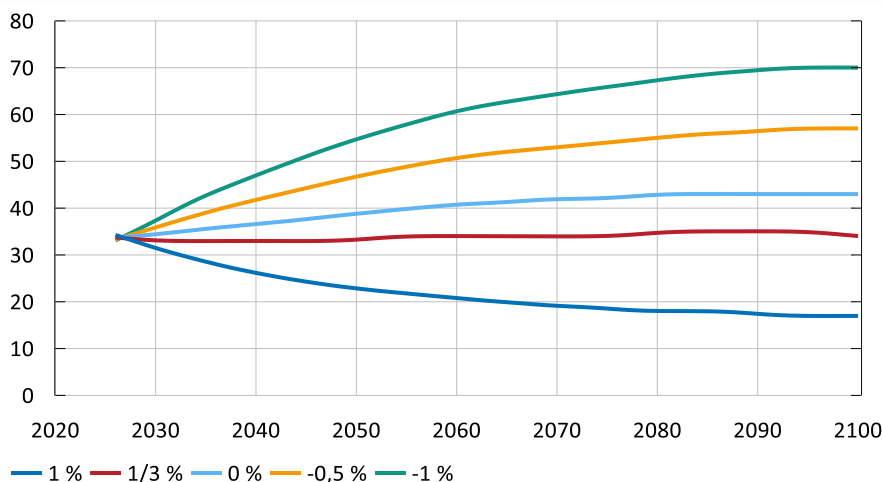
## FAKTA – Balansmål för det offentliga sparandet

Sedan den penningpolitiska uppdateringen i november har utredningen av nivån på målet för det offentliga finansiella sparandet publicerats.<sup>27</sup> Betänkandet har som sitt viktigaste förslag en övergång från det nuvarande målet om överskott i det offentliga finansiella sparandet på en tredjedels procent av BNP till ett balansmål, där inkomster och utgifter i genomsnitt är lika stora över en konjunkturcykel. Den nya målnivån föreslås gälla från och med den 1 januari 2027 men ska ses över under den efterföljande mandatperioden 2030–2034.

Diagram 29 visar en långsiktig framskrivning av den så kallade Maastrichtskulden som andel av BNP, under olika antaganden om det offentliga sparandet.<sup>28</sup> De röda och ljusblå kurvorna visar det nuvarande överskottsmålet respektive det föreslagna balansmålet. Med det nuvarande målet skulle skulden på lång sikt vara kvar ungefär på dagens nivå, medan den skulle öka något med det föreslagna balansmålet.<sup>29</sup>

### Diagram 29. Den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld 2025–2100 under olika antaganden om finansiellt sparande

Procent av BNP



Källa: Statens offentliga utredningar (SOU 2024:76).

Betänkandet innehåller också ett antal andra förslag, bland annat att regeringens skrivelse till riksdagen om det finanspolitiska ramverket bör innehålla stabiliseringspolitiska principer för finanspolitiken. Vid normala konjunkturvariationer bedöms det som rimligt att penningpolitiken tillsammans med de automatiska stabilisatorerna har det stabiliseringspolitiska ansvaret. Men när styrräntan nått sin effektiva nedre gräns

<sup>27</sup> Se SOU 2024:76, "Från överskottsmål till balansmål".

<sup>28</sup> Om det offentliga sparandet hålls konstant konvergerar bruttoskulden till en konstant andel av BNP på sikt.

<sup>29</sup> Man kan fråga sig varför skulden ökar något med ett balansmål. Förklaringen är att kommunsektorns och pensionssystemets sparande, som är positivt, inte påverkas av nivån på saldomålet. Ett balansmål för det totala offentliga finansiella sparandet leder därmed indirekt till ett krav på underskott för det statliga sparandet. Statsskulden är en stor del av den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld och bidrar därmed till att skulden ökar något.

anser kommittén att finanspolitiken kan behöva spela en mer aktiv roll i stabiliseringspolitiken.

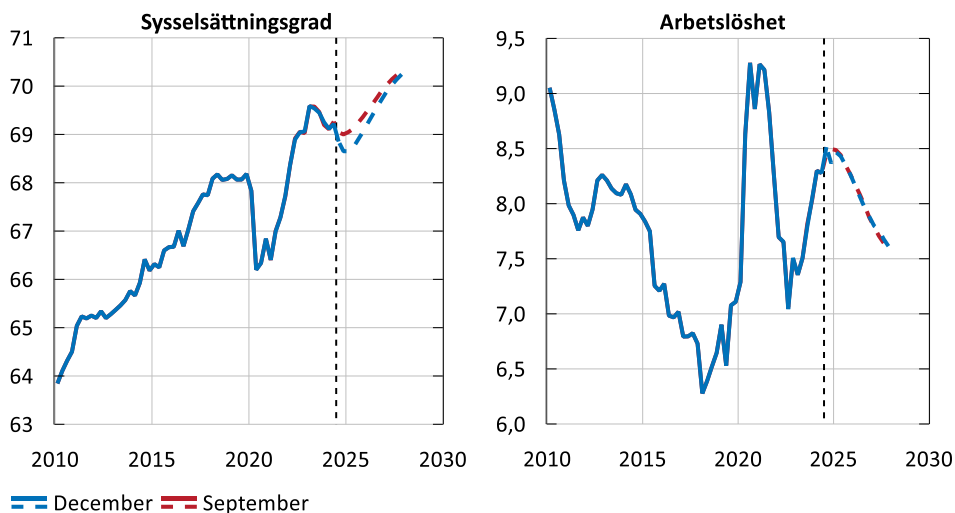
Kommittén bakom betänkandet drar slutsatsen att förändringen från överskotts- till balansmål skapar ett utrymme för ökade offentliga utgifter eller sänkta skatter under en längre övergångsperiod. Utrymmet motsvarar en tredjedels procent av BNP eller cirka 25 miljarder per år. Det skulle kunna höja den ekonomiska tillväxten, beroende på vad utrymmet används till. Den kanske viktigaste konsekvensen för Riksbanken av betänkandets förslag är att finanspolitiken föreslås spela en mer aktiv roll när styrrentan är nära den nedre gränsen. Det är något som Riksbanken själv förordat vid flera tillfällen.<sup>30</sup>

### Arbetsmarknaden stärks mot slutet av 2025

Olika arbetsmarknadsindikatorer och en fortsatt relativt dämpad efterfrågan i ekonomin talar för en svag utveckling på arbetsmarknaden den närmaste tiden. I Riksbankens prognos ligger sysselsättningsgraden och arbetslösheten kvar på relativt svaga nivåer under det första halvåret 2025 (se diagram 30).

#### Diagram 30. Sysselsättningsgrad och arbetslöshet i Sverige

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



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

Källor: SCB och Riksbanken.

<sup>30</sup> Se exempelvis A. Breman (2021), "Penningpolitiken i spåren av coronakrisen – vi behöver tänka i nya banor", anförande publicerat den 23 februari 2021 och P. Jansson (2021), "Är det dags att se över rollfördelningen i den makroekonomiska politiken?", anförande publicerat den 8 december 2021. För en bakgrund, se B. Lagerwall (2019), "Finanspolitik i ett penningpolitiskt perspektiv", Ekonomiska kommentarer nr 5, Sveriges riksbank.



**Tabell 2. Nyckeltal för Sverige**

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

	2023	2024	2025	2026	2027
<b>BNP</b>	-0,2 (-0,3)	0,6 (0,8)	1,8 (1,9)	2,6 (2,5)	2,1
<b>Sysselsatta</b>	1,4 (1,4)	-0,6 (-0,4)	0,1 (0,4)	1,3 (1,0)	1,2
<b>Arbetslöshet*</b>	7,7 (7,7)	8,4 (8,4)	8,4 (8,4)	8,0 (8,0)	7,7
<b>BNP-gap**</b>	-0,2 (-0,2)	-1,4 (-1,2)	-1,0 (-0,8)	-0,3 (-0,1)	0,0
<b>Offentligt finansiellt sparande, procent av BNP</b>	-0,8 (-0,6)	-1,6 (-1,6)	-1,3 (-1,1)	-0,8 (-0,6)	-0,5

\* Procent av arbetskraften.\*\* Procentuell avvikelse från Riksbankens bedömda potentiella nivå.

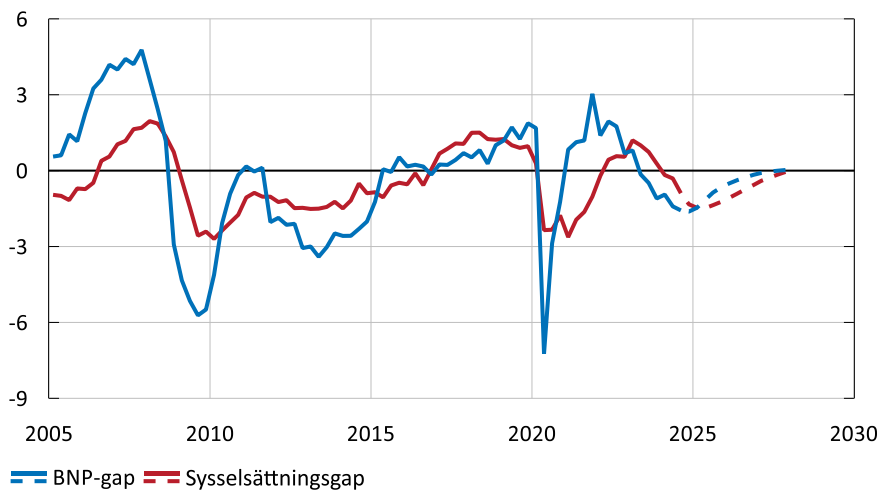
Källor: SCB och Riksbanken.

### Resursutnyttjandet är lägre än normalt, men väntas stiga under 2025

När ekonomin börjar växa snabbare igen kommer mängden lediga resurser att minska och resursutnyttjandet att stiga. Det successivt högre resursutnyttjandet under prognosperioden bidrar till att inflationen är i linje med målet. Konjunkturen väntas vara i balans 2027 (se diagram 31).

