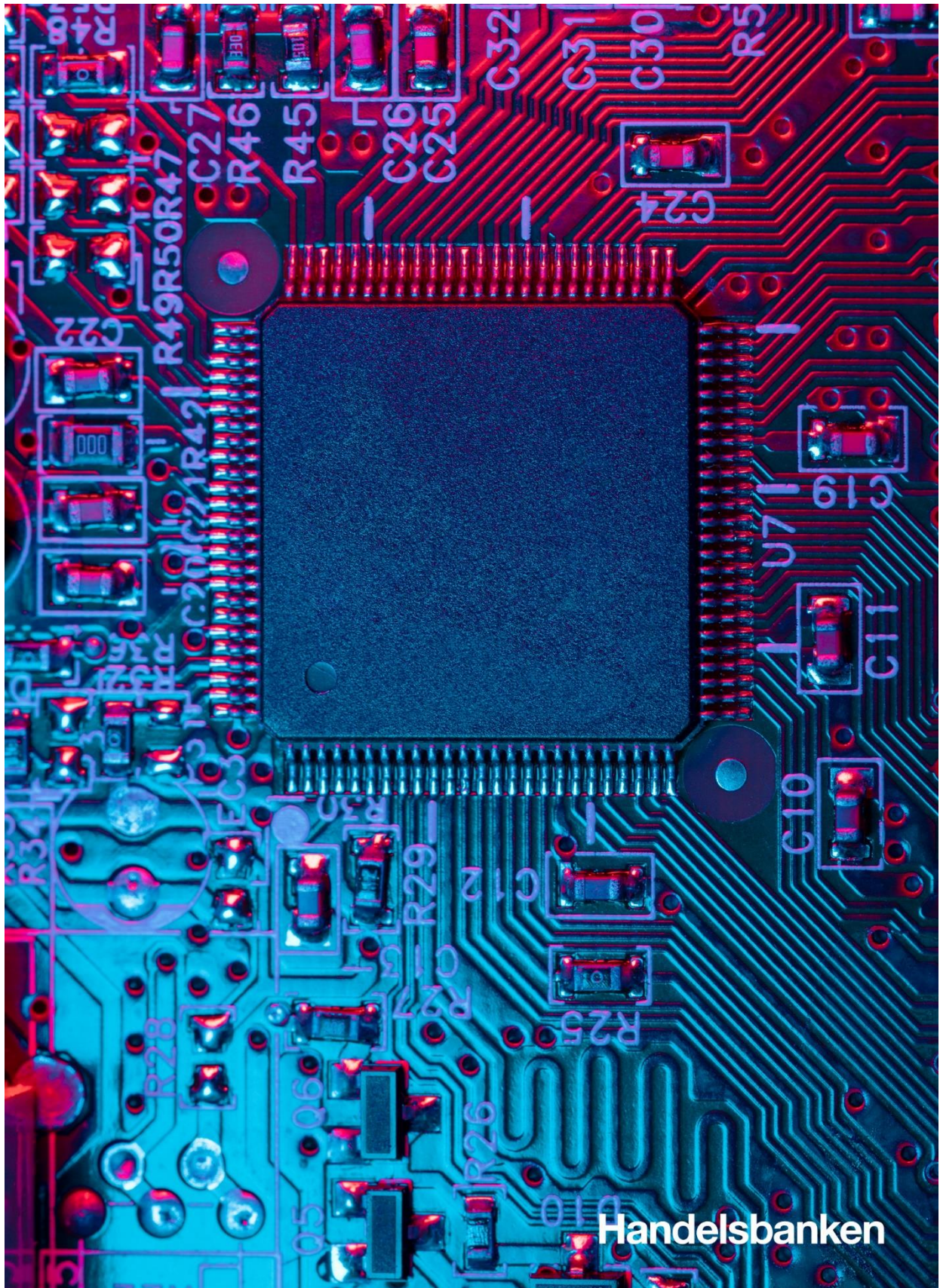
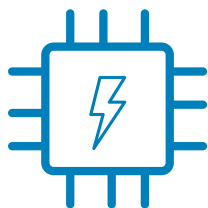


Konjunkturprognosen



Mot mjuklandningen, och vidare!

- › Svensk ekonomi befinner sig i en mild lågkonjunktur, men går mot ljusare tider: Hushållens stärkta köpkraft, räntesänkningar och expansiv finanspolitik bidrar till en återhämtning från och med andra halvåret.
- › Lägre inflation öppnade dörren för en tidig räntesänkning, men nu tar Riksbanken det försiktigt - två ytterligare räntesänkningar i år.
- › Hushållens optimism lyfter, aktiviteten på bostadsmarknaden har vaknat och vi räknar med att bostadspriserna stiger i takt med inkomsterna.
- › Långsikten: AI har potential att höja produktiviteten, men risk för turbulens på arbetsmarknaden under omvandlingen. Högre produktivitet ger högre ränta än vad som varit normalt under 2010-talet.



Utsikter för svensk ekonomi	Kortsikten	Medelsikten
TILLVÄXT	↗	↑
ARBETSLÖSHET	→	↘
INFLATION	↘	→
RIKSBANKENS STYRRÄNTA	↘	↘
LÅNGRÄNTA	↘	→
BOSTADSPRISER	↗	↗
SVENSKA KRONAN	↗	↗

Anm.: Pilar avser ungefärlig riktning jämfört med föregående period. Kortsikten avser närmaste året, medelsikten avser 2–3 års sikt. För svenska kronan avser pil uppåt en förstärkning mot euron (dvs. lägre EUR/SEK-kurs).

Källa: Handelsbanken

Innehåll

Globalt

Global Bakgrund: En mjuklandningshistoria – sista akten	4
Temaartikel Artificiell Intelligens: AI kan ge betydande produktivitetsvinster	10
Temaartikel Räntor: Fenix eller Ikaros, hur tolkar vi räntelyftet?	13

Sverige

Ljusare konjunkturutsikter.....	17
Konsumtion och bopriser ökar igen	20
Riksbankens räntesänkingsläge besvärligt	24
Temaartikel Kronan: Vart är kronan på väg?.....	26
Nyckeltal.....	31
Ansvarsfriskrivningar.....	34

Global bakgrund

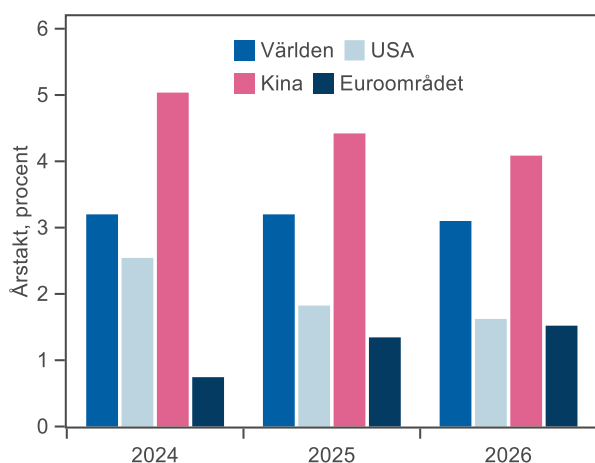
En mjuklandningshistoria – sista akten

En i det närmaste perfekt normalisering närmar sig med inflation som närmar sig målet och avtagande stramhet på arbetsmarknader. Det banar väg för centralbankerna att börja lätta på penningpolitiken samtidigt som arbetslösheten förblir låg. Däremot behöver centralbankerna mer bevis på att ökningstakten i priser och löner är förenlig med inflationsmålet och vi håller fast vid att de kommer att gå försiktigt fram. Vi räknar med att ECB sänker räntan i juni medan Fed ligger kvar till september, följt av en långsam räntesänkingscykel som slutar på 2,0 procent för ECB under första halvåret 2026, medan Fed når 3,00–3,25 procent i slutet av samma år. Det bidrar till att inflationen stabiliseras kring målet nästa år samtidigt som ökningen i arbetslösheten blir begränsad. Vi ser fortsatt en risk för en hårdlandning då inflationen ligger kvar över målet och normaliseringen av penningpolitiken knappt har inletts, samtidigt som det finns en stor osäkerhet kring geopolitiska spänningar och global ekonomisk fragmentering.

På god väg mot en mjuklandning...

- En mjuklandning har gått från att vara ett drömscenario till att vara det mest väntade utfallet.
- Obalanserna i den globala ekonomin har avtagit och inflationen närmar sig målet, samtidigt som arbetslösheten har förblivit låg.
- Men arbetskostnadstrycket är fortsatt högt.
- En försiktig normalisering av penningpolitiken säkerställer att inflationen återgår till målet H1 2025, samtidigt som det bidrar till att upprätthålla ekonomisk aktivitet.
- Tillväxten i lönekostnader avtar i takt med att arbetsmarknaden svalnar.
- Global BNP växer med drygt 3 procent per år 2024–2026. Tillväxten stiger gradvis från låga nivåer i euroområdet. I USA är konjunkturläget starkare och tillväxten dämpas från höga nivåer.
- Kinesisk BNP-tillväxt avtar gradvis. Ekonomin präglas av en fastighetskris och strukturella utmaningar (se "Gradvis lägre tillväxt i Kina").

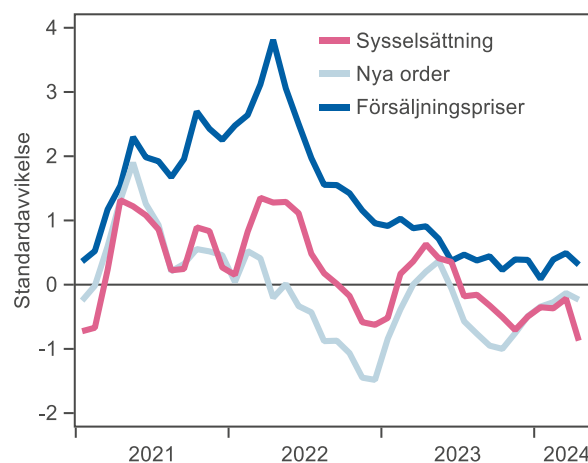
BNP-tillväxt



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Den senaste tidens statistik bekräftar inflationsnedgången och motståndskraften i ekonomisk aktivitet. Arbetslösheten på båda sidor av Atlanten har legat nära rekordlåga nivåer och löneindikatorer signalerar fortsatt avtagande löneökningar. Det tyder på att en mild uppgång i arbetslösheten kan vara tillräcklig för att löneökningarna ska avta till en nivå som är i linje med inflationsmålet. Ett förbättrat stämmningsläge bland företag och hushåll i kombination med förankrade inflationsförväntningar är delvis självuppfyllande och en viktig förutsättning för mjuklandningen.

Globalt inköpschefsindex



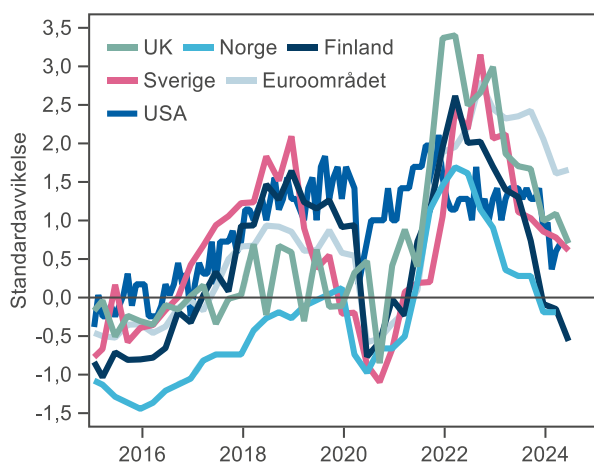
Källor: Macrobond och Handelsbanken

Inflationsnedgången stöds av att ökningstakten i globala producentpriser är fortsatt låg. Därtill har uppgången i de globala energi- och fraktpriserna varit måttliga, trots kriget mellan Israel och Hamas samt Huthirebellernas attacker i Röda havet.