**Diagram 31. Mått på resursutnyttjandet i Sverige**

Procent



Anm. Gapen avser BNP:s och sysselsättningens avvikelse från den långsiktiga trend som Riksbanken bedömt. Heldragen linje avser utfall, och streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

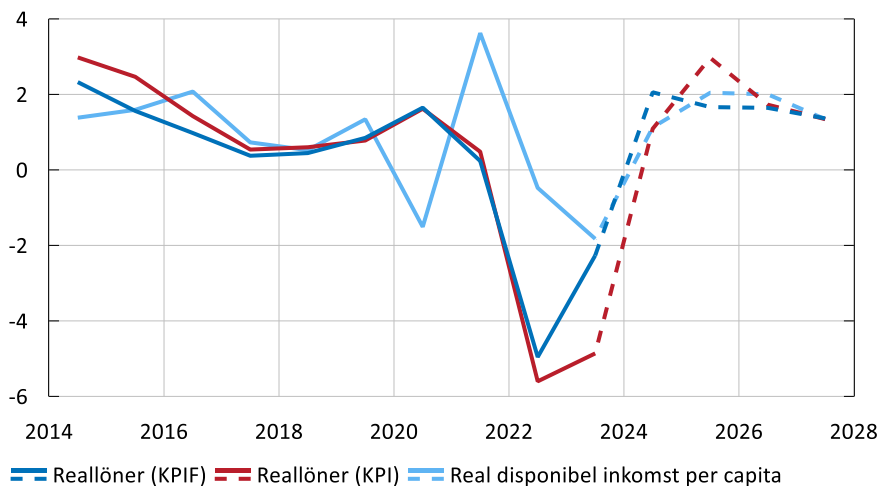
## 2.3 Inflationsutsikterna i Sverige

### Reallönerna väntas öka snabbare den närmaste tiden

Löneökningstakten växlar ned i närtid i linje med profilen på avtalen. Därefter väntas lönerna öka med runt 3,5 procent per år, ett antagande som kan behöva justeras beroende på hur förhandlingarna går. Reallönerna stiger relativt snabbt mätt i årlig procentuell förändring under den närmaste tiden och väntas 2026 vara tillbaka på samma nivå som innan inflationsuppgången. Även hushållens reala disponibla inkomst per capita väntas öka framöver, efter att ha sjunkit två år i rad (se diagram 32). De reala disponibla inkomsterna har inte minskat lika mycket som reallönerna, vilket framför allt beror på att kapitalinkomsterna ökat.

**Diagram 32. Reala löner samt real disponibel inkomst per capita**

Årlig procentuell förändring



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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken.

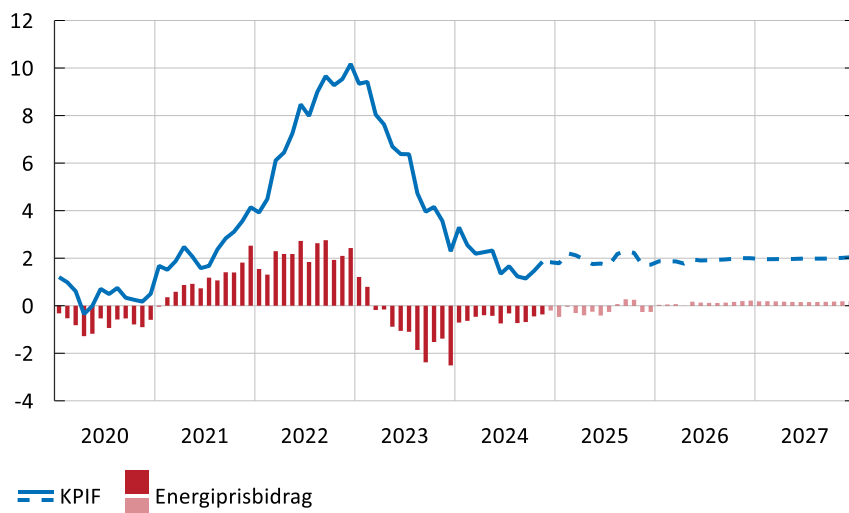
### Inflationen väntas ligga nära målet under hela prognosperioden

Det finns flera indikatorer som tyder på att inflationen nu kan stabiliseras kring inflationsmålet, såsom till exempel företagens prisplaner, den förväntade löneökningstakten och de långsiktiga förväntningarna om inflationen. Ökningstakten i tjänstepriserna är fortfarande lite högre än ett historiskt snitt, vilket till stor del beror på en ovanligt hög ökningstakt i hyror och administrativa priser. Det i sin tur antas främst bero på följd effekter av de senaste årens höga inflation och inte på efterfrågeläget idag. Till viss del hålls ökningstakten i tjänstepriserna under prognosperioden också uppe av en något högre löneökningstakt. Hyror och administrativa priser bedöms fortsätta öka något snabbare än normalt ytterligare några år, men bidraget till inflationen väntas sjunka successivt.

Energipriserna är lägre än för ett år sedan och bidrar fortfarande negativt till KPIF-inflationen. I takt med att de lägre drivmedelspriserna faller ur tolvmånaderstalen, samtidigt som elpriserna väntas öka i vinter, minskar det negativa bidraget från energipriserna ytterligare under 2025 (se diagram 33).

### Diagram 33. KPIF och energiprisbidrag

Årlig procentuell förändring (KPIF) och procentenheter (energiprisbidrag)

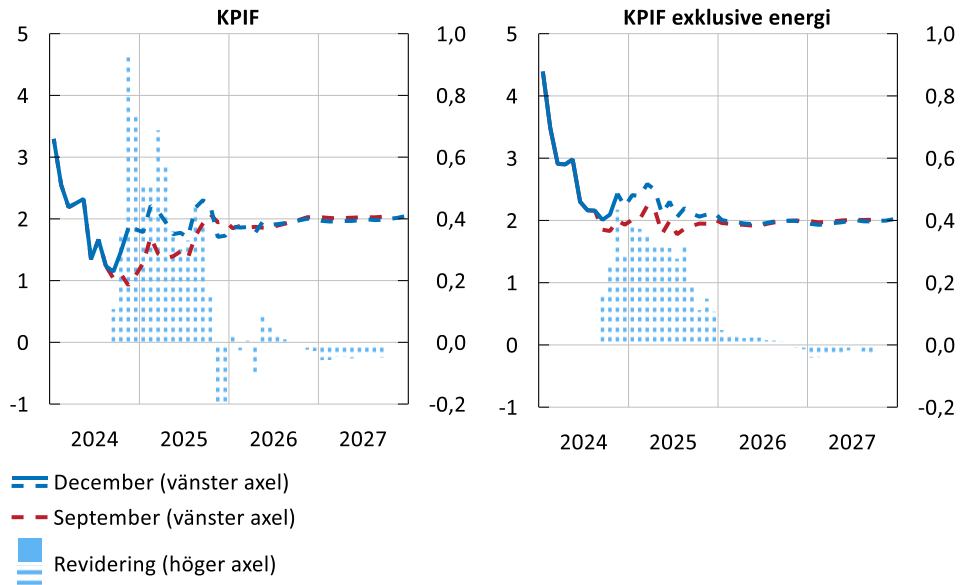


Anm. Heldragen linje avser utfall. Streckad linje och ljusröd stapel avser Riksbankens prognos.  
Källor: SCB och Riksbanken.

KPIF-inflationen är uppreviderad jämfört med bedömningen i september och väntas nu stabiliseras på nivåer nära 2 procent relativt snabbt (se diagram 34). Liksom KPIF-inflationen är nu ökningstakten i KPIF exklusive energi tillfälligt något högre under det närmaste året på grund av bland annat högre livsmedels- och varupriser. Det i sin tur kan till viss del förklaras av att kronan väntas vara svagare och bidra till högre importpriser. Från och med 2026 väntas inflationen exklusive energi öka med nära 2 procent per år. KPI-inflationen väntas tillfälligt sjunka till nära 0 procent i mitten av 2025 till följd av räntesänkningarna. Därefter väntas den gradvis stiga mot 2 procent (se diagram 35).

**Diagram 34. KPIF och KPIF exklusive energi med prognosrevidering**

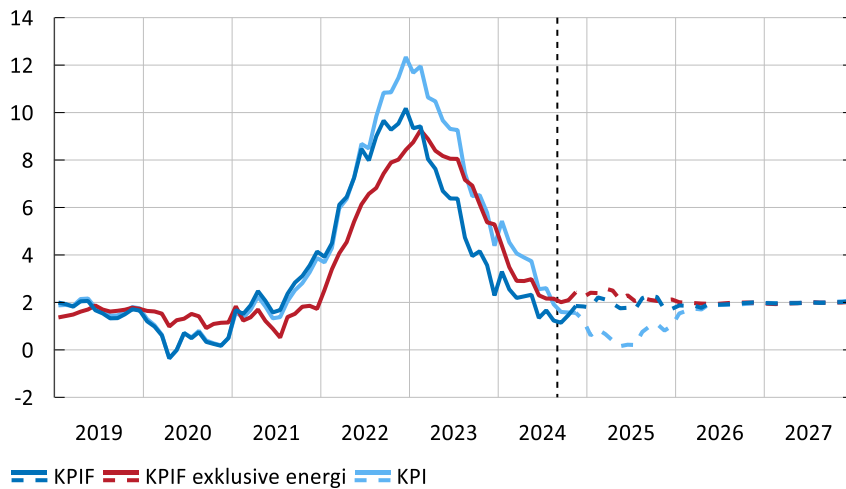
Årlig procentuell förändring respektive procentenheter



Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 35. KPIF, KPIF exklusive energi och KPI**

Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken.

Sammantaget väntas tjänstepriserna öka snabbare än livsmedels- och andra varupriser framöver, men ändå i en takt som bedöms vara förenlig med 2 procents inflation. Samtidigt väntas kronan stärkas (se diagram 36). Det till ett mer dämpat inflationstryck via lägre importpriser. Ett gradvis stigande resursutnyttjande har en motverkande effekt och bidrar till att inflationen är i linje med målet från och med ungefär mitten av nästa år.

**Diagram 36. Nominell växelkurs**

Index, 1992-11-18 = 100



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

Källa: Riksbanken.

**Tabell 3. Nyckeltal för inflation**

Tabellen visar ett årsgenomsnitt av den årliga procentuella förändringen. Siffrorna inom parentes avser prognoserna från den föregående penningpolitiska rapporten.

	2023	2024	2025	2026	2027
<b>KPIF</b>	6,0 (6,0)	1,9 (1,7)	2,0 (1,6)	1,9 (1,9)	2,0
<b>KPIF exklusive energi</b>	7,5 (7,5)	2,7 (2,6)	2,2 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0
<b>KPI</b>	8,5 (8,5)	2,9 (2,7)	0,6 (0,4)	1,8 (1,7)	2,0
<b>Löner, KL</b>	3,8 (3,8)	4,0 (3,9)	3,6 (3,6)	3,6 (3,6)	3,4

Anm. KL avser konjunkturlönestatistiken.

Källor: SCB och Riksbanken.