...men utmaningar kvarstår

Det har skett en tydlig avkyllning på arbetsmarknaden i många länder, vilket återspeglas i sjunkande vakansgrader och färre företag som rapporterar brist på arbetskraft och att sysselsättningsplanerna har sjunkit enligt PMI. Det är dock fortfarande svårare än normalt att tillsätta vakanser i många länder och lönetrycket fortsätter att vara ett problem i den pågående inflationsnedgången. Inflationsindikatorer som PMI-index för produktionspris har legat kvar något över nivåerna före pandemin, särskilt i tjänstesektorn, efter den kraftiga nedgången under 2022 och första halvåret 2023. Prisindikatorer är också generellt förhöjda i förhållande till produktionsindikatorer, vilket signalerar att det finns en risk för större prisökningar om den ekonomiska aktiviteten stärks.

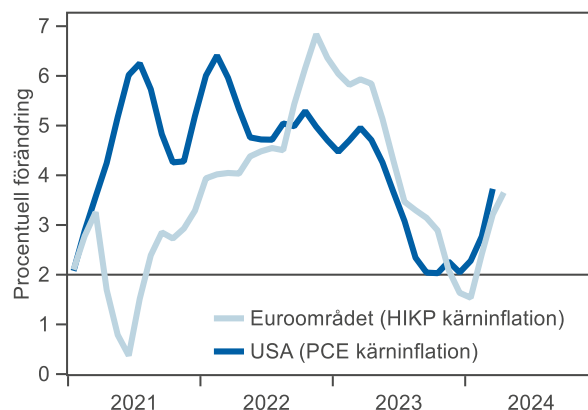
Indikatorer på arbetskraftsbrist



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Den senaste tidens inflationsutfall är också tvetydiga beträffande utsikterna för den "sista milen" i inflationsnedgången. Kärninflationen i euroområdet och USA, mätt som genomsnittspriser under de senaste tre månaderna jämfört med föregående tre månader, låg mellan 3–4 procent i april, med högre tjänsteinflation och fortsatt tydligt lägre varuinflation.

Momentum stiger i kärninflationen



Anm.: Rullande tre månader över föregående tre månader, uppräknad till motsvarande årstakt.

Källor: Macrobond och Handelsbanken

Starkare ekonomi i USA än euroområdet

I euroområdet har inflationen minskat till priset av stagnerande BNP i takt med att den åtstramande penningpolitiken har fått genomslag i ekonomin, vilket bland annat återspeglas i fallande bostadsinvesteringar, hög sparkvot och långsam konsumtionstillväxt. Den amerikanska ekonomin har däremot fortsatt att leverera robust tillväxt, med stöd av finanspolitisk stimulans och hushåll som gräver djupare i sina besparingar jämfört med före pandemin. En förklaring till varför den amerikanska ekonomin har kunnat expandera parallellt med en avsvalnande stramhet på arbetsmarknaden är en förvånansvärt stor invandringsdriven arbetskraftstillväxt. Det finns dock även tecken på att resursutnyttjandet i amerikansk ekonomi fortsatt är ansträngt och den senaste tidens inflationsutveckling har rest vissa frågetecken kring vilken tillväxt, och vilken styrränta, som är förenlig med att inflationen återgår till målet.

Minskat utrymme för prishöjningar

Företagens prissättningsmakt stärktes under 2021–2022 då expansiv politik drev efterfrågan medan flaskhalsar begränsade utbudet, vilket ledde till stora obalanser mellan utbud och efterfrågan. Den allmänna höginflationsmiljön, och dess koppling till pandemin och Rysslands invasion av Ukraina, bidrog förmodligen också till en större acceptans för prisökningar. Alla bidragande faktorer har gradvis normaliserats och den åtstramande penningpolitiken fortsätter att tynga efterfrågan.

Både löner och vinstmarginaler ökar nu långsammare än tidigare. Vi förväntar oss att företagen kommer att göra större nedjusteringar än löntagarna under 2024. Detta är en nyckel till mjuklandningen eftersom det möjliggör en mer gradvis normalisering av löneökningarna parallellt med att företagen behåller sin personal, vilket dämpar ökningen av arbetslösheten. I takt med att lägre tillväxt i vinstmarginaler fortsätter att bidra till lägre inflation kommer löntagarna att acceptera lägre nominella löneökningar, vilket skapar en positiv återkoppling i den fortsatta inflationsnedgången.

Företagen håller fast i sin personal...

Många företag i både Europa och USA har behållit eller till och med utökat sin personalstyrka trots svaga utsikter för efterfrågan, höga nominella löneökningar och avtagande prissättningsmakt. Detta beror delvis på att företagen har fyllt vakanser efter att ha legat efter med anställningar, men även på att de hamstrar personal efter att ha blivit brända av den senaste tidens rekryteringsproblem. Vi tror att hamstring av arbetskraft samtidigt är en återspeglning av, och en faktor som bidrar till, arbetskraftsbrist.

...vilket stöder hushållens efterfrågan

Företagens hamstring av arbetskraft i kombination med fortsatt höga löneökningar upprätthåller hushållens nominella disponibelinkomster, samtidigt som inflationen inte längre gröper ur den reala köpkraften. Tillsammans med (förväntningar om) gradvisa räntesänkningar, som stärker hushållens tro på en mjuklandning, bidrar det till att stödja hushållens konsumtion och bostadsmarknaden. Detta understryker samtidigt utmaningen för penningpolitiken eftersom företagen kan svara på hushållens förbättrade efterfrågan genom att föra över kostnader för att skydda marginaltillväxten.

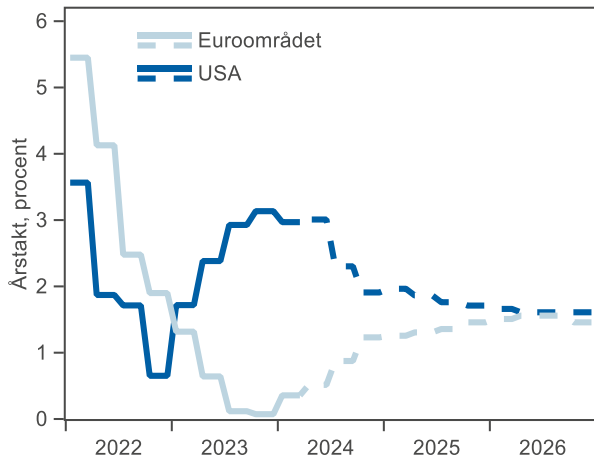
Ekonomisk aktivitet normaliseras

Vi bedömer att resursutnyttjandet i både euroområdet och USA är nära balans efter den överhettning som följde efter pandemin och som nådde sin topp 2021. I euroområdet räknar vi med att BNP-tillväxten gradvis ökar och att BNP växer något över trend 2025–2026, i takt med att en normalisering av penningpolitiken stödjer en ökad efterfrågan som tar ekonomin tillbaka till jämvikt. Det motsvarar en BNP-tillväxt som stiger från 0,8 procent 2024 till cirka 1,5 procent 2025–2026. En normalisering av resursutnyttjandet i den amerikanska ekonomin innebär däremot att BNP-tillväxten bromsar in och växer långsammare än trend 2025–2026. Det motsvarar en BNP-tillväxt som gradvis dämpas från 2,5 procent i år till 1,6 procent 2026.

Gradvis lägre tillväxt i Kina

- Den kinesiska ekonomin brottas med en fastighetskris som har starka kopplingar till övriga delar i ekonomin. Utmaningarna inkluderar hög skuldsättning för fastighetsbolag och lokala myndigheter, samt en avtagande demografisk efterfrågan. Många år av investeringsdriven tillväxt bidrar till lägre avkastning på kapital och ett behov av mer konsumtionsledd efterfrågan.
- Hushållen har ackumulerat besparingar under många år och avsaknad av reformer i de sociala trygghetssystemen bidrar till fortsatt återhållsamhet. Dessutom har hushållens förtroende försämrats ytterligare i spåren av den strikta nolltoleranspolitiken mot covid-19 och den negativa förmögenhetseffekten till följd av fallande bostadspriser.
- Sammantaget bidrar dessa faktorer till att Kinas BNP-tillväxt gradvis minskar framöver. Även årets tillväxtmål på 5 procent framstod som ambitiöst, men en stark start på året gör att det är inom räckhåll. Framöver räknar vi dock med att BNP-tillväxten gradvis dämpas till 4,5 procent 2025 och 4,2 procent 2026.
- Den produktionsinriktade tillväxtstrategin innebär att effekterna på det globala utbudet kan bli större än efterfrågeeffekterna. I vissa avseenden är ett ökat utbud av produkter inom viktiga industrier som grön energi, batterier och elfordon goda nyheter för konsumenter över hela världen.
- Det finns dock också farhågor kring orättvisa subventioner, vilket dels kan hämma produktionen i andra delar av världen, dels bidra till handelskonflikter. Det finns vissa tecken på överutbud i Kinas tillverkningsindustri, till exempel stigande lager och fallande producentpriser. Detta är delvis en cyklisk effekt som speglar nedgången i fastighetssektorn och svag global efterfrågan.
- Den döljer också stora skillnader mellan företag, med hög effektivitet inom marknadsledande företag. Dessutom anses den globala efterfrågan inom de kinesiska "tre nya" industrierna – elfordon, litiumbatterier och solpaneler – allmänt vara stabil. Utan en mer inhemsk konsumtionsdriven tillväxt finns det dock en risk för strukturell överkapacitet, felallokering av resurser och deflation.

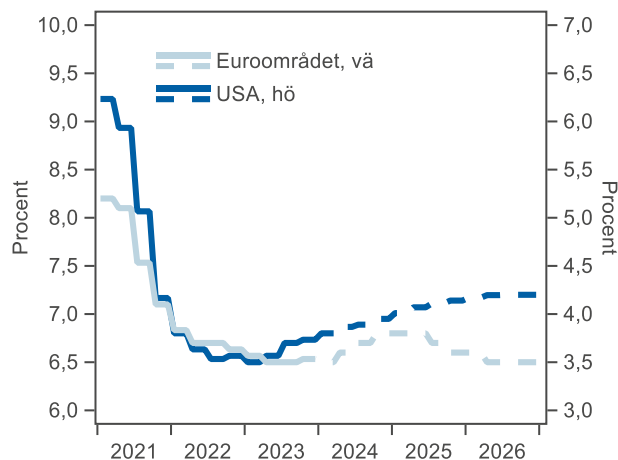
BNP-prognos



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Det finns en betydande osäkerhet i bedömningen av både resursutnyttjandet och trendtillväxten, och därmed även vilken tillväxt som är förenlig med att inflationen stabiliseras vid målet. Indikatorer som speglar aktivitet och priser i den globala tillverkningsindustrin – t.ex. produktion, kapacitetsutnyttjande, företagens förtroende, producentpriser och konsumentvarupriser – tyder på att det finns outnyttjad kapacitet för att möta en starkare efterfrågan. När det gäller tjänstesektorn tyder dock rapporter om fortsatt brist på arbetskraft och fortsatt höga prisökningar på relativt högt resursutnyttjande. Den trendmässiga tillväxten bedöms vara cirka 1,3 procent i euroområdet och knappt 2 procent i USA. Även om det finns potential för AI-teknik att öka produktivitetstillväxten (se temaartikel om Artificiell intelligens), finns det också en rad faktorer som verkar i motsatt riktning, såsom geopolitiska spänningar, global ekonomisk fragmentering och energiförsörjning.

Arbetslöshetsprognos



Källor: Macrobond och Handelsbanken

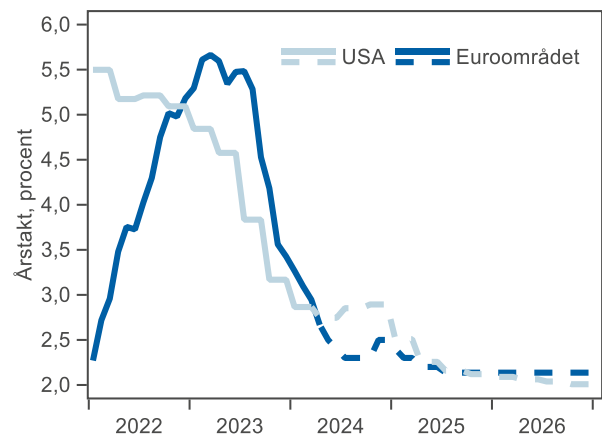
Mild uppgång i arbetslösheten

Hamstringen av personal innebär att företagen kommer att ha viss kapacitet att kommande år möta växande efterfrågan med färre anställningar. Det bidrar till en cyklisk uppgång i produktivitetstillväxten men också till stigande arbetslöshet den närmaste tiden. Produktiviteten gynnas även av en effektivare allokering av arbetskraft och kapital i takt med att de sista kvardröjande effekterna av flaskhalsar och brist avtar. Effekten bedöms vara begränsad men bidrar till en mjukare normalisering av ekonomin eftersom det mildrar den ökning av arbetslösheten som krävs för att dämpa tillväxten i enhetsarbetskraftskostnaderna. I euroområdet bedöms vi att arbetslösheten för närvarande ligger på en långsiktigt hållbar nivå och att den kommer att nå en topp 2025 för att sedan åter falla tillbaka från och med andra halvåret 2025. I USA återspeglas en BNP-tillväxt under trend i en gradvis ökning av arbetslösheten till jämvikt under vår prognosperiod.

Inflationen avtar långsamt sista biten...

Den sista sträckan mot inflationsmålet är relativt kort men den kan vara ojämn, vilket exemplifieras av den senaste tidens bakslag i inflationstakten i USA och kvardröjande kostnadstryck i euroområdets tjänstesektor. Vi tror att inflationen ligger kvar över målet under hela 2024, vilket framför allt speglar hög tjänsteprisinflation. Kärninflationen väntas stabiliseras på målet under första halvåret nästa år.

Kärninflation



Anm: Inflationen rensat för mat och energi
Källor: Macrobond och Handelsbanken

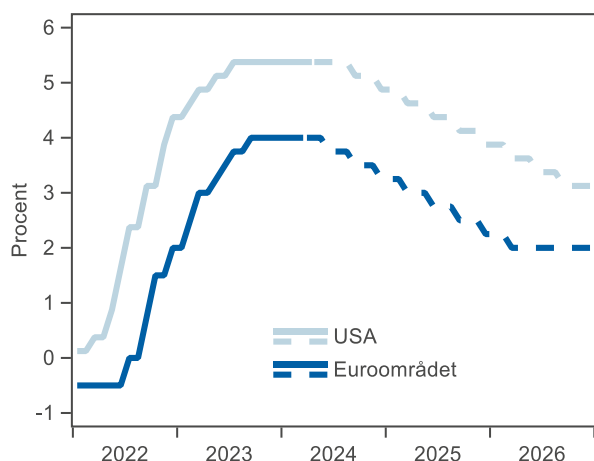
...parallellt med gradvis lägre räntor

Centralbankerna spelar en nyckelroll i fullbordandet av mjuklandningen, och deras roll är dubbel: de måste värna om inflationsmålets trovärdighet och de måste hitta rätt balans mellan aktivitet och inflation. Även om centralbanker noga har bevakat alla signaler på sin instrumentpanel har autopiloten varit inställd för att minimera uppåtriskerna för inflationen. Beslutsfattarna bör nu vara redo att ta över

kontrollen i takt med att statistiken bekräftar lättnader i kostnads- och prisökningar. Så länge kärninflationen ligger över målet tror vi att de penningpolitiska beslutsfattarna kommer att enas om gradvisa räntesänkningar som villkoras med fortsatta tecken på att lönetrycket lättar och att de globala prisökningarna förblir kontrollerade. Detta innebär en långsam och försiktig normalisering av penningpolitiken som därmed förblir åtstramande. Finanspolitiken i euroområdet väntas vara åtstramande under vår prognosperiod med tyngdpunkten på omslaget under 2024. I USA kan det kommande presidentvalet innebära betydande politiska förändringar inom viktiga områden såsom skatter och handel. Vårt huvudscenario antar status quo för den övergripande finanspolitiken i USA. Det innebär ett ungefär neutralt bidrag efter att den senaste tidens stora stimulansåtgärder gradvis ebbar ut under 2024.

Argument för att avvakta med räntesänkningar är fortsatta stramheter på arbetsmarknaden, höga löneökningar, gynnsamma finansiella förhållanden och tecken på förbättrad ekonomisk aktivitet. När dessa indikatorer observeras i backspegeln kan riskerna för lågkonjunktur och för låg inflationen framstå som överdrivna. Det gäller inte minst i USA, där den senaste tidens inflationsutfall väcker tvivel om huruvida den "sista milen" i inflationsnedgången är förenlig med räntesänkningar i närtid. Detta går inte heller obemärkt förbi bland andra centralbanker, som är oroliga för att de kan stå inför en liknande avvägning, och för inflationsdrivande växelkurs-effekter om Fed inte är med på tåget när de börjar sänka räntorna.

Styrränteprognos



Källor: Macrobond och Handelsbanken

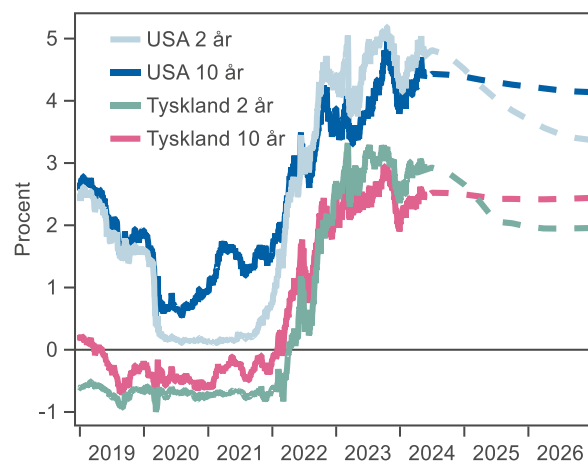
Vi räknar med att ECB sänker räntan till 3,75 procent i Juni och gör ytterligare två sänkningar under 2024, medan Fed sänker i September och December för att landa i intervallet 4,75–5,00 i slutet av året. I takt med att inflationen stabiliserar sig vid målet väntas

nästa års penningpolitik i allt högre grad styras av inflationsutsikterna baserade på uppskattningar av resursutnyttjandet och den neutrala räntan på medellång sikt (se temaartikel om räntor). Det innebär att räntorna sänks för att undvika att inflationen faller under målet, snarare än att penningpolitiken är betingad av specifika utfall för priser och löner. ECB väntas nå en slutränta på 2,00 i början av 2026 efter fyra sänkningar under 2025 och en sänkning i början av 2026. Fed förväntas leverera fyra sänkningar varje år 2025–2026 så att räntan hinner nå 3,00–3,25 procent, nästan neutral.

Gynnsamma finansiella förhållanden

De finansiella förhållandena är fortsatt gynnsamma för tillväxten då marknaderna förväntar sig en mjuklandning som kännetecknas av motståndskraftig efterfrågan och gradvisa räntesänkningar. Detta återspeglas i god utvecklingen på aktie- och obligationsmarknaderna parallellt med förväntningar om lägre räntor på obligationsmarknaden, pressade spreadar på kreditmarknaderna och att bankernas kreditvillkor inte längre stramas åt.

Statsobligationsränta



Källor: Handelsbanken och Macrobond

Marknadsprissättningen av statsobligationer har varit volatil sedan sommaren förra året. Marknadens prissättning av styrräntorna är i stort sett i linje med vår prognos det närmast året. Däremot anser vi att prissättningen av styrräntorna överskattar den neutrala styrräntan, även om den stigit jämfört med 2010-talets nivå. Detta innebär att längre obligationsräntor enligt vår bedömning handlas för högt, och vi förväntar oss att de faller i takt med att inflationsnedgången fortsätter. Om vi har rätt i vår bedömning av vilka styrräntor som är förenliga med inflationsmålet, är detta en pusselbit som behöver falla på plats hos marknadsaktörer. Mer generellt är det viktigt för centralbankerna att ha marknaderna med sig för att penningpolitiken ska få avsedd effekt. Det är till exempel möjligt att marknadsförvänt-

ningarna på "för mycket, för tidigt" i början av året har bidragit till den senaste tidens envist höga inflation i USA.

Utöver utsikterna för styrräntan räknar vi med att löptidspremier, som varit nedtryckta sedan finanskrisen, kommer att fortsätta stiga något under vår prognosperiod. Det finns dock en betydande osäkerhet, bland annat kring hur centralbankernas minskande balansräkningar och höga statskulder påverkar utbud och efterfrågan på obligationer.

Riskerna är fler på nedsidan

Riskerna för en hårdlandning av ekonomin har minskat i takt med att fallande inflation har öppnat dörren för räntesänkningar samtidigt som arbetslösheten har förblivit låg. Men vi menar att det fortfarande finns en del knutar att lösa upp innan en mjuklandning är fullbordad. Inflationen är fortfarande över målet och normalisering av penningpolitiken har knappt ens börjat. Om beslutsfattare, hushåll, företag, eller marknader blir osäkra på att övriga parter gör sin del för att inflationsnedgången ska fullbordas eller efterfrågan ska upprätthållas, kan det utlösa en negativ spiral som hotar mjuklandningen. Det finns en rad utlösande faktorer, såsom lönekrav, prissättningsmakt, reaktioner på finansiella marknader, tajmingen i politiska beslut, som kan hota den ekonomiska aktiviteten och inflationen. Förtroendeeffekter kan naturligtvis gå i båda riktningarna. Men vi tror att beslutsfattarna fortsatt är mer känsliga för uppåtrisker för inflationen än i arbetslösheten, vilket talar för att konjunkturriskerna är större än inflationsriskerna.

Vår bedömning är att utbudsrisker relaterade till kvardröjande effekter från pandemin och energikrisen i Europa är balanserade. Det är möjligt att vi underskattar positiva utbudseffekter som hänger samman med att övergående utbudsrestriktioner fortfarande tar sig igenom ekonomin. Det skulle möjliggöra högre aktivitet och lägre arbetslöshet utan att hota återgången till inflationsmålet. Samtidigt kan fortsatt hög brist på arbetskraft och företagens prisplaner återspegla mer ihållande problem. Det skulle begränsa penningpolitikens utrymme att stödja efterfrågan och riskera en kraftigare ökning av arbetslösheten.

Vårt huvudscenario utgår från att de övergripande geopolitiska spänningarna och den geoekonomiska fragmenteringen varken förbättras eller försämras. Även om detta antagande innebär risker på både upp- och nedsidan, anser vi riskerna på nedsidan vara större. Ett riskscenario är att växande handelshinder, särskilt mellan USA och Kina, eskalerar till en handelskonflikt mellan de största ekonomierna i världen, knuffar den globala

ekonomin in i en lågkonjunktur. Kina är inte bara en enorm marknad utan också starkt integrerat i alla leden av globala värdekedjor, inte minst inom grön teknologi. Om Donald Trump blir återvald som USA:s president, finns det även en risk för ökade spänningar i handelsutbytet över Atlanten. Samtidigt finns det möjligheter att kringgå handelshinder och mildra dess effekter. USA:s handel med Kina har till exempel skett parallellt med av ökad handel mellan USA och länder som Vietnam, med en hög närvaro av kinesiskägda produktionsanläggningar.

Temaartikel: Artificiell intelligens

AI kan ge betydande produktivetsvinster

Artificiell intelligens (AI) har potential att omforma den globala ekonomin under de kommande decennierna. Effekterna på produktivitet och levnadsstandard är potentiellt stora, men ännu mycket osäkra. AI kommer sannolikt att tränga undan arbetstillfällena och samtidigt skapa nya, men det finns en risk för ökade inkomstskillnader. Effekterna beror bland annat på den tekniska utvecklingen, kapaciteten i nödvändig infrastruktur (t.ex. energi) och den takt med vilken företag anammar AI. Politiken (regleringar, skatter, subventioner) kan också spela en viktig roll, både för att främja och reglera AI, samt för att fördela vinsterna till följd av AI. I den här artikeln fokuserar vi på hur AI kan påverka produktiviteten, arbetsmarknaden, inkomstskillnader och räntor.