## FAKTA – KPIF vid olika antaganden om energipriser

Energipriserna har stigit tydligt i förhållande till prognosen från den penningpolitiska rapporten i september. Detta visar på den stora osäkerhet som finns kring energipriserna, och var något som betonades i den penningpolitiska rapporten i september.<sup>31</sup>

Prognoser för energipriser är mycket osäkra, eftersom priserna ofta påverkas av svår-förutsägbara faktorer som väder och geopolitiska händelser. Det gäller särskilt vintertid då elpriserna kan vara mycket volatila. Riksbankens prognosmetod för energipriser innebär att prognoserna utgår från dagliga utfall på priser på spotmarknaden för el (Nordpool) och drivmedelspriser vid pump. Därefter skrivs priserna fram med priser från el- respektive oljeterminsmarknaden.

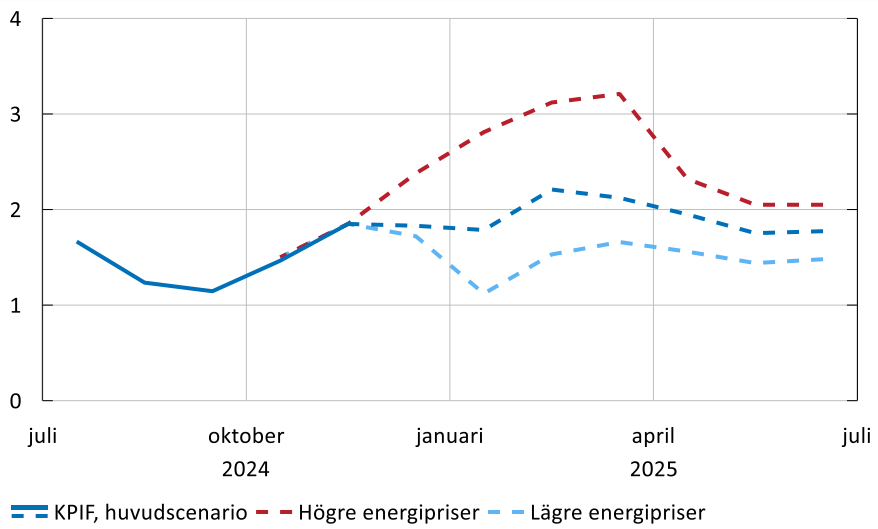
Som ett sätt att illustrera hur känslig prognosen för KPIF-inflationen är för olika energiprisprognoser har vi konstruerat två scenarier för KPIF utifrån två alternativa antaganden om energiprisutvecklingen. Under vintern stämmer dessa i stort sett överens med scenarierna från PPR september. I scenariot där energipriserna blir högre stiger spotpriserna på el till runt 1 kr/kWh i vinter, diesel och bensin stiger samtidigt till 20 kr/liter. I scenariot där energipriserna blir lägre antas istället elpriserna i vinter uppgå till runt 40 öre/kWh, samtidigt som drivmedelspriserna faller ner mot 15 kr/litern. Från april och framåt antas här drivmedelspriserna ligga kvar på samma nivåer i respektive scenario medan spotpriserna för el antas ligga 20 procent högre respektive lägre än i huvudscenariot.

I scenariot med högre energipriser stiger KPIF-inflationen till en bit över 3 procent i början av 2025 för att därefter falla tillbaka till nära 2 procent till sommaren. I scenariot med lägre priser sjunker KPIF-inflationen tillbaka igen och ligger runt 1,5 procent under första halvåret 2025 (se diagram 37). Riskbilden runt energipriserna är mer balanserad nu än i september.

<sup>31</sup> Se faktaruta ” KPIF vid olika antaganden om energipriser” i *Penningpolitisk rapport*, september 2024.

**Diagram 37. Utvecklingen i KPIF under olika antaganden för energipriser**

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

## FAKTA – Lättade bolånerestriktioner

Sedan den penningpolitiska uppdateringen i november har en utredning av låntagarbaserade makrotillsynsåtgärder presenterat sitt betänkande.<sup>32</sup> Kommittén bakom betänkandet har sett över de nuvarande makrotillsynsåtgärderna som riktar sig mot bolånetagare. I dagsläget finns följande åtgärder:

- Ett bolånetak för nya bolån på 85 procent av bostadens värde som infördes 2010.
- Ett första amorteringskrav som infördes 2016 och innebär att nya bolån med en belåningsgrad mellan 50 och 70 procent ska amorteras med 1 procent per år, medan lån med belåningsgrader över 70 procent ska amorteras med 2 procent per år.
- Ett andra och förstärkt amorteringskrav som infördes 2018 och innebär att nya bolån som överstiger 450 procent av bruttoinkomsten (en skuldkvot över 450 procent) utöver det första kravet ska amorteras med ytterligare 1 procent per år.

Tabell 4 visar hur stor andel av de nya bolånen avsedda för bostadsköp (exklusive tillägglån och bankbyten) som berörs av de nuvarande amorteringskraven. Det framgår att ungefär 85 procent av lånen omfattas av någon typ av amorteringskrav. Den första siffran i parentesen visar amorteringstakten med nuvarande regler. Till exempel har knappt 5 procent av lånen både en belåningsgrad över 70 procent och en skuldkvot över 450 procent och behöver alltså amorteras med 3 procent per år.

**Tabell 4. Andelen bolån med olika amorteringskrav**

Procent

Skuldkvot	Belåningsgrad			Summa
	0–50	50–70	>70	
0–450	15,4	23,1 (1/1)	51,1 (2/1)	89,6
>450	1,6 (1/0)	4 (2/1)	4,8 (3/1)	10,4
<b>Summa</b>	17	27,1	55,9	100

Anm. Statens offentliga utredningar (SOU 2024:76).

Källa: Statens offentliga utredningar (SOU 2024:71).

I tabell 4 syns också att 56 procent av de nya lånen har en belåningsgrad över 70 procent. Inom den gruppen har i sin tur ungefär en tredjedel en belåningsgrad på eller precis under 85 procent och kan därmed antas bindas av bolånetaket.

I betänkandet föreslås tre olika förändringar av det nuvarande regelverket:

- Bolånetaket höjs till 90 procent.
- Det förstärkta amorteringskravet för lån med höga skuldkvoter avskaffas, och ett skuldkvotstak på 550 procent av bruttoinkomsten införs istället.<sup>33</sup>

<sup>32</sup> Se SOU 2024:71, "Reglering av hushållens skulder".

<sup>33</sup> En flexibilitetskvot, där bankerna får undanta 10 procent av lånen, införs också.



- Amorteringskravet på 2 procent för lån över 70 procent av bostadens värde avskaffas och ersätts med ett allmänt amorteringskrav på 1 procent för alla lån över 50 procent av bostadens värde.

Lättnader i amorteringar skulle enligt kommitténs förslag omfatta inte bara nya utan även befintliga bolån.<sup>34</sup> Införandet av skuldkvotstaket föreslås bara gälla nya lån. Tabell 4 indikerar att över 60 procent av de nya bolånen skulle få lättnader i amorteringarna med minst en procentenhet. För 5 procent av lånen, de med en belåningsgrad över 70 procent och en skuldkvot över 450 procent, skulle lättnaden uppgå till 2 procentenheter.

En tredjedel av de nya bolånen har en belåningsgrad nära bolånetaket och skulle därmed kunna beröras av den föreslagna höjningen från 85 till 90 procent. Hushållen skulle kunna ta nya bolån (både för bostadsköp eller i form av tilläggs lån) upp till den högre gränsen, under förutsättning att bankernas kreditprövning medger det.

För att minska riskerna förknippade med en snabb avreglering menar kommittén att förändringarna bör införas stegvis och utvärderas längs vägen. Åtgärderna i de två första punkterna ovan anses ha högst prioritet och bör genomföras först, eftersom de bedöms få de största positiva välfärdsvinsterna genom att underlätta för förstagångsköparna av bostäder.<sup>35</sup> Den tredje åtgärden kan införas lite senare, även om kommittén betonar att alla tre steg bör genomföras.

När det gäller de makroekonomiska konsekvenserna av förslagen bedömer kommittén att bolånen sammantaget skulle öka med upp till 10 procent, beroende på vilka antaganden som görs. Bostadspriserna bedöms kunna öka med drygt 5 procent. Riksbanken har tidigare konstaterat att makrotillsynsåtgärderna värnar hushållens motståndskraft. Utan dem skulle hushållen ha stått sämre rustade och systemriskerna kopplade till hushållens bolån varit större. För att bostadsmarknaden ska fungera bättre krävs främst finans- och strukturpolitiska åtgärder. I avsaknad av sådana åtgärder är det dock särskilt viktigt att ha lämpliga makrotillsynsåtgärder på plats, för att motverka en osund utveckling framöver.<sup>36</sup>

Ur en penningpolitisk synvinkel är det viktigt att beakta att förslagen kan öka efterfrågan i ekonomin, dels genom att hushållens konsumtion av bostäder ökar, dels genom att ett ökat låneutrymme kan stimulera konsumtionen av övriga varor och tjänster. På längre sikt skulle utbudet av bostäder kunna öka till följd av åtgärderna. Men denna effekt är sannolikt begränsad och måste vägas mot de ökade riskerna med en högre skuldsättning. Regeringen har kommunicerat att den återkommer i vår med sina förslag på vilka av åtgärderna den tänker genomföra. Då finns också möjlighet för Riksbanken att göra mer exakta bedömningar av effekterna på makroekonomin.

<sup>34</sup> I praktiken måste en överenskommelse träffas för att ändra villkoren för befintliga lån, men bankerna kan antas acceptera det, eftersom bolånetagarna annars skulle byta bank.

<sup>35</sup> Kommittén bedömer också att regeringens förslag att fasa ut ränteavdragen för blacolån stärker argumenten för en höjning av bolånetaket. Se Finansdepartementet (2024), "Avtrappat ränteavdrag för vissa lån", promemoria FI2024/00174.

<sup>36</sup> Se *Finansiell stabilitet*, 2024:2, Sveriges riksbank.

### 3 Penningpolitisk analys

---

Inflationstrycket har under en tid varit förenligt med en inflation nära målet, och indikatorer tyder på att det kommer att vara det även framöver. Trots vissa tecken på att konjunkturen är på väg att återhämta sig är den fortsatt svag. För att stödja ekonomin ytterligare och hålla inflationen nära målet framöver behöver räntan sänkas.

Direktionen har beslutat att sänka styrräntan med 0,25 procentenheter till 2,5 procent. Den lägre styrräntan bedöms bidra till att konjunkturen förbättras, vilket bidrar till ett inflationstryck som är förenligt med en inflation på målet under hela prognosperioden.

Styrräntan har sänkts snabbt den senaste tiden från en åtstramande nivå. Penningpolitiken verkar dock med fördröjning och de redan genomförda räntesänkningarna har ännu inte nått hushåll och företag fullt ut. Den lägre nivån på styrräntan och fördröjningen i genomslaget på ekonomin talar för en mer prövande ansats när penningpolitiken utformas framöver. Om inflations- och konjunkturutsikterna står sig kan styrräntan sänkas ytterligare en gång under första halvåret 2025. Prognosen innebär att räntan lämnas oförändrad på 2,25 procent under 2026 och 2027, men osäkerheten är stor.