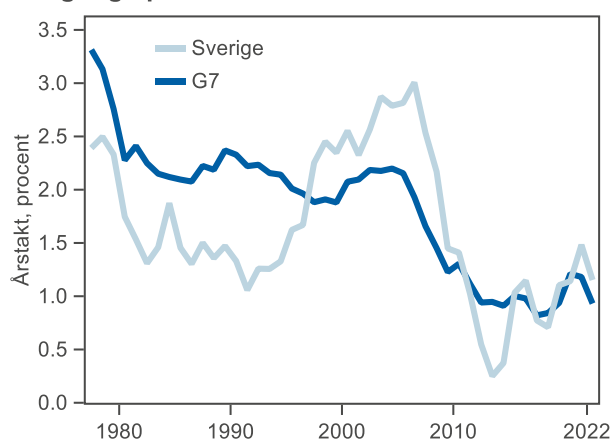
Utvalda slutsatser

- Historiska erfarenheter talar för det kan ta många år innan ny teknik får en betydande inverkan på produktiviteten. Men både potentialen att komplettera, och att helt eller delvis ersätta människor i många yrken kan ge stora produktivetsvinster på längre sikt.
- AI kommer inte skapa massarbetslöshet, men tekniken kan bidra till en ytterligare polarisering av arbetskraften i hög- och låginkomsttagare och att inkomstskillnaderna därför fortsätter att öka.
- Om AI ökar produktiviteten kommer det även bidra till långsiktigt högre realräntor.

AI kan öka produktivetsstillväxten...

Nobelpristagaren Paul Krugman sa en gång: "Produktivitet är inte allt, men i det långa loppet är det **nästan** allt. Ett lands förmåga att förbättra sin levnadsstandard över tid beror nästan helt och hållet på dess förmåga att öka sin produktion per arbetare." Ökad produktivitet skapar förutsättningar för både högre inkomster och kortare arbetstid, och problem som stora offentliga budgetunderskott och den gröna omställningen blir betydligt mer hanterbara. Ändå har produktivetsstillväxten i avancerade ekonomier varit låg sedan den globala finanskrisen 2008–09. Även om AI:s inverkan på den globala produktiviteten är mycket osäker har den potential att ge betydande produktivetsvinster under de kommande decennierna, precis som tidigare teknikrevolutioner som ångkraft, elektricitet och robotisering har gjort.

Nedgång i produktivetsstillväxten



Anm.: 7 års glidande medelvärde
Källor: Macrobond och Handelsbanken

Det finns flera kanaler genom vilka AI kan bidra till högre produktivitet:

1. **AI kan ersätta människor i en del yrken** och därmed kraftigt öka produktiviteten i dessa uppgifter.
2. **AI kan komplettera människor** genom att göra dem mer effektiva på sina jobb och göra det möjligt för dem att ägna mer tid åt kreativa arbetsuppgifter, vilket kan bidra till högre produktivitet.
3. **Införandet av AI kan leda till breda produktivetsvinster** om det bidrar till att skapa nya högproduktiva arbetstillfällen samt ökade investeringar och forskning. Vissa hävdar till och med att resultatet kan innebära inte bara högre produktivetsnivå, utan en permanent högre produktivetsstillväxt.

Enligt en studie från IMF kan de globala produktivetsvinsterna från AI variera från 0,1 till 0,8 procent per år under en tioårsperiod beroende på hur utbredd AI används och om den nya tekniken främst ersätter människor eller kompletterar

människor i deras befintliga jobb.¹ Andra analyser visar på en ännu större påverkan. Forskning från Goldman Sachs (2023) tyder på att AI kan lyfta produktiviteten med 1,5 procent per år under en tioårsperiod.

Med tanke på den stora osäkerheten om både den tekniska utvecklingen av AI och dess inverkan på makroekonomin är det dock motiverat med en sund skepsis mot alla prognoser om hur AI kommer att förändra ekonomin. Utöver den teknologiska utvecklingen handlar det bland annat om vilka spelregler som kommer att gälla, hur stora delar av ekonomin som påverkas och hur stor del av arbetskraften som hänger med i utvecklingen. Men också hur snabbt AI-tjänster kommer att spridas genom ekonomin blir avgörande för produktivitetsvinsterna under det kommande decenniet.

... men kan ta många år innan produktivitetsvinsterna uppkommer

Historiska erfarenheter tyder på att det ofta tar många år innan ny teknik har en betydande inverkan på produktiviteten. Elektricitet började användas i slutet av 1800-talet, men det var först efter första världskriget som produktivitetseffekterna började synas i data. Och produktivitetssökningen från datoranvändning kom årtionden efter att datorer började användas.

Det tar tid att omvandla företag och göra investeringar för att dra full nytta av den nya tekniken

Det är osannolikt att AI kommer att vara annorlunda i det perspektivet, med tanke på de betydande investeringar som krävs i hårdvara, mjukvara och humankapital för att öka produktiviteten. Tillgång till nödvändig infrastruktur och geopolitiska faktorer kommer också att påverka takten i införandet av AI-tjänster, eftersom AI förbrukar en stor mängd energi och är beroende av tillgång till råvaror som krävs för att tillverka halvledare. Världens mest avancerade halvledartillverkning finns i den geopolitiska brännpunkten Taiwan. Dessutom kan regleringar och beskattning av AI-tjänster bromsa AI-utvecklingen. Sammantaget kommer effekterna av AI sannolikt att vara gradvisa med små effekter på produktiviteten på kort sikt. Men om tekniken blir så bra att AI helt kan ersätta människor i många yrken

¹ IMF, World Economic Outlook, April 2024.

kan produktivitetsvinsterna bli mycket stora de kommande decennierna.

Utgör AI ett hot mot sysselsättningen?

Det råder ingen tvekan om att AI-tjänster kommer att ersätta vissa jobb, precis som industrialiseringen och automatiseringen gjorde under 1900-talet. Men tack vare ökad produktivitet bör AI också leda till att inkomsterna ökar, vilket gör det möjligt för människor att spendera mer pengar på andra varor och tjänster, vilket i sin tur kommer att öka efterfrågan på arbetskraft inom nya områden. Den tekniska utvecklingen innebär därför att efterfrågan på arbetskraft skiftar mellan sektorer och yrken, och arbetsmarknaden utvecklas som svar på denna förändring.

60 procent av arbetarna i USA är anställda i yrken som inte fanns 1940

I likhet med automatisering kommer AI med största sannolikhet att tränga undan arbetstillfällen samtidigt som nya skapas, och vi förväntar oss en i stort sett neutral långsiktig effekt på sysselsättningen. Det finns dock en risk för att arbetslösheten kan öka under omvandlingsprocessen, om AI ersätter mänsklig arbetskraft snabbare än det skapas nya jobb. I ett sådant scenario skulle politikerna sannolikt införa restriktioner och börja beskatta AI-drivna företag för att göra dem mindre konkurrenskraftiga och därmed förhindra att AI orsakar massarbetslöshet.

En stor fråga är vilka typer av jobb som skulle kunna ersättas av AI? I början av 1900-talet ersatte industrialiseringen och automatiseringen till stor del arbeten som innebar rutinmässigt, fysiskt arbete. En stor mängd forskning tyder på att datorer och IT-tillämpningar har automatiserat rutinmässiga medelinkomstjobb och därmed bidragit till polariseringen av arbetskraften mellan hög- och låginkomsttagare. AI har potential att automatisera både "rutinmässiga" och "icke-rutinmässiga" arbetsuppgifter. Det talar för att medel- och högavlönade i tjänstesektorn är mer utsatta för och också mer benägna att dra nytta av AI jämfört med personer med fysiska hantverksyrken och personer som arbetar med människor, inom vård eller omsorg.

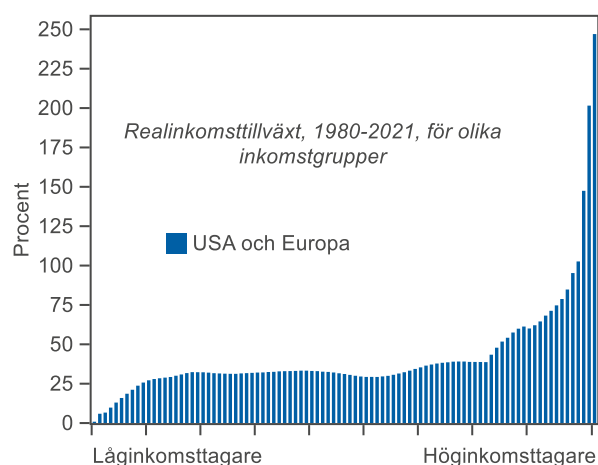
40 procent av den globala sysselsättningen är exponerad för AI

Enligt en studie från IMF (2024) är nästan 40 procent av den globala sysselsättningen exponerad för AI, där avancerade ekonomier är mer exponerade men också bättre rustade att utnyttja AI-fördelar än tillväxtmarknader och utvecklingsekonomier. I avancerade ekonomier är cirka 60 procent av jobben exponerade för AI, på grund av högre förekomst av kognitiva uppgiftsorienterade jobb. Enligt IMF förväntas AI öka produktiviteten i hälften av de exponerade jobben, vilket signalerar en positiv inverkan. För den andra halvan kan AI-integration automatisera arbetsuppgifter.

Inkomstskillnaderna kan öka

Inkomst- och förmögenhetsskillnaderna har ökat i de flesta utvecklade länder sedan 1980-talet. En rad strukturella faktorer har drivit på ökningen av inkomstskillnaderna. I de anglosaxiska länderna beror de större inkomstskillnaderna främst på ökad lönespridning, som ofta är kopplad till globalisering och teknisk utveckling som gynnar högkvalificerade arbetstagare och inverkar negativt på löner och sysselsättning för lågkvalificerad arbetskraft. Inkomsttillväxten i toppen har accelererat i förhållande till inkomsttillväxten i medelinkomstgrupper, och inkomsttillväxten i botten har varit långsam i de flesta utvecklade länder. Om man tittar på kapitalinkomster är skillnaderna ännu större.

Rika blir rikare



Källor: Macrobond och World Inequality database.

Det finns en risk att AI-tekniken bidrar till en ytterligare polarisering av arbetskraften i hög- och låginkomsttagare och att inkomstskillnaderna därför

fortsätter att öka. Det är möjligt att AI i första hand kompletterar kompetensen hos höginkomstjobb, vilket innebär att dessa arbetstagare kan förvänta sig en mer än proportionell ökning av sina arbetsinkomster. Samtidigt, om AI ersätter hög- eller medelinkomstjobb, kan ett oproportionerligt stort antal arbetstagare hamna i lågavlönade servicejobb, där mänsklig närvaro har ett egenvärde. Dessutom kan förmögenhetsklyftorna också öka, då en ökad efterfrågan på AI-tjänster kan bidra till ökad kapitalavkastning och tillgångsvärden.

Högre räntor?

Teknikrevolutioner brukar sänka produktionskostnaderna och leda till en nedåtpress på inflationen. Det lär också bli effekten av AI-utvecklingen. Men det motverkas av att företagen behöver göra investeringar för att dra full nytta av AI. Tillsammans med att produktivitetsökningen på sikt bör leda till högre arbetskostnader och löner kommer detta att öka efterfrågan och driva upp inflationen. På sikt lär därför AI inte ha någon större effekt på inflationen.

AI kan dock driva upp realräntorna. Logiken här är att produktivitetsökningen på grund av AI leder till fler investeringsmöjligheter och ökar efterfrågan på kapital, vilket skulle pressa upp realräntorna. Ökad ojämlikhet kan dock delvis motverka denna dynamik. Om en AI-revolution flyttar mer inkomst till höginkomsttagare än låginkomsttagare kan det leda till en ökning av det totala sparandet och pressa ner realräntorna.

Fenix eller Ikaros, hur tolkar vi räntelyftet?

De långa räntorna har svängt och skjutit i höjden, men varför är det så stor osäkerhet om huruvida uppgången är varaktig? Förklaring till den flera decennier långa räntenedgången bakom oss är ju väletablerad. Vi valde redan i början av 2023 att höja våra skattningar för neutrala realräntor och sedan dess har "r*" -debatten tagit ny fart. Nu ser vi över våra skattningar och finner att den senaste forskningen är splittrad när det gäller drivkrafternas relativa styrka, visar på osäkerhet om utsikterna för dessa drivkrafter och har svårt att separera signalen från bruset i nuvarande volatila ekonomiska klimat. Vi står fast vid bedömningen att r^* har stigit jämfört med före pandemin, men snarare än att lyfta som en fågel Fenix är uppgången delvis kortvarig. Det är centralt för styrräntors utveckling i närtid såväl som bortom nuvarande åtstramningscykel, och därmed för prognoser på långa obligationsräntor.

Tiotusenkronorsfrågan

Har räntetrenden vänt efter den flera decennier långa nedgången? Det var frågan vi ställde oss i början av 2023, då vi landade i att svaret sannolikt var "ja". Som ett resultat höjde vi våra kort- till medelsiktiga estimat på neutrala realräntor. Sedan dess har "r*" -debatten tagit fart igen och en mängd ny forskning kommit fram. Frågan är om de nya rönen förändrar våra slutsatser om neutralräntan och därmed hela utsikterna för marknadsräntorna, på såväl kort som lång sikt?

Vad betyder r^* ?

- Den reala räntenivå som varken är expansiv eller åtstramande för ekonomin
 - Den ränta som balanserar sparande och investeringar på kapitalmarknaden
 - Den är lika med marginal-avkastningen på kapital
-

Innan vi fördjupar oss i detta, låt oss först påminna om vad r^* – akademikers förkortning för neutral eller "naturlig" realränta – handlar om. Det avser den riskfria realränta som skulle råda i ett hypotetiskt tillstånd där alla störningar har klingat av och ekonomin är i balans, dvs. med tillväxten på sin potentiella nivå och inflationen på målet.

Tiotusenkronorsfrågan är var detta räntenirvana ligger? Eftersom det är ett hypotetiskt tillstånd i ekonomin kan vi aldrig faktiskt observera det med säkerhet – i stället är vi begränsade till skattningsmetoder.

Konceptuellt underbyggs alltså våra faktiska räntor i vardagen av den neutrala räntan. Men att försöka skatta r^* med rent statistiska metoder är en dålig idé, eftersom cykliska och tillfälliga faktorer kan leda till att faktiska räntor hamnar på mycket ihållande avstickare från den neutrala räntebanan. Det gör att skattningen ger en falsk r^* -signal, där "bruset" i faktiska räntor inte helt sorterats bort.

Istället använder forskarna modeller med en rikare uppsättning ekonomiska data, utöver realräntan:

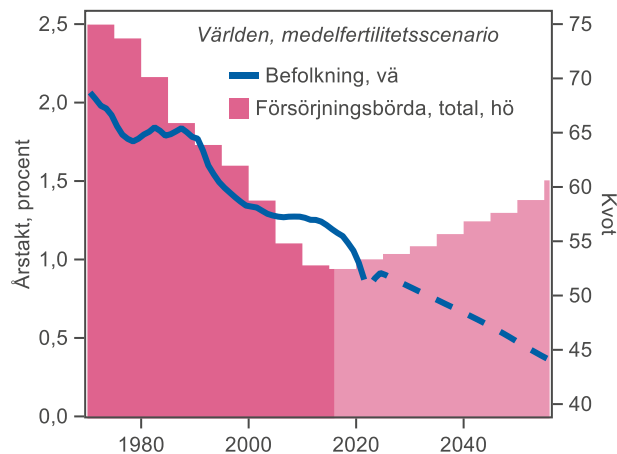
- Så kallade semistrukturella modeller skattar r^* tillsammans med faktorer såsom BNP-tillväxt för att identifiera räntans nirvanaögonblick och koppla ihop dessa punkter genom perioder av obalanserad ekonomi. Dessa modeller är agnostiska vad gäller underliggande drivkrafter för neutralräntan, vilket kan vara en nackdel.
- För att få en djupare förståelse för de krafter som skapar trendsiften i balansen mellan sparande och investeringar och därmed r^* – högre (lägre) behov av att spara sänker (ökar) r^* , högre (lägre) behov av att investera höjer (sänker) – används mer utvecklade strukturella modeller, inklusive allmänna jämviktsmodeller som är populära bland centralbanker (dynamiska stokastiska allmänna jämviktsmodeller, DSGE). En nackdel med stora modeller är dock att de tenderar att förlita sig på många fler antaganden och därför riskerar att vara "exactly wrong, rather than roughly right", som det ibland uttrycks.

R^* -raset och dess drivkrafter

Med hjälp av en rad av dessa modeller har det under det senaste decenniet bildats en forskningskonsensus som förklarar den långa räntenedgången från topparna på 1970- och 1980-talen till och med 2010-talet. För det första att den orsakades av en nedgång i den globala långsiktiga neutrala

realräntan, inte cykliska förhållanden, och för det andra att vissa strukturella drivkrafter bakom denna fallande r^* kan identifieras. Vilka är då de viktigaste faktorerna och hur fick de räntorna att falla?

Befolkning bromsar mer, försörjningsbörda upp



Källor: Macrobond, FN (DESA) och Handelsbanken

Nedgångens orsaker I: Demografi

Den globala megatrenden med en åldrande befolkning har drivit ned den neutrala realräntan.

Negativa effekter på r^* sedan 1970/80-talet:

- Den förväntade livslängden har ökat och det har inneburit ett ökat behov av att spara för att kunna försörja sig under sin framtida pension
- Den sjunkande försörjningskvoten, dvs. antal personer i icke-arbetsför ålder i förhållande till befolkningen i arbetsför ålder, har inneburit att en stor del av befolkningen – särskilt den stora 40-talistgenerationen – befunnit sig i ett skede i livet där förmögenhet ackumuleras, vilket driver upp totalt sparande
- En avtagande befolkningstillväxt på grund av lägre födelsetal innebär ett minskat investeringsbehov (fallande efterfrågan på kapital) på grund av svagare utsikter för potentiell BNP-tillväxt och ett minskat behov av att komplettera tillkommande arbetskraft med kapital i ekonomin.

Nedgångens orsaker II: Produktivitet

Den trendmässiga produktivitetstillväxten har avtagit – en del av det fenomen som har kallats "*secular stagnation*" – och har drivit ned den neutrala räntan.

Negativa effekter på r^* sedan 1970/80-talet:

- Avtagande produktivitetstillväxt har dragit ned marginalprodukten av kapital och därmed minskat efterfrågan på investeringar

- Vacklande produktivitetstillväxt innebär att hushållen måste räkna med sämre framtida inkomstökningar, vilket ökar behovet att spara

Nedgångens orsaker III: Statsskuld och nettoutbudet av säkra tillgångar

Å ena sidan har den offentliga sektorns skuldsättning ökat stadigt, vilket har bidragit till lägre neutralränta. Å andra sidan har stigande sparflöden från särskilt tillväxtekonomier givit totalt sett negativt nettoutbud av säkra tillgångar och lägre r^* .

Positiva effekter på r^* sedan 1970/80-talet:

- Ökande emissioner av statsobligationer har ökat utbudet av "säkra" tillgångar, vilket motsvarar ökad efterfrågan på kapital. Till detta kommer att högre skuldsättning bidrar till riskpremierna, vilket driver upp räntorna.

Negativa effekter på r^* sedan 1970/80-talet:

- Ett globalt sparandeöverskott, inte minst från tillväxtekonomier till följd av bytesbalansöverskott, har gett en ökad efterfrågan på säkra tillgångar. Och som en extra twist har detta inneburit kapitalinflöden till utvecklade ekonomier och därmed ett accentuerat överutbud av sparande där.

Vår tolkning är att dessa tre kategorier av drivkrafter är de viktigaste när det gäller att förklara nedgången i den neutrala realräntan. Forskningslitteraturen tar dock hänsyn till ännu fler strukturella faktorer, såsom den ökande ekonomiska ojämlikheten. Att känna till de tre huvudorsakerna bakom det kraftiga r^* -raset borde göra det lätt att dra slutsatser om räntornas framtid, eller? Kanske inte.

Ett trendbrott – r^* -utsikterna

Sedan vi senast fördjupade oss i den neutrala räntan, för ett och ett halvt år sedan, har forskare mestadels fortsatt att dra slutsatsen att det har skett ett brott i den nedåtgående trenden och att r^* har stigit, om än oklart hur mycket. Forskningen är också splittrad när det gäller drivkrafternas relativa styrka och påvisar osäkerhet om utsikterna för dessa drivkrafter. Låt oss ta itu med båda dessa frågor.

Teleskopet: Var står r^* idag?

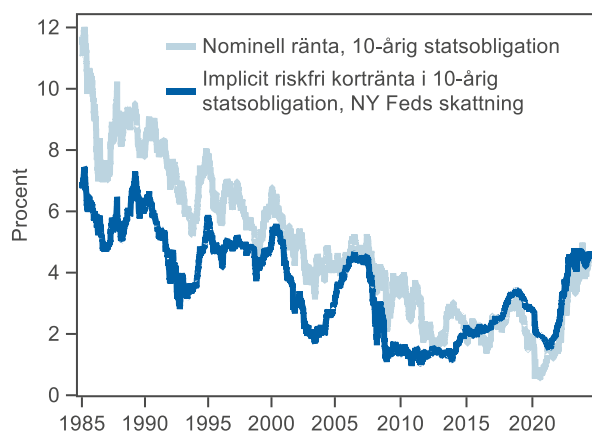
Det finns många tillgängliga r^* -skattningar, särskilt för världens största ekonomi, USA, men det är svårt att välja en favorit. Det beror delvis på de ovan nämnda utmaningarna med att skilja signalen från bruset när man skattar en icke observerbar variabel.

Syftet med de olika modellerna och deras komparativa styrkor och svagheter är också viktigt:

- Vissa gör ett bättre jobb med att mäta kortsiktig r^* , som visar den nivå över (eller under) vilken centralbankens styrränta måste vara just för stunden för att politikens inriktning ska vara åtstramande (eller expansiv)
- Andra zoomar in på långsiktig r^* och visar därmed var vi kan förvänta oss att styrräntan så småningom landar, bortom cykeln och andra störningar ("the terminal rate")

Sammantaget är vår slutsats från tillgänglig forskning att neutrala realräntor har stigit, men att detta delvis är en tillfällig uppgång, dvs. högre kortsiktigt r^* (se tabell). Effekten förstärks ytterligare när vi växlar till nominella neutrala räntor genom att addera kortsiktiga inflationsförväntningar, vilka är något förhöjda jämfört med både de nivåer som är förenliga med centralbankernas 2-procentsmål och de väl förankrade långsiktiga inflationsförväntningarna. Givet att kortsikten förhöjts tillfälligt, var händer med r^* sen?

Trenden med fallande räntor är bruten



Källor: Macrobond, Federal Reserve Bank of New York och Handelsbanken

Spåkulan: Vartåt rör sig r^* närmast?

För att bedöma hur den neutrala räntan utvecklas framöver, bortom trendbrottet de senaste åren, så analyserar vi utsikterna för dess viktigaste drivkrafter från 2010-talet fram mot 2050-talet.

Den demografiska utvecklingen kommer att förändras. I motsats till vad man tidigare trott pekar nu mycket på att demografin inte kommer höja r^* , totalt sett, men dock sluta att bidra till ännu lägre r^* .

- Den pågående vändningen till stigande försörjningskvoter började för ett decennium sedan i utvecklade ekonomier och kommer att ta global fart framöver (se diagram). Den

grundläggande livscykelhypotesen säger på att pensionärer slutar spara och istället drar ned sin förmögenhet för att hålla uppe konsumtionen på önskad nivå, vilket isolerat skulle bidra till högre r^* framöver. Nyare forskning visar dock att neddragning av sparandet i verkligheten är mycket mindre än vad som förutsågs av den grundläggande teorin. Det beror delvis av försiktighets-skäl med tanke på risken att besparingarna tar slut för tidigt, mitt i pensionsåren. Därmed anses denna positiva drivkraft för r^* nu svagare.

- Den fortsatta ökningen av livslängden kommer för det första att öka andelen av befolkningen som nått medelålder eller högre och därmed befinner sig i ett stadie i sina liv då man tenderar att ha besparingar. Denna sammansättningseffekt ökar, allt annat lika, förmögenhetsstocken i ekonomin, vilket motverkar effekten av neddragningar av besparingarna under pensionens lopp. För det andra förlängs pensionstiden av den ökade förväntade livslängden, vilket ökar behovet av att spara under åren i arbetsför ålder. Livslängden fortsätter dämpa r^* , men mindre än tidigare då den inte förutspås öka lika snabbt som under senaste decennierna. Dessutom kan länder komma att höja pensionsåldern.
- Befolkningstillväxten kommer fortsätta att avta och till och med gå bakåt i många europeiska länder. Detta dämpar investeringsbehoven och därmed r^* .
- Sammantaget antar vi att den demografiska nettoeffekten kommer att vara ungefär ± 0 för vår fullständiga långsiktiga prognos som sträcker sig 30 år. Detta innebär att de positiva och negativa effekter som beskrivits ovan kommer att ta ut varandra framöver – ett trendbrott från de negativa senaste decennierna.