---

#### Penningpolitiken är framåtblickande

---

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

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

### 3.1 Penningpolitiken i Sverige

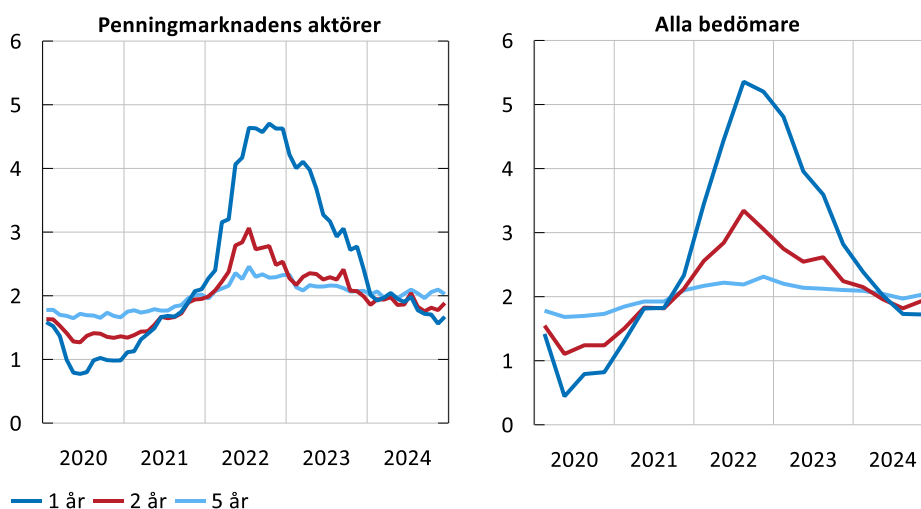
Riksbanken har sänkt styrräntan under året, allteftersom inflationsbilden successivt förbättrats. Den första sänkningen gjordes i maj. Riksbanken har sänkt styrräntan vid varje möte under andra halvåret, senast med 0,5 procentenheter i november. I samband med novemberbeslutet kommunicerade direktionen att räntan kunde fortsätta att sänkas i december och under det första halvåret 2025, om inflations- och konjunkturutsikterna står sig.

#### De ekonomiska förutsättningarna talar för att sänka räntan från nuvarande nivå

Inflationstrycket är förenligt med en inflation på 2 procent och KPIF-inflationen är nära målet. Inflationförväntningarna är väl förankrade vid 2 procent, särskilt på längre sikt (se diagram 38). Inflationen mätt med KPIF exklusive de volatila energipriserna är fortsatt nära 2 procent, trots en viss uppgång i november. Vidare tyder framåtblickande indikatorer, till exempel företagens prisplaner och producentpriser, på ett inflationstryck som även framöver är förenligt med en inflation nära 2 procent.

**Diagram 38. Inflationförväntningar**

Procent



Anm. Avser KPIF. Månadsdata (vänster) och kvartalsdata (höger). Linjerna i diagrammet visar förväntningarna vid mättillfället hos olika aktörer om vad inflationen ska vara om 1 år, 2 år och 5 år.

Källa: Kantar Prospera.

Sverige är alltjämt i en mild lågkonjunktur. Vissa tecken på en återhämtning i ekonomin börjar nu synas, samtidigt som inflationstrycket fortsatt tyder på en inflation i linje med målet. Ny information tyder på att ekonomin i stora drag utvecklats som förväntat. Det talar för ytterligare sänkningar av styrräntan, i linje med kommunikationen i november, för att bidra till återhämtningen i svensk ekonomi.

Tillväxten i omvärlden har sammantaget utvecklats ungefär som förväntat, och väntas göra det även framöver. Men utsikterna för USA ser starkare ut än för Europa. Då

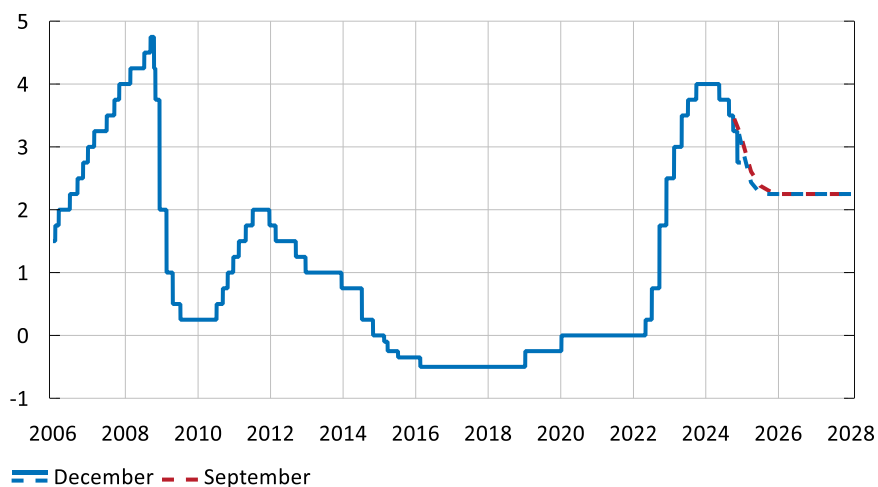
euroområdet är vår största handelspartner påverkas den svenska exporten negativt av den låga efterfrågan från Europa. Den starka utvecklingen av den amerikanska ekonomin har inneburit att marknads förväntningar på den framtida styrräntan i USA har skiftat uppåt, medan det motsatta är fallet för styrräntan i euroområdet. Högre räntor i USA skulle kunna leda till stramare globala finansiella förhållanden, vilket kan dämpa det globala resursutnyttjandet och inflationen. Det skulle kunna tala för en något lättare penningpolitik i Sverige. Men det måste vägas mot att en lägre styrränta, allt annat lika, skulle kunna försvaga kronkursen och leda till ett högre inflationstryck.

### Prognosen för styrräntan innebär ytterligare en sänkning fram till halvårsskiftet 2025

Direktionen har beslutat att sänka styrräntan med 0,25 procentenheter till 2,5 procent. Om inflations- och konjunkturutsikterna står sig kan styrräntan sänkas ytterligare en gång under första halvåret 2025. Tillsammans med prognosen för styrräntan innebär beslutet en penningpolitik som är ungefär i linje med kommunikationen från november, men att räntan sänks något snabbare än i bedömningen från september (se diagram 39).

**Diagram 39. Prognos för styrräntan**

Procent



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

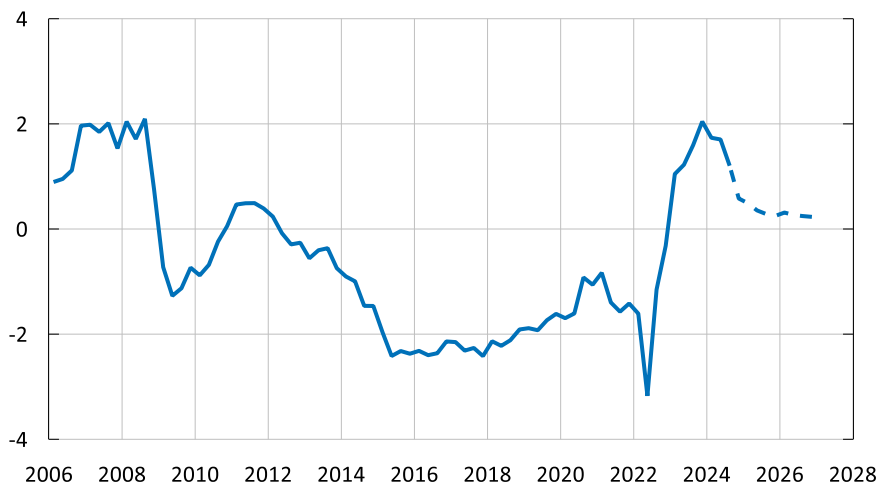
Källa: Riksbanken.

Räntan har sänkts förhållandevis snabbt från en åtstramande nivå den senaste tiden. Penningpolitiken verkar med fördröjning och de tidigare genomförda räntesänkningarna har ännu inte fullt ut nått hushåll och företag. Storleken på effekterna är dessutom osäkra. Det talar för en mer prövande ansats framöver. Riksbanken kommer noga utvärdera behovet av framtida ränteförändringar, i ljuset av effekten av tidigare sänkningar och förskjutningar i riskbilden kring inflations- och konjunkturutsikterna. I prognosen planar räntan ut på 2,25 procent under det andra halvåret 2025.

Den lägre räntan gör att den reala styrräntan sjunker tydligt under 2025 (se diagram 40). Det bidrar till att konjunkturen, via en starkare inhemsk efterfrågan, återhämtar sig under prognosperioden. Återhämtningen innebär att resursutnyttjandet återgår till att vara nära normalt i slutet av prognosperioden. Det bidrar i sin tur till att bibehålla KPIF-inflationen nära målet under hela prognosperioden.

**Diagram 40. Prognos för real styrränta**

Procent



Anm. Den reala styrräntan är beräknad som ett kvartalsmedelvärde av Riksbankens prognos för styrräntan ett år framåt, minus prognosen för inflationen mätt med KPIF för motsvarande period. Prognosen sträcker sig därför endast till 2026 kv4. Eftersom real styrränta är framåtblickande beräknas utfall med hjälp av de vid tidpunkten senast publicerade prognoserna.

Källa: Riksbanken.

Penningpolitiken bidrar till att inflationsförväntningarna bibehålls väl förankrade vid 2 procent. Den stundande avtalsrörelsen väntas äga rum i en miljö där inflationen är nära 2 procent, och lönerna väntas öka med ungefär 3,5 procent per år 2025–2027. Samtidigt väntas kronan stärkas successivt över tid. Sammantaget bedöms öknings-takten i företagens kostnader vara förenlig med en inflation nära 2 procent.

Skattningar av den långsiktiga neutrala räntan ger Riksbanken information om vad som är ett sannolikt ränteläge på längre sikt. De ger därmed också en viss vägledning i bedömningen av vad styrräntan förväntas vara om ett antal år.<sup>37</sup> Denna nivå är dock osäker och bedömningen presenteras därför i form av ett intervall. Ekonomin påverkas kontinuerligt av störningar, och bedömningen avser ett läge där effekten av dessa störningar har klingat av, det vill säga ett läge där ekonomin är i konjunkturell balans.