Produktivitetstillväxten kravlar sig successivt upp ur den djupaste svackan. När vi närmar oss vår långsiktiga horisont når den något som vi bedömer kan likna normalt – och därmed drivs r^* uppåt.

- Vi har antagit en uppgång till 1,5 procent produktivitetstillväxt vid vår långsiktiga horisont. Visserligen tyder en del forskning på att det blir svårt att varaktigt lyfta produktivitetstrenden. Det finns dock fortfarande en stor outnyttjad potential om ekonomier bättre lyckas förflytta sig mot den globala produktivetsfronten genom att ta ombord befintliga idéer, kunskap och teknik.

- Utvecklingen av artificiell intelligens (AI) bidrar dessutom till produktivitetstillväxten under de kommande decennierna, se temaartikeln *AI kan ge betydande produktivetsvinster*.
- Statliga initiativ för att driva på den gröna omställningen och bekämpa klimatförändringarna skapar framtung investeringstillväxt och ökar därmed r^* . På kortare sikt är det dock troligt att en del befintligt produktivt men klimatskadligt kapital kommer underutnyttjas eller rent av betraktas som obrukbart – en omställning som tillfälligt dämpar produktivitetens tillväxt per se. Men värt att notera är att alternativet, ett allvarligare klimatförändrings-scenario, vore mycket värre också i detta snäva ekonomiska perspektiv, eftersom antalet strandade tillgångar skulle skjuta i höjden så att produktiviteten skulle rasa (därmed även r^*).

Statsskulden och nettoutbudet av säkra tillgångar väntas mer eller mindre motverka varandra framöver, inte sammantaget driva upp r^* .

- Statsskulden har börjat minska från de senaste topparna i många ekonomier, men långt ifrån överallt med USA som ett iögonfallande exempel. Hållbarheten i offentliga finanser brister, så även om många ekonomier väntas fortsätta visa underskott på kortare sikt antar vi att politikerna förr eller senare kommer att skifta till konsolidering. Minskande skulder jämfört med dagens höga läge dämpar r^* på lång sikt.
- Avtagande globalisering samt tillväxtekonomiers mindre bytesbalansöverskott och mognare inhemska finansmarknader är skäl till att efterfrågan på säkra tillgångar ser ut att ha vänt och antas avta framgent, vilket driver upp r^* .

Varken flygande Fenix eller fallande Ikaros

Efter att ha sett över våra r^* -antaganden från januari 2023 står vi fast vid bedömningen att neutralräntan har stigit jämfört med botten under 2010-talet. Inte minst våra estimat för nuläget, men det finns skäl att tro att en del av uppgången är kortvarig och våra medelsiktiga antaganden ligger endast något högre än vår tidigare bedömning.

De senaste årens bättre konjunktur och förhöjda inflationsförväntningar har inneburit att såväl real som nominell neutralränta i nuläget ligger tillfälligt högre än både de strukturellt motiverade antaganden vi gör för medellång sikt och de skattningar av långsiktig r^* som återfinns i forskningen avseende åren strax före pandemin och

nuvarande volatila ekonomisk miljö. Vår långsiktiga syn innebär konvergens mot den globala neutralräntan. I ett 30-årigt perspektiv ser vi produktivitetens tillväxt som den huvudsakliga drivkraften bakom r^* , i avsaknad av nya störningar från demografi, skuldsättning och övriga drivkrafter. Vårt antagande om 1,5 procent produktivitetstillväxt per år gör att vi landar en r^* som stiger till 1 procent, dvs. 3 procent i nominella termer givet trovärdiga inflationsmål på 2 procent.

Handelsbankens neutralränteprognos

Neutralränta, olika horisonter. Bedömning januari 2023 i parentes.

	Nuläge		Medellång sikt, 2028		Lång sikt, 2054
	Real	Nom.	Real	Nominell	
US	1,25	3,5	0,75	2,75 (2,5)	Global r^* Real 1,0 Nominell 3,0
EZ	0,25	2,5	0,0	2,0 (1,75)	
NO	0,5	2,75	0,25	2,25 (1,75)	
SE	0,5	2,75	0,25	2,25 (2,0)	
GB	0,75	3,0	0,5	2,5 (2,5)	

Marknadsimplikationer: Hög ränta längre

Högre r^* är centralt för både styrränteutsikterna och prognoserna för långa obligationsräntor. För centralbankerna innebär högre kortsiktiga r^* att färre faktiska räntesänkningar behövs för att sluta strama åt ekonomin 2024–26 – något vi redan har beaktat i sentida styrränteprognoserna men formaliserar ytterligare med nya kortsiktiga r^* -antaganden. Vidare innebär högre medelfristiga r^* att styrräntan bortom denna cykel kommer att vara högre än vad som var normalt i 2010-talets lågräntemiljö.

Uppjusterad kort- och medelsiktig r^* , samt vårt bibehållna antagande för långsikten, ger en upprevidering av våra marknadsränteprognoserna, det vill säga swapräntor och obligationsräntor (se separat artikel).

Referenser

Observera att den här artikeln är en kompakt version av vår senaste makrokommentar. Där finns referenser till forskning som vår analys bygger på.

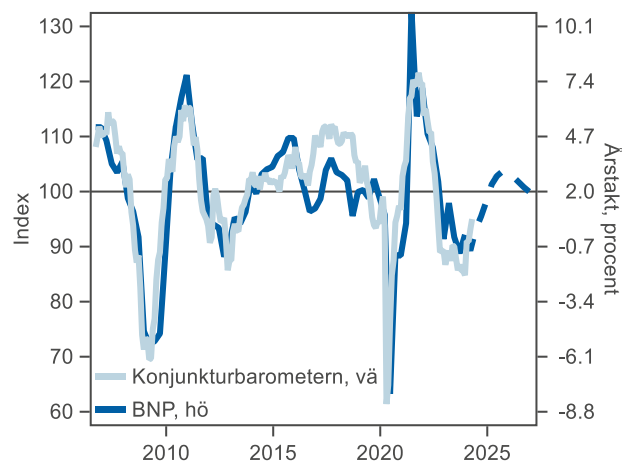
Ljusare konjunkturutsikter

Svensk ekonomi befinner sig i en mild lågkonjunktur. Men vi går mot ljusare ekonomiska tider. Lägre inflation banar vägen för en tydlig omläggning av den ekonomiska politiken och leder till en återhämtning av Sveriges räntekänsliga ekonomi. Stigande reallöner och Riksbankens räntesänkningar gör att en försiktig återhämtning inleds under andra halvåret. Tillväxten tar mer fart nästa år då finanspolitiken blir expansiv, penningpolitiken normaliseras och arbetsmarknadsläget förbättras. Kraftigt minskad befolkningstillväxt och fortsatt höga byggkostnader talar dock för att det inte blir någon större ökning av bostadsbyggandet.

Fortsatt svag konjunktur...

BNP har stagnerat sedan 2022 och vi bedömer att svensk ekonomi för närvarande befinner sig i en mild lågkonjunktur. Nedgången är djupare än i de flesta andra europeiska länder. En viktig orsak till det är att svensk ekonomi är mer räntekänslig. Hushållens konsumtion och bostadsbyggandet har minskat påtagligt. Konjunkturavmattningen har fortsatt under det första halvåret av 2024. BNP-indikatoren var nästan oförändrad under det första kvartalet och både företagets och konsumenternas förtroende är fortfarande på nivåer som tyder på en dämpad tillväxt under det andra kvartalet. Men vi går mot ljusare ekonomiska tider.

Konjunkturindikatorer är på väg upp



Källor: Macrobond och Handelsbanken

...återhämtningen inleds under hösten

Lägre inflation, räntesänkningar och en mer expansiv finanspolitik gör att utsikterna för svensk ekonomi gradvis förbättras. De ljusare utsikterna återspeglas i att många framåtblickande indikatorer är på väg upp. Framför allt har hushållen blivit betydligt mindre pessimistiska de senaste månaderna. Efter två år med kraftigt fallande reallöner börjar hushållens köpkraft åter att förbättras i år. Vi räknar med att stigande reallöner och lägre räntor leder till en försiktig återhämtning av

hushållens konsumtionen inleds under andra halvåret av 2024. Konsumtionstillväxten tar mer fart nästa år då arbetsmarknadsläget ljusnar, Riksbanken fortsätter att sänka räntan till mer normala nivåer och finanspolitiken blir expansiv, med bland annat skattesänkningar till hushållen. Samtidigt innebär upprustningen av försvaret att statliga investeringar och konsumtion växer snabbare än normalt. Gradvis lägre räntor och en viss förbättring av omvärldskonjunkturen bidrar även till att företagets investeringar och exporten vänder upp nästa år.

Sammantaget räknar vi med att BNP ökar med 0,4 procent i år, för att därefter stiga med 2,8 procent nästa år och 2,4 procent 2026. Tillväxten 2025 och 2026 är starkare än i de flesta andra europeiska länder. Viktiga orsaker till detta är en mer expansiv finanspolitik i Sverige och att svensk ekonomi är mer räntekänslig, vilket bidrar till att återhämtningen blir starkare när räntorna sänks.

Nyckeltal

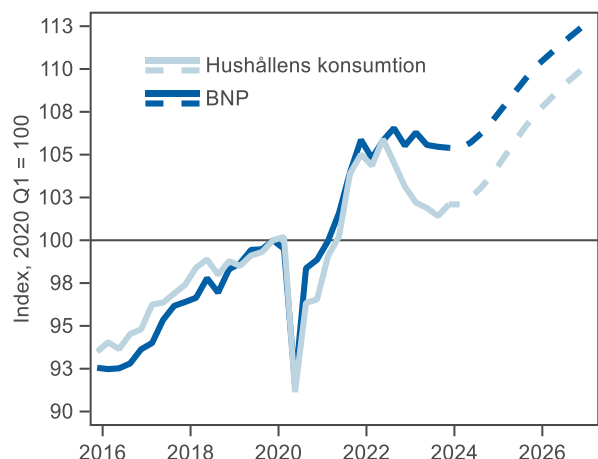
	2023	2024p	2025p	2026p
BNP*	0,0	0,4	2,8	2,4
BNP, faktisk	-0,2	0,4	2,6	2,6
Hushållens konsumtion*	-2,5	1,0	3,2	2,7
Fasta investeringar*	-1,2	-2,0	3,1	2,6
Nettoexport, BNP-bidrag*	2,2	0,4	0,1	0,1
Arbetslöshet**	7,7	8,3	8,1	7,7
Sysselsättning	1,4	-0,4	0,7	1,0
Timlön	3,8	3,9	3,7	3,7
Bostadspriser	-7,3	2,0	3,4	3,0
Inflation, KPIF	6,0	2,2	2,1	2,0
Styrränta, procent***	4,00	3,25	2,25	2,25
Växelkurs, EUR/SEK***	11,10	11,35	10,90	10,60
Offentligt finansiellt sparande****	-0,6	-1,6	-1,0	-0,4
Bruttoskuld, offentlig sektor****	31,2	32,3	32,5	32,0

Källor: Macrobond och Handelsbanken
*Kalenderkorrigerad **Procent av arbetskraften ***Vid årets slut **** Procent av BNP

Hushållens konsumtion växer i god fart

Den höga inflationen och snabbt stigande boräntor har kraftigt urholkat hushållens köpkraft. Hushållen har anpassat konsumtionen efter den lägre köpkraften som har minskat med cirka 4 procent sedan toppen andra kvartalet 2022.