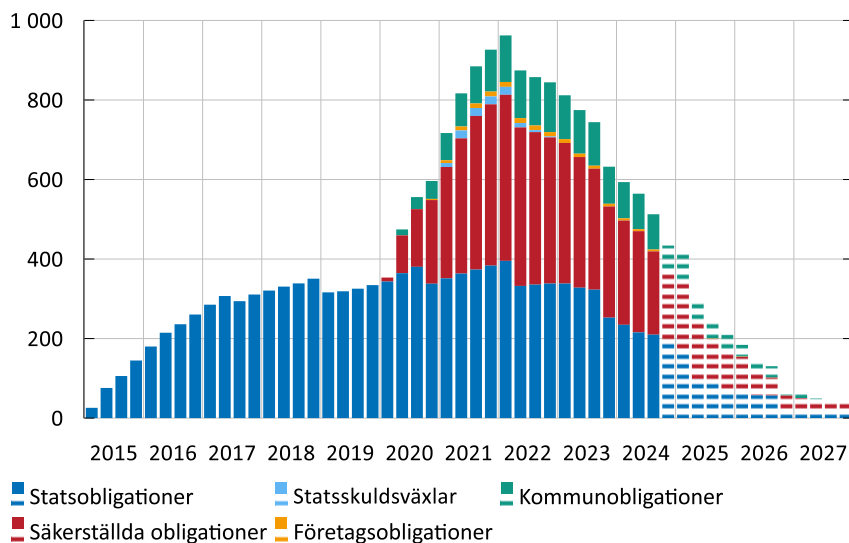
<sup>37</sup> Se analysen "Bedömning av den långsiktigt neutrala räntan" i denna rapport.

## Riksbankens värdepappersinnehav fortsätter att minska under prognosperioden

Riksbankens värdepappersinnehav i svenska kronor har nära på halverats sedan början av 2022 och uppgick under tredje kvartalet i år till ungefär 510 miljarder kronor (se diagram 41). Att innehavet minskat förklaras främst av att obligationer har förfallit men även av att Riksbanken har sålt statsobligationer. Normaliseringen av Riksbankens balansräkning fortsätter enligt beslutet vid det penningpolitiska mötet i januari 2024. Riksbankens försäljningar bedöms inte försvåra den penningpolitiska måluppfyllelsen, eftersom en fortsatt normalisering av balansräkningen bedöms ha begränsad påverkan på kronkursen och de räntor som hushåll och företag möter. Enligt Riksbankens finansmarknadsenkät har normaliseringen sammanfallit med en förbättring i marknadslikviditeten på andrahandsmarknaden för statsobligationer. Direktionens beslut i november, om att upprätthålla ett långsiktigt innehav av nominella statsobligationer om 20 miljarder kronor, innebär att de pågående försäljningarna av nominella statsobligationer beräknas upphöra i slutet av 2025.<sup>38</sup>

### Diagram 41. Riksbankens innehav av värdepapper

Nominellt belopp, miljarder kronor



Anm. De streckade staplarna är en framskrivning av Riksbankens värdepappersinnehav som bygger på ett antagande om att försäljningarna av nominella statsobligationer pågår till och med december 2025 och därefter avslutas, samt på ett tekniskt antagande kring försäljningen av olika utgåvor av nominella statsobligationer. Dessa antaganden kan komma att justeras i viss utsträckning under 2025. Serierna i diagrammet slutar det fjärde kvartalet 2027, som är det sista kvartalet i Riksbankens treåriga prognoshorisont.

Källa: Riksbanken.

<sup>38</sup> Se "Beslut om handel med svenska nominella statsobligationer", Protokollsbilaga B, Dnr 2024-01249, 6 november 2024, Sveriges riksbank.

## 3.2 Osäkerhet, risker och alternativscenarier

Ekonomi utsätts löpande för störningar som ändrar förutsättningarna för penningpolitiken. Penningpolitikens effekter på inflationen och realekonomi kan dessutom ändras över tid. Därför är osäkerheten kring prognosen för styrräntan betydande, och styrräntan kan bli såväl högre som lägre. Hushåll och företag behöver följaktligen planera sin ekonomi utifrån att styrräntan kan komma att avvika från Riksbankens prognos.

Risken för att inflationen återigen ska ta fart och bli alltför hög är fortsatt förhållandevis liten, men skäl till vaksamhet finns. Osäkerheten kring den ekonomiska utvecklingen i stort är betydande, särskilt vad gäller risker som härstammar från omvärlden. Osäkerheten kring den ekonomiska politiken i omvärlden kvarstår, vilket har konsekvenser även för svensk ekonomi. I avsnittet nedan diskuteras denna och andra riskfaktorer som bedöms vara viktiga för Sveriges inflationsutsikter och penningpolitik.

### **Osäkerheten kring den amerikanska politiken och den globala geopolitiska utvecklingen är stor**

Trots att valet i USA är över är osäkerheten kring politiken framöver stor. Flera av de förslag som presenterats har direkta eller indirekta konsekvenser för den svenska ekonomin, till exempel införandet av nya importtullar mot Europa. Sådana tullar skulle påverka svensk ekonomi negativt, men inte nödvändigtvis leda till högre inflation.<sup>39</sup> Om Europa svarar med nya tullar på amerikanska varor ökar dock sannolikheten för att den svenska inflationen stiger. Men huruvida den gör det eller inte beror på den exakta utformningen av tullarna och effekter i övrigt. I ett par alternativa scenarier nedan beskrivs hur svensk ekonomi skulle kunna påverkas av en handelskonflikt mellan USA och resten av världen, och hur det skulle kunna påverka penningpolitiken framöver.

Även nya amerikanska tullar mot Kina kan påverka den svenska ekonomin. Utökade amerikanska tullar mot Kina skulle kunna leda till att kinesiska varor i högre grad säljs till andra länder, bland annat i Europa. Detta skulle kunna ge en lägre europeisk och svensk inflation.

De geopolitiska riskerna, med den medföljande risken för globala utbudsstörningar, är fortsatt höga, bland annat till följd av Rysslands invasionskrig mot Ukraina samt spänningarna och kriget i Mellanöstern. Det snabba maktövertagandet i Syrien är ett ytterligare exempel på den osäkra geopolitiska situationen i regionen. En omfattande global handelskonflikt skulle också kunna öka de geopolitiska spänningarna globalt. Detta skulle i förlängningen kunna innebära stora utbudsstörningar, med högre inflation som följd.

Statsskulderna i USA, euroområdet och Kina har stigit de senaste åren. I USA har de offentliga underskotten efter pandemin varit stora, och den federala skulden är strax under 100 procent av BNP. Den amerikanska ekonomin väntas också stimuleras av

<sup>39</sup> Se analysen "Makroekonomiska effekter av högre amerikanska importtullar" i denna rapport.

skattesänkningar, vilket tyder på att underskotten kan komma att bli betydande även framöver. Om underskotten fortsätter att vara stora i omvärlden kan hållbarheten i ett antal länders offentliga finanser komma att ifrågasättas av marknadsaktörer.<sup>40</sup> Detta skulle kunna leda till högre räntor på statsobligationer, vilket i sin tur skulle kunna tvinga fram betydande finanspolitiska åtstramningar som dämpar tillväxten i de berörda ekonomierna.<sup>41</sup> En tydligt lägre efterfrågan från de här länderna skulle bidra till en svagare svensk konjunktur och till en lägre inflation.

En annan risk av mer generell karaktär är att återhämtningen i omvärlden dröjer. Europa visar fortsatta svaghetstecken, och det finns frågetecken kring den återhämtning som ändå förväntas. Den politiska turbulensen i flera europeiska länder bidrar också till osäkerhet om ekonomiernas utveckling. Om euroområdet inte återhämtar sig som förväntat påverkas svensk export negativt. Det kan också ge spridningseffekter som gör att inhemsk efterfrågan i Sverige blir svagare, med en lägre inflation som följd. Även den kinesiska ekonomin utvecklas svagt, och trots att ljusglimtar finns är det inte säkert att de stimulanspaket som lanserats gör att ekonomin växer så snabbt som prognosticeras. Fastighetsmarknaden utgör fortsatt ett orosmoment, och en sänkning skulle kunna spilla över i en svagare utveckling av den kinesiska ekonomin. En svagare utveckling i Kina skulle kunna sprida sig till andra länder, och ge en lägre inflation även i Sverige.

Sedan den penningpolitiska rapporten i september har kronan försvagats, framförallt mot dollarn. Om kronan förblir svag eller försvagas ytterligare skulle det kunna medföra en högre inflation än i prognosen, särskilt om dess påverkan på inflationen blir lika stark som vid inflationsuppgången 2022. Men kronan skulle också kunna röra sig åt andra hållet, och förstärkas snabbare än väntat. Effekten på inflationen i Sverige av en kronförsvagning respektive kronförstärkning beror i sin tur på vad som orsakar förändringen i kronkursen. Riksbanken följer noga utvecklingen av kronan framöver.

### **Det finns även inhemska risker som kan påverka inflationen och resursutnyttjandet**

Den svenska arbetsmarknaden är förvisso svag, men har ändå stått emot konjunkturbedgången relativt väl. En återhämtning som dröjer ytterligare skulle dock kunna leda till att företag börjar minska sina personalstyrkor i en relativt snabb takt. Det skulle i sin tur riskera att dämpa efterfrågan ytterligare och i förlängningen även ge en lägre inflation. En sådan utveckling skulle också kunna ha negativa återverkningar på bostadsmarknaden och innebära att såväl hushållens konsumtion som bostadsinvesteringarna utvecklas svagare än i prognosen.

Nivån på styrräntan har det senaste året varit högre än den varit på över ett decennium. Att den varit så hög skulle kunna leda hushållen till att ändra sitt beteende mer långvarigt. De skulle som en konsekvens kunna öka sitt försiktighetssparande och vilja bygga upp större buffertar än tidigare. Det skulle i sin tur kunna leda till att det dröjer

---

<sup>40</sup> För mer information kring omvärldens finanspolitik, se faktarutan "Finanspolitik i omvärlden" i denna rapport.

<sup>41</sup> Det finns redan nu indikationer på att riskpremier på statsobligationer i vissa europeiska länder har börjat stiga.



längre än väntat till dess att återhämtningen tar fart, vilket skulle påverka inflationen negativt.

Riksbanken har i tidigare rapporter konstaterat att återhämtningen går lite trögare än väntat. Detta skulle kunna vara ett tecken på att det tar längre tid för realekonomin att påverkas av räntesänkningarna än vad Riksbanken räknat med. Om så är fallet behövs inte nödvändigtvis en lättare penningpolitik, eftersom återhämtningen av ekonomin för en given ränta bara sker vid en senare tidpunkt. Men det skulle också kunna vara ett tecken på att den nivå på räntan som varken stramar åt eller stimulerar ekonomin är lägre än vad Riksbanken räknar med. I det fallet kommer ekonomin att fortsätta att utvecklas svagare än väntat framöver, och Riksbanken skulle behöva sänka styrräntan mer än i prognosen.