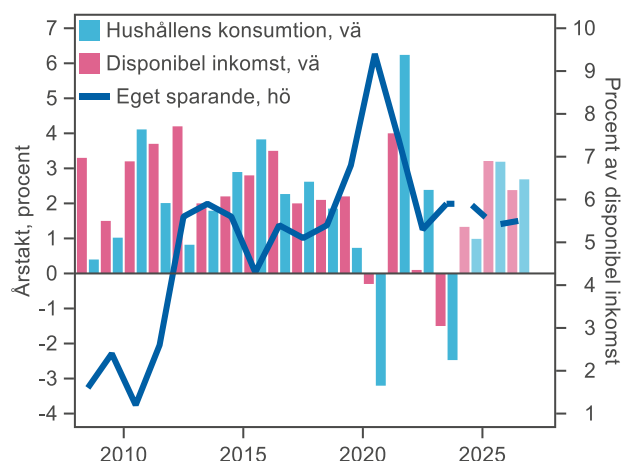
Hushållens konsumtion driver BNP-förstärkning



Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken

Hushållens sparande, mätt som skillnaden mellan deras disponibla inkomster och konsumtion, har legat kvar på en relativt hög nivå ur ett historiskt perspektiv, även om den har sjunkit sedan toppen under pandemin. Det höga sparandet indikerar att hushållen som helhet har en buffert och att dagens konsumtionsnivå inte är hög givet hushållens inkomster. I takt med att arbetsmarknadsläget ljusnar, ränteläget normaliseras och bostadspriserna stiger bedömer vi att hushållens sparande minskar något och är i linje med historiska snittet 2012–19 de kommande åren. I kombination med stigande reallöner, inkomstskattesänkningar, ökad sysselsättning och lägre räntor leder det till att hushållens konsumtion ökar med 3,2 procent nästa år. Det gör att konsumtionen är den viktigaste drivkraften i återhämtningen.

Hushållens inkomst, konsumtion och sparande



Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken

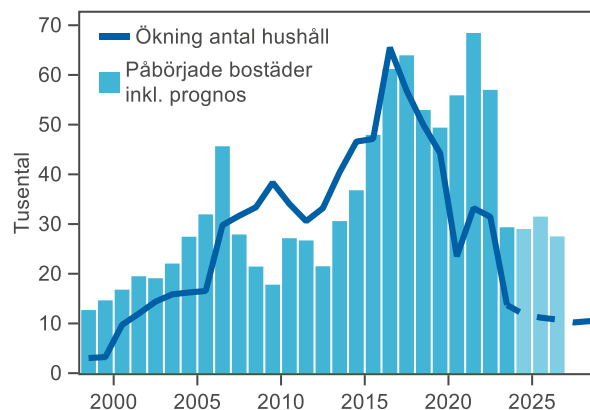
Lågt bostadsbyggande det nya normala

Inbromsningen i bostadsbyggandet har varit dramatisk, med mer än en halvering av antal byggstarter. Kraftigt stigande byggkostnader, högre

räntor och lägre bostadspriser på andrahandsmarknaden driver nedgången. Bostadsinvesteringarna har hittills fallit med nästan 40 procent sedan toppen under 2022. Utöver den direkta effekten av raset i byggandet tyngs den ekonomiska aktiviteten även av att annan försäljning kopplat till bostaden har minskat kraftigt.

Byggstarternas har dock slutat att falla under slutet av 2023. Byggföretagen har också blivit mer optimistiska kring utsikterna på ett år sikt. Men givet att byggkostnaderna, som är mer än 30 procent högre än i början av 2020, och ränteläget är betydligt högre än innan inflationsuppgången räknar vi inte med någon stor uppgång av byggstarternas det kommande året. Sammantaget bedömer vi att antal byggstarter uppgår till omkring 29 000 i år och ökar till 31 000 nästa år.

Ingen uppgång i byggandet



Anm.: SCB:s befolkningsstillväxt, antar i genomsnitt 2,2 personer per hushåll.

Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken.

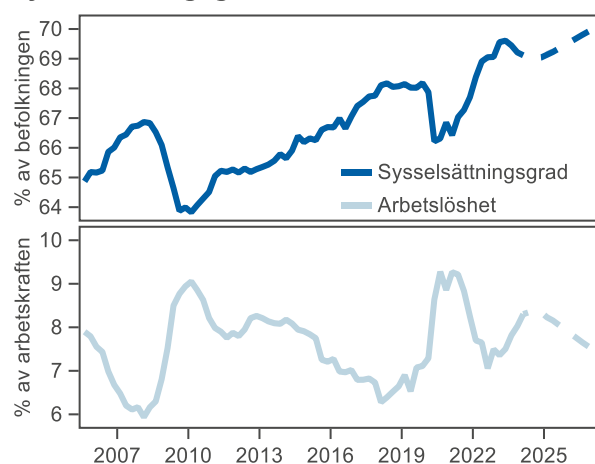
SCB:s nya befolkningsprognos visar på en kraftigt minskad befolkningsstillväxt de kommande tio åren i Sverige. Om man utgår från att det bor drygt 2 personer i genomsnitt per hushåll i Sverige skulle det endast behövas byggas cirka 11 000 nya bostäder per år för att hålla jämna steg med befolkningsökningen, vilket är en betydligt lägre nivå än dagens byggtakt. Vi räknar med att den svagare befolkningsstillväxten på sikt minskar behovet av nya bostäder och i kombination med fortsatt höga byggkostnader bidrar det till att byggstarternas dämpas något 2026.

Arbetsmarknadsläget förbättras nästa år

Arbetsmarknaden har fortsatt att försvagas något under det första kvartalet av 2024. Arbetslösheten ökade samtidigt som antalet nyanmälda lediga platser vid Arbetsförmedlingen har minskat. Framst

är det arbetsmarknadsläget för unga som har försämrats. Sysselsättningen bland unga (15–24 år) har minskat med 26 000 personer mellan det andra kvartalet 2023 och första kvartalet i år, samtidigt som sysselsättningen bland personer över 24 år endast har minskat med 7000 personer under samma period. Detta i kombination med att nedgången i sysselsatta helt drivs av färre tillfälligt anställda, talar för att företagen har kunnat möta det svagare efterfrågeläget genom att minska nyanställningar och dra ned på tillfälligt anställda snarare än att behöva säga upp tillsvidareanställda. Framåtblickade indikatorer som anställningsplaner tyder även på att arbetskraftsefterfrågan håller på att stabiliseras.

Sysselsättningsgrad och arbetslöshet



Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken

Vi räknar med att sysselsättningen blir i det närmaste oförändrad under det närmaste halvåret och att arbetslösheten stiger något. Under slutet av året inleds sedan en återhämtning på arbetsmarknaden som förstärks under 2025 i takt med att BNP-tillväxten stiger. Sammantaget bedömer vi att arbetsmarknaden kommer att klara nedgången relativt väl. Sysselsättningsgraden har sjunkit något från tidigare rekordnivåer, men vi räknar med att den åter stiger till nya rekordnivåer 2026.

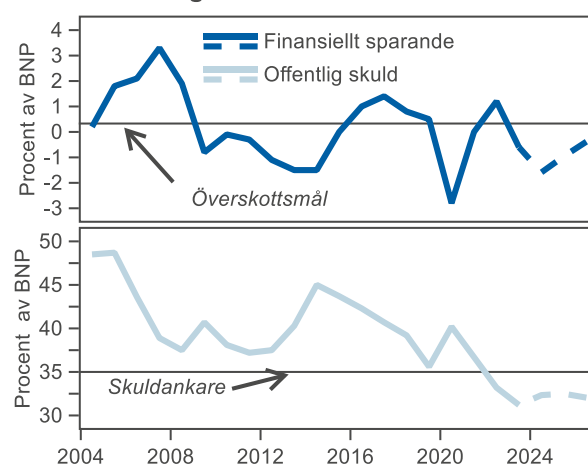
Tydlig omläggning av finanspolitiken

De senaste åren har finanspolitiken varit återhållsam för att inte elda på inflationen och motverka effekterna av den åtstramande penningpolitiken. Men under våren har finansministern skickat tydliga signaler om att finanspolitiken framöver blir mer expansiv då inflationen nu är på väg att normaliseras och konjunkturen är svag samtidigt som statens finanser är starka. Vi räknar med att det blir en expansiv finanspolitik nästa år med ofinansierade

reformer på omkring 70 miljarder kronor. Även valåret 2026 bedöms finanspolitiken blir expansiv.

Skattesänkningar till hushållen och andra åtgärder för att stärka hushållens köpkraft väntas vara ett viktigt fokus i budgeten för 2025. Samtidigt räknar vi med att kommunsektorn kommer få ytterligare tillskott för att undvika besparingsåtgärder eller kommunalskatt höjningar. Den pågående upprustningen av försvaret leder samtidigt till att en större del av statens inkomster måste läggas på försvaret. Utbyggnaden av försvaret väntas leda till att statliga investeringar och konsumtion växer snabbt de kommande åren.

Starka offentliga finanser



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Medan många länder i Europa behöver konsolidera de offentliga finanserna handlar debatten i Sverige om att statsskuden är onödigt låg. De senaste årens åtstramande finanspolitik har bidragit till att statens finanser har blivit ännu starkare, trots hög inflation och svagare konjunktur. I år försämras statens finanser något då skatteintäkterna dämpas av det svaga konjunkturläget och att Riksbanken bedöms få ett kapitaltillskott på knappt 45 miljarder kronor för att täcka förlusterna de har gjort på sina värdepappersköp. En mer expansiv finanspolitik bidrar till underskott även 2025 och 2026. Underskotten är dock små i relation både till konjunkturläget och jämfört med de flesta andra länder. Den offentliga skuldsättningen bedöms ligga kvar på låga nivåer och stabiliseras på knappt 33 procent av BNP under 2025 och 2026.

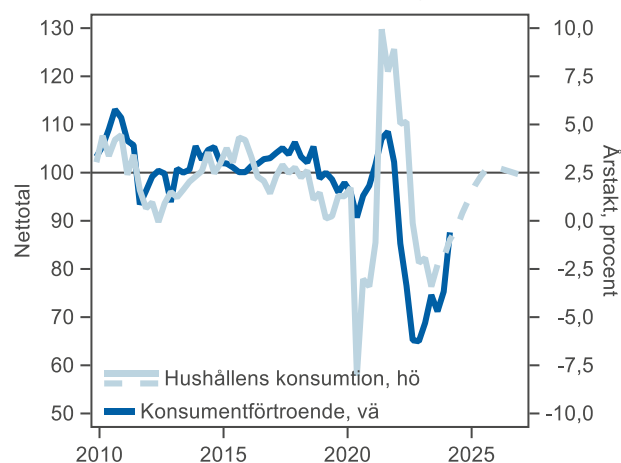
Konsumtion och bopriser ökar igen

Trots viss uppgång i arbetslösheten har hushållens framtidsutsikter ljusnat och aktiviteten på bostadsmarknaden börjat återhämta sig efter över ett års stiltje. Fallande inflation och utsikter om sjunkande räntor ger stöd till både hushållens konsumtion och till bostadsmarknaden. Vi räknar med att konsumtion och bostadspriser nu börjar stiga, nära i takt med inkomsterna. Bostadspriserna utvecklas relativt lika över landet men framtida prisutveckling är kopplat till utbudet av bostäder. Befolkningstillväxten talar för ett större byggbehov av bostäder i storstads- och universitetslän, vilket även ser ut att reflekteras i påbörjade byggstarter. Nya befolkningsprognoser visar dock på kraftigt minskad befolkningstillväxt de kommande tio åren i Sverige, där flertalet län kan räkna med krympande befolkning. Det betyder dystra byggutsikter men också risk för förvärrad arbetskraftsbrist i norr.

Köpkraften stärks

Hushållens framtidsutsikter har ljusnat under våren i takt med att inflationen sjunkit och Riksbankens räntesänkningar närmat sig. Men det höga kostnadstrycket fortsätter tynga hushållen och konsumenterna är fortfarande mer deppiga än normalt, vilket illustreras av konsumentförtroendet som trots senaste tidens uppgång är kvar långt under historiskt genomsnitt och där hushållens syn på den egna ekonomin idag är fortsatt betydligt sämre än normalt.