Utvecklingen skulle också kunna bli starkare än väntat framöver. Det skulle istället kunna vara ett tecken på att penningpolitiken är mer expansiv än vad Riksbanken räknar med. Det skulle kunna föranleda en högre styrränta i framtiden.

Nedan beskrivs två alternativa scenarier. Scenarierna illustrerar hur några av de risker som nämns i detta avsnitt skulle kunna påverka svensk ekonomi och prognosen för styrräntan.<sup>42</sup>

### **Scenario: handelshinder och ökad geopolitisk oro ger en högre inflation i Sverige**

En av de risker som nämns i detta avsnitt är att USA inför tullar mot Europa och resten av världen, och att övriga världen i sin tur svarar med tullar mot USA. Att något slags tullar från USA införs är troligt, men det är fortfarande mycket osäkert exakt vilka länder och sektorer som drabbas, hur stora tullarna blir och den exakta utformningen av dessa. I huvudscenariot görs inte några explicita antaganden om att tullar införs. Men i ett alternativscenario antas att USA inför tullar på 20 procent på all import, och att övriga världen svarar med importtullar i samma storlek på alla amerikanska varor. Forskare verksamma vid Peterson Institute for International Economics (PIIE) har tillsammans med medförfattare beräknat hur ett liknande scenario skulle påverka olika länders BNP och inflation.<sup>43</sup> Dessa beräkningar visar att en sådan politik skulle vara värre för USA än för Europa. Vi förlitar oss på resultat från deras studie i det alternativa scenariot.

Tullarna leder till en ineffektiv allokering av resurser, vilket gör att produktiviteten, och i förlängningen BNP, blir lägre. Men det leder också till högre importpriser, vilket dämpar efterfrågan i ekonomin ytterligare. De högre importpriserna påverkar svensk inflation direkt, men det leder också till att svenska företag möter högre insatsvarupriser. I kölvattnet av högre priser för direktimport, företags högre kostnader för

---

<sup>42</sup> Scenarierna baseras på simuleringar i Riksbankens makroekonomiska modell MAJA. I scenarierna används även bedömda effekter av penningpolitiken, liksom de som redovisas i analysen "Effekter av penningpolitiken" i *Penningpolitisk rapport*, september 2024.

<sup>43</sup> Se W.J. McKibbin, M. Hogan., M. Noland (2024), "The international economic implications of a second Trump presidency", *Working paper* 24-20, Peterson Institute for International Economics. En tidsjustering jämfört med studien från PIIE görs dock, då vi antar att tullarna implementeras först under andra kvartalet 2025.

insatsvaror och lägre produktivitet stiger den svenska inflationen (se ljusblå linje i diagram 42).

En tänkbar penningpolitisk respons illustreras av den ljusblå linjen i diagram 43. I scenariot stiger styrräntan endast måttligt. Den högre inflationen är tillfällig till sin karaktär, och den måste vägas mot en svagare realekonomisk utveckling och ett lägre inflationstryck framåt i tiden. Det är inte heller säkert att det är optimalt att möta införandet av tullar med en mer åtstramande penningpolitik. Inom den akademiska litteraturen finns studier som argumenterar för att en optimal penningpolitisk respons är en lägre ränta snarare än en högre, beroende på förutsättningarna.<sup>44</sup>

Effekterna på svensk realekonomi och inflation i scenariot är relativt dämpade, trots att tullarna höjs förhållandevis mycket. Det beror på att det inte antas några indirekta störningar som följd av handelskonflikten. Att inga sådana andrahandseffekter av tullarna skulle ske är inte särskilt troligt, men det gör det lättare att tydliggöra de direkta makroekonomiska effekterna av tullarna. I ett kompletterande alternativt scenario antas att handelskonflikten också får spridningseffekter i form av att den geopolitiska oron ökar ytterligare. En sådan ökad geopolitisk oro kan i sin tur leda till stigande råvarupriser och ännu mer protektionism, till exempel via att länder håller på sina strategiska varor i stället för att handla med dem.<sup>45</sup> I ett sådant scenario riskerar inflationen stiga ytterligare, samtidigt som realekonomin utvecklas ännu svagare (se de gula linjerna i diagram 42). Tendenserna till andrahandseffekter ökar när inflationen är markant högre än målet, och osäkerheten kring hur länge inflationen kommer att fortsätta vara hög blir också större. Detta kan leda till att den höga inflationen även påverkar inflationsförväntningarna på längre sikt.

En tänkbar penningpolitisk respons illustreras av den gula linjen i diagram 43. I scenariot höjs räntan för att bidra till att inflationen rör sig tillbaka ner mot målet, och för att motverka tendenserna till andrahandseffekter. I det här kompletterande scenariot höjs räntan betydligt mer än i scenariot där tullarna höjs men inte påverkar den geopolitiska situationen i övrigt. Responsen innebär att räntan höjs under 2025, vilket bidrar till att inflationen gradvis förs tillbaka mot målet 2026 och 2027.

### **Scenario: en lägre efterfrågan ger en lägre inflation**

I det andra alternativa scenariot blir efterfrågan lägre än i prognosen, med en lägre inflation som följd.

Det finns både inhemska risker och risker som härstammar från omvärlden som skulle kunna ge en ekonomisk utveckling som liknar den som målas upp i scenariot. Om ekonomin i omvärlden utvecklas svagare skulle svensk export påverkas negativt. Detta skulle kunna sprida sig till inhemsk efterfrågan dels via förtroendekanaler, dels via en högre arbetslöshet med en lägre inhemsk efterfrågan som följd. Om den svagare efterfrågeutvecklingen istället skulle vara i grunden inhemsk skulle kanalen gå via

<sup>44</sup> Se P.R. Bergin och G. Corsetti (2023), "The Macroeconomic Stabilization of Tariff Shocks: What is the Optimal Monetary Response?", *Journal of International Economics*. Vol 143, juli.

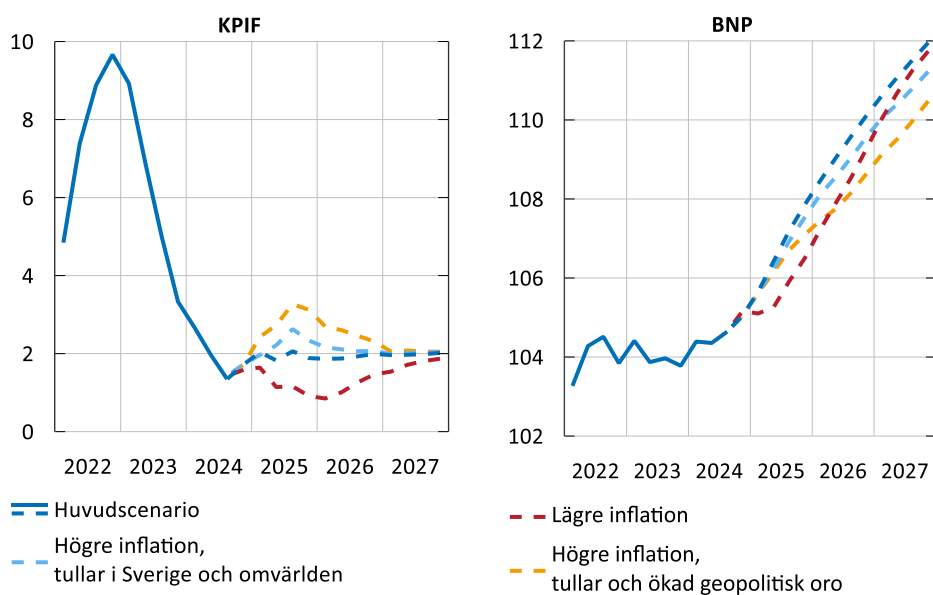
<sup>45</sup> Om beslut om tullar kommuniceras redan under första kvartalet 2025 så skulle den geopolitiska oron kunna påverka ekonomin redan innan den nya tullpolitiken implementerats. I det kompletterande alternativa scenariot antas just detta inträffa.

lägre efterfrågan till högre arbetslöshet, med en ännu lägre efterfrågan som följd. I båda fallen blir inflationen och BNP lägre än i prognosen (se röd linje i diagram 42).

En möjlig penningpolitisk respons visas i den röda linjen i diagram 43. I scenariot sänker Riksbanken räntan betydligt mer och snabbare än i prognosen, för att vända utvecklingen och stabilisera inflationen nära målet. Den lägre styrräntan stimulerar inhemsk efterfrågan. Konsumtionen och investeringarna återhämtar sig, och uppgången i arbetslösheten dämpas. Det bidrar i sin tur till att inflationen återigen stiger mot målet, för att vara tillbaka på 2 procent mot slutet av prognosperioden (se röd linje i diagram 42). Scenariot visar också vikten av att vara framåtblickande i penningpolitiken. I scenariot är KPIF-Inflationen fortsatt förhållandevis nära 2 procent under det första halvåret 2025. Men inkommande ekonomisk data och indikatorer på framtida inflation visar på svagheter i ekonomin framöver, och penningpolitiken reagerar då förhållandevis snabbt på dessa.

#### Diagram 42. Prognos och alternativscenarier för KPIF och BNP

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

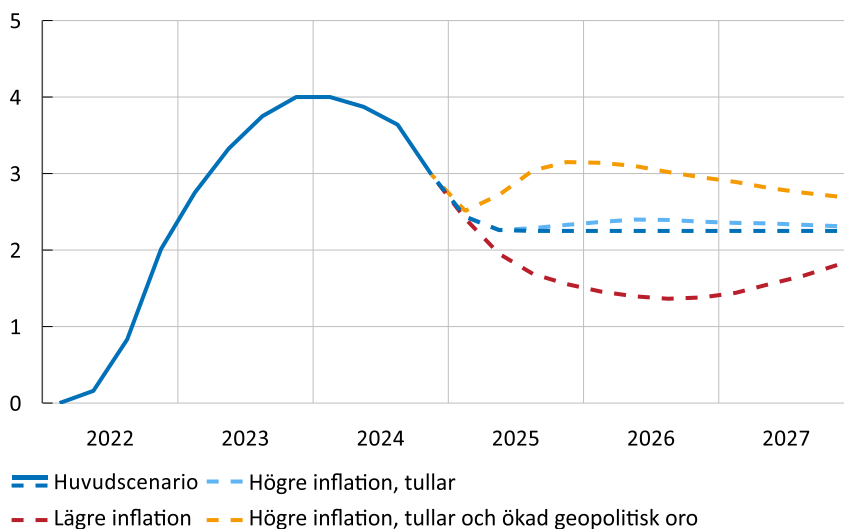


Anm. Heldragen linje avser utfall, och streckad linje avser prognoser och scenarier. Kvartalsmedelvärden. Säsongsrensade data (höger).