Starkt tillförsikt när inflationen sjunker

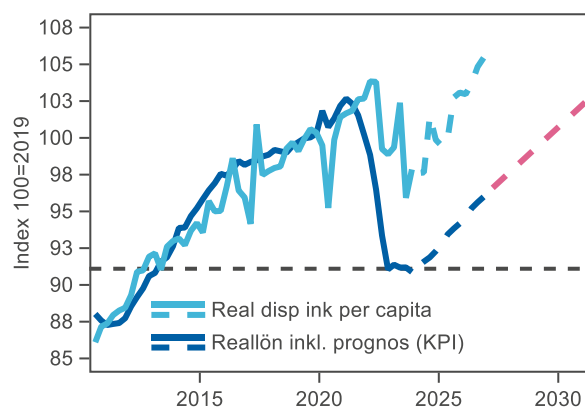


Källor: Macrobond och Handelsbanken

Hushållens köpkraft har kraftigt urholkats av den höga inflationen och reallönenivån är idag på 2013 års nivå. Förhållandevis hög sysselsättningsgrad och höjda pensions- och bidragsnivåer efter indexuppräknings med inflationstakten har dock dämpat fallet i disponibelinkomsten och hushållens konsumtion. Vi räknar med att reallöner och disponibelinkomst nu åter börjar öka, givet inflation som närmar sig målet och överenskomna löneavtal. Men det handlar snarare om en normalisering av reallönetillväxten och i slutet av vår prognosperiod har återhämtningen av reallönerna endast kommit ungefär halvvägs tillbaka till 2013 års nivå, enligt vår

bedömning. Om man utgår från den historiska reallöneökningen, kommer det dröja till och med 2031 innan reallönetappet återhämtats.

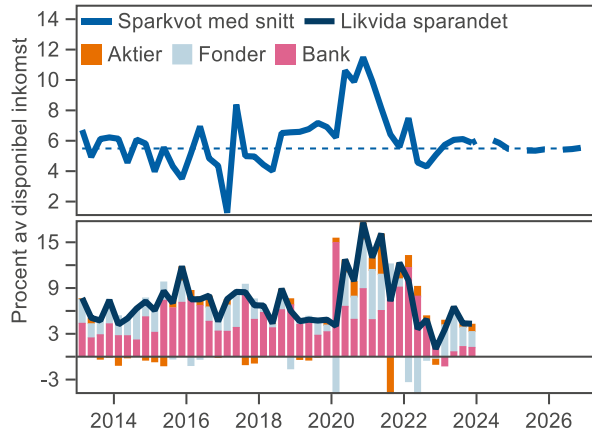
Reallönerna stiger under 2024



Anm.: Framskrivning 2027-2031 med den genomsnittliga reallöneökningen under perioden 1995-2021.
Källor: Macrobond och Handelsbanken

Vi räknar med att konsumtionen ökar nära i takt med inkomsterna framöver, vilket innebär att hushållens sparkvot förblir kring dagens nivå och i linje med genomsnittet under 2013–2019. Det högre ränteläget kan bidra till att hushållen upplever det mer fördelaktigt än vanligt att spara i dagsläget, samtidigt som hushållen kan vilja börja konsumera mer igen när reallöner åter stiger och oron kring hushållens ekonomi lättar. Vi kan notera att sammansättningen av sparandet ändrats de senaste två åren, där nysparande på bankkonto nästintill har upphört till förmån för sparande i fonder, vilket innebär att sparandet har blivit mindre likvitt. Vid sidan av detta har kreditutlåningen stannat upp och amorteringar stigit kraftigt, med nära 70 procent från inledningen av 2020 till tredje kvartalet 2023, varpå skuldsättningen som andel av inkomst har sjunkit.

Sparkvoten kring "normala" nivåer framöver

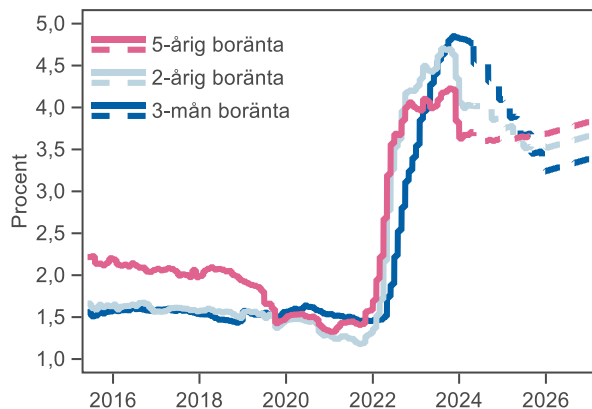


Anm.: Snittet avser perioden 2013-2019.
Källor: Macrobond och Handelsbanken

Stigande optimism på bostadsmarknaden

Försäljningsaktiviteten har visat tydliga tecken på återhämtning under inledningen av året och antalet genomförda försäljningar har närmast sig normal nivå, inte minst för villor. En viktig faktor bakom den ökade optimismen är hushållens ränteförväntningar som sjunkit i takt med Riksbankens kommunikation kring framtida räntor. Riksbankens räntesänkning med 25 punkter den 8:e maj var ett första steg och vår vy på räntebanan talar för att storbankernas genomsnittliga rörliga boräntor kommer sjunka med omkring 1,5 procentenheter kommande två år, till lite under 3,5 procent 2026. Samtidigt räknar vi med att boräntor med långa löptider utvecklas nära sidledes, i linje med vår vy på marknadsräntor.

Snitträntorna på bolån sjunker, mot ca 3,5%

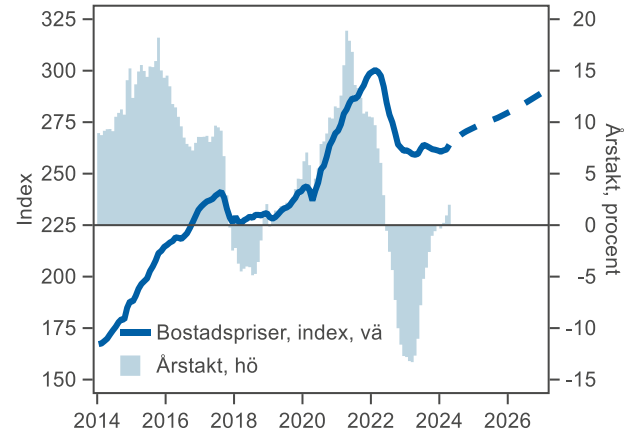


Anm.: Prognos över storbankernas genomsnittliga snitträntor på bolån.
Källor: Macrobond och Handelsbanken

Bostadspriserna har varit nära oförändrade sedan hösten 2022 och det avvaktande läget på bostadsmarknaden har präglat samtliga regioner. Vi bedömer att bostadspriserna nu trendmässigt åter börjar öka. Sedan januari har pristrenden enligt HOX-index stigit med drygt en procentenhet.

Boräntekostnaderna förblir dock betydligt högre än under åren före pandemin vilket begränsar boprisernas utveckling framöver. Vår bedömning är att bopriserna vänder upp nu och ökar med ca 3–4 procent per år 2025-26, i linje med inkomsterna.

Priserna vänder upp, men toppnivåer dröjer



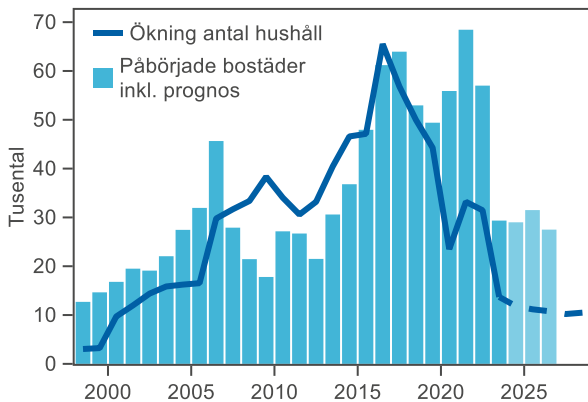
Anm.: Säsongsjusterad månadsförändring resp årstakt.
Källor: Macrobond, Valueguard och Handelsbanken

Amorteringskrav och bolånetak begränsar kreditutlåningen och förhindrar en snabb uppgång i bopriserna, bedömer vi. Ett tecken på detta, som vi har skrivit om tidigare, är att bostadspriserna på ettor i Stockholms län har planat ut sedan 2016. Samtidigt rådde det en större brist på stora lägenheter under 2021–2022, och priserna på dom ligger fortfarande kvar relativt högt. På länsnivå har bostadspriserna utvecklas förhållandevis likartat men framtida regionala prisutveckling är kopplat till befolkningstillväxten och utbudet av bostäder.

Trendskifte i befolkningstillväxten

Nya befolkningsprognoser visar på kraftigt minskad befolkningstillväxt kommande tio åren i Sverige. Vi har sedan tidigare bedömt att bostadsmarknaden lär ha svårt att absorbera en byggtakt i paritet med Boverkets bedömda byggbehov på 67 000 bostäder per år, utifrån hushållens betalningsförmåga och väntad inbromsning i befolkningstillväxten. Nedrevideringen av befolkningsprognosen som redovisades i slutet av april, med 288 000 lägre folkmängd 2035, förstärker bilden ytterligare. Läs mer om vår byggprognos i artikeln om Sveriges BNP, arbetsmarknad och offentliga finanser.

Ingen uppgång i byggandet



Anm.: SCB:s befolkningstillväxt, antar i genomsnitt 2,2 personer per hushåll.

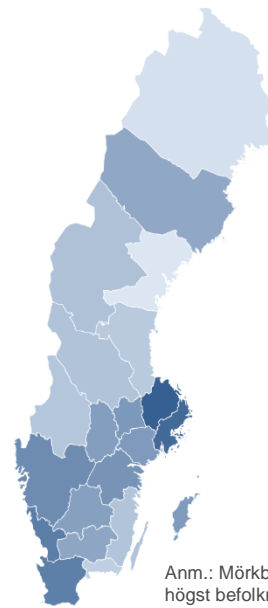
Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken.

Kommande tio åren beräknas nu befolkningen i Sverige öka med drygt en kvarts miljon personer, eller ca 0,25 procent per år, enligt SCB:s framskrivningar. Det innebär ett trendskifte jämfört med befolkningstillväxten föregående tio år, om ca 0,9 procent per år. På nationell nivå drivs befolkningstillväxten framöver till fullo av positivt invandringsnetto, medan födelseöverskottet är negativt, dvs. det är färre som föds än som dör. Uppdaterade regionala befolkningsprognoser publiceras först i juni, men i avvaktan på dem tittar vi nedan närmare på i vilken grad bostadsbyggandet speglar byggbehoven och hur arbetsmarknadssituationen ser ut på länsnivå.

Uppsala är landets snabbast växande län

Aktuella regionala befolkningsprognoser pekar på att befolkningen framförallt växer i storstäder och universitetslän, med procentuellt sett snabbast befolkningstillväxt i Uppsala län. Samtidigt är utsikterna för befolkningstillväxt i många andra län dystra, där flertalet län med Norrbotten, Västerbotten, Blekinge och Kalmar län i spetsen möter en krympande befolkning.

Befolkningstillväxt per län 2023-2035



Anm.: Mörkblå anger län med högst befolkningstillväxt
Källor: SCB och Handelsbanken

I de län där det förväntas en krympande befolkning är det i regel både på grund av ett negativt födelseöverskott och en nettoutflyttning till andra län. En sådan utflyttning (negativt inrikes flyttningsnetto) sker dock även från Stockholm. Men det innebär inte att storstäder håller på att urholkas. Tvärtom, storstadsområden har en ung befolkning och ett positivt bidrag från att många barn föds och växer upp i städerna varpå städerna växer både genom förtätning och utbredning. Breddningen gynnar närliggande län, exempelvis motverkas Södermanlands och Hallands läns negativa födelseöverskott av en stor inflyttning. Störst flyttnetto mellan två län 2023 var det från Stockholm till Uppsala respektive till Södermanland.

I 8 av Sveriges 21 län var inrikes inflyttningen större än utflyttningen ifjol, däribland Östergötland och Västerbotten. En stor inflyttning sker till universitets- och högskolestäder, något som delvis är kopplat till den demografiska utvecklingen. Skåne och Uppsala var de län med högst inrikes nettointflyttning ifjol där över hälften av Uppsalas nettointflyttning utgjordes av ett flyttningsöverskott från Stockholms län.²

Högre byggtakt i tillväxtlän