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 43. Prognos och alternativscenarier för styrräntan**

Procent



Anm. Heldragen linje avser utfall, och streckad linje avser prognoser och scenarier.

Avvikelserna från prognosen i de alternativa scenarierna är inte symmetriska, då de illustrerar den penningpolitiska responsen på specifika störningar till ekonomin. Asymmetrin ska därför inte nödvändigtvis tolkas som att Riksbanken ser riskerna som omgärdar prognoserna för styrräntan som obalanserade.

Källa: Riksbanken.

## ANALYS – Riksbankens bedömning av den långsiktiga neutrala räntan<sup>46</sup>

Neutral ränta definieras som den styrränta som varken har en stimulerande eller åtstramande effekt på ekonomin. När räntan är neutral uppnås balans i den reala ekonomin och på sikt stabiliseras även inflationen vid målet. Den neutrala räntan kan inte observeras utan man måste försöka bedöma var den ligger utifrån olika typer av information. Osäkerheten i bedömningarna begränsar deras användbarhet i praktisk politik. Riksbankens bedömning är att den långsiktiga neutrala räntan ligger i intervallet 1,5 till 3 procent.

Den neutrala räntan styrs av faktorer som centralbanker inte har något inflytande över, på lång sikt främst av globala sparande- och investeringsmönster. Dessa påverkas i sin tur av olika strukturella drivkrafter, exempelvis demografiska förändringar. Den neutrala räntan varierar över tid och kan inte avläsas i någon statistik, utan man måste försöka bedöma var den ligger genom att skatta modeller och genom att använda annan relevant information. Bedömningar av den neutrala räntan är därför förknippade med ett betydande mått av osäkerhet.

Den neutrala räntan är ett teoretiskt referensvärde som säger om penningpolitiken är stimulerande eller åtstramande. Avståndet mellan styrräntan och den neutrala räntan indikerar hur stimulerande eller åtstramande politiken är. Men det finns begränsningar när det gäller hur användbar den neutrala räntan är i den praktiska politiken. Skattningar av den neutrala räntan avser oftast den långsiktiga neutrala räntan, eller den neutrala räntans trend. Det gäller även den bedömning som presenteras i denna fördjupning. Bedömningen ger därmed framför allt information om Riksbankens förväntningar om ränteläget på lång sikt. Även om denna i hög grad påverkas av relativt trögrörliga globala faktorer är den i sig osäker.

Ekonomin påverkas dessutom på kort sikt av olika faktorer, som kan få den neutrala räntan att bli högre eller lägre än den långsiktiga under ett antal år. Exempelvis kan finanspolitiken i ett land under en period vara expansiv, vilket får efterfrågan och inflationen att stiga. Allt annat lika kommer då den normala styrräntan, den neutrala räntan på kort sikt, att under en tid ligga på en högre nivå. Avståndet mellan styrräntan och den långsiktiga neutrala räntan är i ett sådant läge inte ett lämpligt mått på hur expansiv eller åtstramande penningpolitiken är. Dessa mer kortsiktiga förändringar i den neutrala räntan är genuint svåra att skatta. Vid varje beslutstillfälle behöver centralbanken därför göra en bedömning av vilken penningpolitik som för

<sup>46</sup> För mer fördjupande diskussioner och analyser kring hur Riksbanken ser på den neutrala räntan, se A. Seim (2024), "Neutral ränta – betydelse, begränsningar och bedömning", anförande vid Sveriges riksbank, 26 november, C. Flodberg (2024) "Strukturella faktorer bestämmer ränteläget på längre sikt", *Ekonomisk kommentar* Nr. 5, Sveriges riksbank, H. Lundvall, I. Strid och D. Vestin, "The neutral rate of interest – theory and evidence for Sweden", kommande *Staff memo*, Sveriges riksbank, och V. Corbo och I. Strid, "Prognoser och narrativ för styrräntan i en makroekonomisk modell med realräntetrend", kommande *Staff memo*, Sveriges riksbank.

ögonblicket behöver bedrivas för att ekonomin ska utvecklas i linje med prognoserna, som visar den önskade utvecklingen av inflationen och realekonomin. Man behöver också löpande läsa av effekterna av penningpolitiken på ekonomin för att utvärdera om politiken är så expansiv eller åtstramande som man räknat med.

### Neutralräntans långsiktiga nivå

Trenden i den neutrala räntan har varit nedåtgående från ungefär mitten av 1990-talet, och nådde i början av 2020-talet historiskt låga nivåer. Nedgången avspeglar i huvudsak trender och strukturella förändringar i globala sparande- och investeringsmönster. Olika förklaringar till detta tillskrivs olika stor vikt i olika studier.<sup>47</sup>

Den trendmässiga nedgången i den neutrala räntan har påverkat förutsättningarna för penningpolitiken. För att penningpolitiken ska kunna hålla inflationen vid målet har styrräntorna runt om i världen behövt sänkas till allt lägre nivåer för varje konjunkturcykel. Detta förklarar varför många centralbanker, däribland Riksbanken, satte sina styrräntor till noll eller negativa värden före de senaste årens period med högre inflation.

Det pågår idag en internationell diskussion om den långsiktiga neutrala räntans troliga utveckling framöver. Några menar att de drivkrafter som bidrog till att sänka nivån inte har mattats av, och att den därför kommer att vara fortsatt låg. Andra menar att den långsiktiga neutrala räntan har stigit något, eller kommer att göra det framöver. Exempel på skäl till detta kan vara att man räknar med att det kommer att behövas omfattande strukturella investeringar för att klara klimatomställningen, och att försvarsutgifterna behöver öka i en allt mer osäker värld. Men forskare och andra analytiker är i varje fall för närvarande relativt eniga om att den neutrala räntan inte kommer att stiga kraftigt och komma tillbaka till de nivåer som rådde för några decennier sedan.<sup>48</sup>

Riksbanken har genom åren kommenterat den neutrala räntan i tal och rapporter. Kommunikationen har mestadels handlat om den trendmässiga nedgången i den neutrala räntan och implikationerna för penningpolitiken. En siffersatt bedömning gjordes senast i en fördjupning i den penningpolitiska rapporten i februari 2017. Slutsatsen då var att styrräntan på lång sikt kunde väntas ligga mellan 2,5 och 4 procent.<sup>49</sup> Denna bedömning var en nedrevidering från tidigare skattningar, och avspeglade att svenska inhemska räntor i stor utsträckning påverkas av internationella skeenden och att räntorna hade fallit trendmässigt världen över. Riksbanken kommunicerade sedan 2019 och 2022 att nivån sannolikt låg i den nedre delen av, eller något under, intervallet från 2017, det vill säga att den långsiktiga neutrala räntan hade fortsatt att sjunka sedan dess.

<sup>47</sup> För en genomgång av drivkrafterna för nedgången, se H. Lundvall (2023), "Drivkrafter bakom globala trender i den neutrala räntan", Bilaga 2 till *Långtidsutredningen 2023*, SOU 2023:87.

<sup>48</sup> Det bör dock noteras att det för några decennier sedan var få som förutsåg den kraftiga nedgången i den neutrala räntan.

<sup>49</sup> Se fördjupningen "Reporäntan på lång sikt" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2017, Sveriges riksbank.

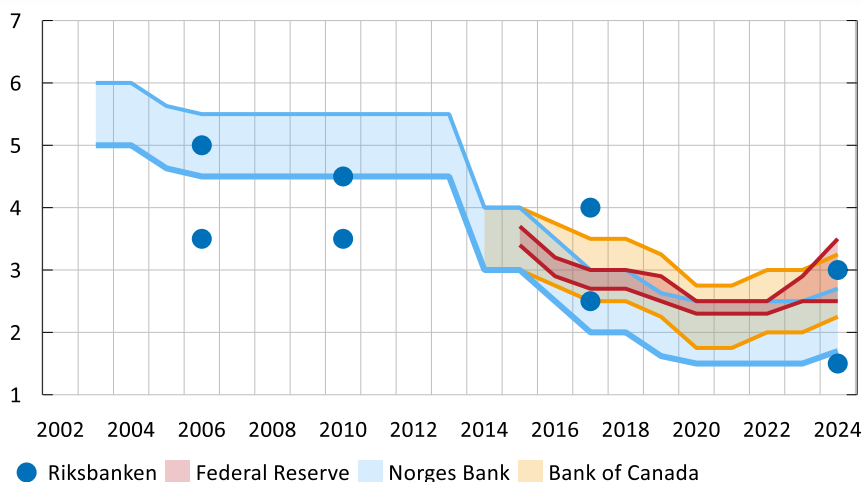
Under året som gått har Riksbanken gått igenom internationella studier, bedömningar från andra centralbanker, information från finansiella marknader – såväl från pris-sättningen på finansiella instrument som enkäter – och skattat tongivande modeller i litteraturen om neutral ränta på svenska data.<sup>50</sup>

Baserat på denna analys bedömer Riksbanken att den långsiktiga neutrala räntan, och därmed den långsiktigt normala styrräntan, troligen ligger mellan 1,5 och 3 procent. Det är en procentenhet lägre än det intervall som Riksbanken publicerade 2017 och en konkretisering av kommunikationen från 2019 och 2022. Diagram 44 visar hur bedömningen förhåller sig till de bedömningar som görs av Norges Bank, Bank of Canada och amerikanska Federal Reserve.<sup>51</sup>

Bedömningarna är ungefär i linje med varandra. Eftersom bedömningarna för de andra länderna har gjorts mer kontinuerligt framgår det att de nådde sin lägsta nivå i början av 2020-talet i samband med pandemin. Det finns en tendens till att bedömningarna därefter har stigit något, men förändringen är jämförelsevis liten.

**Diagram 44. Riksbankens och andra centralbankers bedömningar av neutral ränta**

Procent



Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken.

Intervallat avspeglar den osäkerhet som finns i uppskattningar av den långsiktiga neutrala räntan. Man ska vara medveten om att styrräntan kan bli både betydligt högre och betydligt lägre än intervallat. Med ett intervall på 1,5–3 procent går det därför exempelvis inte att utesluta att styrräntan periodvis behöver sänkas till nivåer

<sup>50</sup> En mer detaljerad genomgång finns i H. Lundvall, I. Strid och D. Vestin, "The neutral rate of interest – theory and evidence for Sweden", kommande *Staff memo*, Sveriges riksbank.

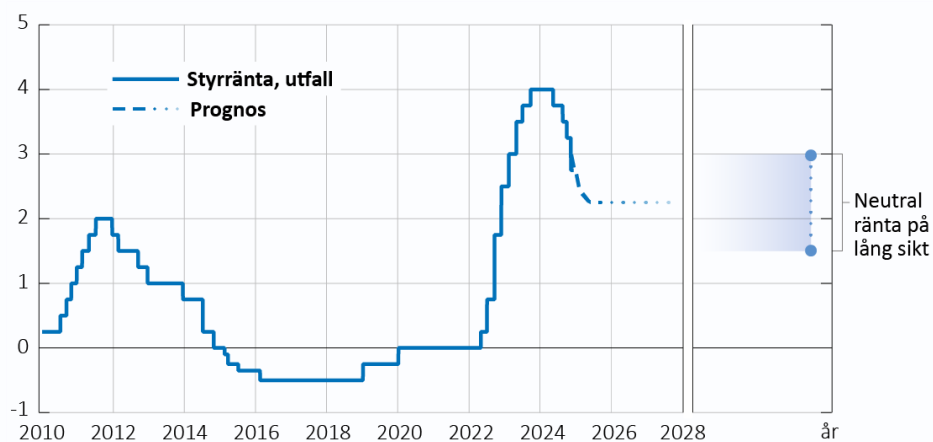
<sup>51</sup> Bedömningen för Norges bank är hämtade från fördjupningen "Anslag på nøytral realrente", *Pengepolitisk rapport 2/2023*. För Bank of Canada kommer estimaten från publikationerna "Potential output and the neutral rate in Canada", "The neutral rate in Canada" och "Monetary Policy report". För Federal Reserve är intervallat beräknat som skillnaden mellan den högsta och lägsta bedömningen av styrräntan på lång sikt som ledamöterna i Federal Open Market Committee gör (de så kallade "dot plots"), med de tre högsta och de tre lägsta bedömningarna borträknade. Riksbankens tidigare estimat kommer från fördjupningarna "Vad är en normal nivå på reporäntan?" i *Inflationsrapport*, 2006:2, "Vad är en normal reporänta?" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2010 och "Reporäntan på lång sikt" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2017, Sveriges riksbank.

kring noll. Vid en recession eller djup lågkonjunktur då inflationen är långt under målet är en räntesänkning med 1,5 till 3 procentenheter inte särskilt exceptionell. På motsvarande sätt kan styrräntan periodvis behöva höjas betydligt över 3 procent för att bli tillräckligt åtstramande när detta krävs.

Diagram 45 illustrerar tanken bakom intervallet för den långsiktiga neutrala räntan. Det är en bedömning av vad en normal styrränta kommer att vara på lång sikt. Intervallet illustrerar osäkerheten i bedömningen.

**Diagram 45. Intervall för neutral ränta på lång sikt**

Procent



Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad/prickad linje avser Riksbankens prognos och prickad vertikal linje samt skuggat område visar den osäkerhet som omgärdar prognosen för styrräntan på längre sikt.

Källa: Riksbanken.



# Prognostabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

## Tabell 1. Styrränteprognoz

Procent, kvartalsmedelvärden

	2024kv3	2024kv4	2025kv1	2025kv4	2026kv4	2027kv4
<b>Styrräntan</b>	3,64 (3,64)	2,99 (3,11)	2,44 (2,61)	2,25 (2,25)	2,25 (2,25)	2,25

Källa: Riksbanken.

## Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2023	2024	2025	2026	2027
<b>KPIF</b>	6,0 (6,0)	1,9 (1,7)	2,0 (1,6)	1,9 (1,9)	2,0
<b>KPIF exkl, energi</b>	7,5 (7,5)	2,7 (2,6)	2,2 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0
<b>KPI</b>	8,5 (8,5)	2,9 (2,7)	0,6 (0,4)	1,8 (1,7)	2,0
<b>HIKP</b>	5,9 (5,9)	2,0 (1,8)	2,0 (1,5)	1,9 (1,9)	2,0

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

Källor: SCB och Riksbanken.

## Tabell 3. BNP och efterfrågan

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Hushållens konsumtion</b>	-2,2 (-2,3)	0,2 (0,1)	2,6 (2,8)	2,9 (2,9)	2,0
<b>Offentlig konsumtion</b>	1,4 (0,7)	1,2 (1,2)	1,3 (1,3)	1,3 (1,3)	0,9
<b>Fasta bruttoinvesteringar</b>	-1,5 (-1,4)	-1,5 (-2,2)	2,4 (1,8)	3,7 (3,6)	2,4
<b>Lagerinvesteringar*</b>	-1,5 (-1,4)	0,5 (0,1)	0,1 (-0,2)	0,0 (0,0)	0,0
<b>Export</b>	3,2 (3,2)	2,0 (2,0)	2,3 (2,3)	3,7 (3,6)	3,8
<b>Import</b>	-1,1 (-1,1)	2,0 (0,4)	3,3 (2,5)	4,0 (4,0)	3,4
<b>BNP</b>	-0,2 (-0,3)	0,6 (0,8)	1,8 (1,9)	2,6 (2,5)	2,1
<b>BNP, kalenderkorrigerad</b>	0,0 (-0,1)	0,6 (0,8)	2,1 (2,1)	2,4 (2,3)	1,8
<b>Slutlig inhemsk efterfrågan*</b>	-1,0 (-1,2)	0,1 (-0,2)	2,1 (2,0)	2,6 (2,5)	1,7
<b>Nettoexport*</b>	2,3 (2,3)	0,1 (0,9)	-0,4 (0,0)	0,0 (0,0)	0,3
<b>Bytesbalans (NR), procent av BNP</b>	6,7 (6,2)	6,8 (7,4)	6,5 (7,9)	6,9 (8,3)	7,5

\* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

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

Källor: SCB och Riksbanken.

**Tabell 4. Produktion och sysselsättning**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Folkmängd, 15-74 år</b>	0,5 (0,5)	0,1 (0,1)	0,3 (0,3)	0,3 (0,3)	0,3
<b>Potentiell sysselsättning</b>	0,9 (0,9)	0,9 (0,9)	0,8 (0,8)	0,7 (0,7)	0,6
<b>Potentiellt arbetade timmar</b>	1,0 (1,0)	1,0 (1,0)	0,9 (0,9)	0,8 (0,8)	0,6
<b>Potentiell BNP</b>	1,7 (1,7)	1,7 (1,7)	1,7 (1,7)	1,6 (1,6)	1,5
<b>BNP, kalenderkorrigerad</b>	0,0 (-0,1)	0,6 (0,8)	2,1 (2,1)	2,4 (2,3)	1,8
<b>Arbetade timmar, kalenderkorrigerad</b>	1,4 (1,4)	-0,4 (-0,1)	0,4 (0,6)	1,4 (1,2)	1,1
<b>Sysselsatta</b>	1,4 (1,4)	-0,6 (-0,4)	0,1 (0,4)	1,3 (1,0)	1,2
<b>Arbetskraft</b>	1,6 (1,6)	0,1 (0,3)	0,1 (0,4)	0,9 (0,7)	0,8
<b>Arbetslöshet*</b>	7,7 (7,7)	8,4 (8,4)	8,4 (8,4)	8,0 (8,0)	7,7
<b>Sysselsättningsgap**</b>	0,8 (0,8)	-0,7 (-0,5)	-1,4 (-0,9)	-0,8 (-0,6)	-0,2
<b>Tim-gap**</b>	0,7 (0,6)	-0,7 (-0,5)	-1,2 (-0,7)	-0,6 (-0,3)	-0,1
<b>BNP-gap**</b>	-0,2 (-0,2)	-1,4 (-1,2)	-1,0 (-0,8)	-0,3 (-0,1)	0,0

\* Procent av arbetskraften

\*\* Procentuell avvikelse från Riksbankens bedömda potentiella nivåer

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

Källor: SCB och Riksbanken.

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

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Timlön, KL</b>	3,8 (3,8)	4,0 (3,9)	3,6 (3,6)	3,6 (3,6)	3,4
<b>Timlön, NR</b>	3,8 (3,8)	4,0 (4,1)	3,6 (3,6)	3,6 (3,6)	3,3
<b>Arbetskostnad per timme, NR</b>	5,3 (5,4)	4,5 (4,2)	3,6 (3,6)	3,6 (3,6)	3,3
<b>Produktivitet</b>	-1,4 (-1,5)	1,1 (0,9)	1,7 (1,4)	1,0 (1,1)	0,7
<b>Arbetskostnad per producerad enhet</b>	6,9 (7,1)	3,5 (3,3)	2,0 (2,1)	2,6 (2,4)	2,6

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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken.

**Tabell 6. Internationella prognoser**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2023	2024	2025	2026	2027
Euroområdet	0,11	0,46	0,5 (0,5)	0,8 (0,8)	1,0 (1,3)	1,3 (1,3)	1,2
USA	0,16	0,08	2,9 (2,5)	2,7 (2,6)	2,2 (1,5)	2,1 (1,9)	1,9
Kina	0,19	0,10	5,5 (5,6)	4,6 (4,8)	4,4 (4,3)	4,2 (4,1)	3,9
KIX-vägd	0,75	1,00	1,6 (1,5)	1,8 (1,7)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	3,3 (3,2)	3,2 (3,2)	3,2 (3,2)	3,3 (3,2)	3,2

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

KPI	2023	2024	2025	2026	2027
Euroområdet (HIKP)	5,4 (5,4)	2,3 (2,4)	2,0 (2,0)	1,8 (2,0)	2,0
USA	4,1 (4,1)	2,9 (2,8)	2,4 (2,0)	2,2 (2,2)	2,3
KIX-vägd	5,6 (5,6)	3,1 (3,1)	2,6 (2,6)	2,4 (2,4)	2,4

	2023	2024	2025	2026	2027
Styrränta i omvärlden, procent	3,6 (3,6)	4,1 (4,1)	2,7 (3,1)	2,4 (2,7)	2,4
Råoljepris, USD/fat Brent	82,1 (82,1)	79,6 (80,0)	71,6 (71,7)	69,7 (70,4)	68,8
Svensk exportmarknad	0,5 (1,0)	1,2 (0,7)	3,1 (3,3)	3,3 (3,3)	3,3

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

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

**Tabell 7. Finansiella prognoser i sammanfattning**

Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2023	2024	2025	2026	2027
Riksbankens styrränta	3,5 (3,5)	3,6 (3,7)	2,3 (2,4)	2,3 (2,3)	2,3
10-årsränta	2,5 (2,5)	2,2 (2,2)	2,0 (2,0)	1,9 (1,9)	1,9
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	127,5 (127,5)	126,0 (125,3)	125,9 (122,4)	121,8 (118,6)	117,8
Offentligt finansiellt sparande, procent av BNP	-0,8 (-0,6)	-1,6 (-1,6)	-1,3 (-1,1)	-0,8 (-0,6)	-0,5

Källor: SCB och Riksbanken.



**SVERIGES RIKSBANK**

Tel 08 - 787 00 00

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

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

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK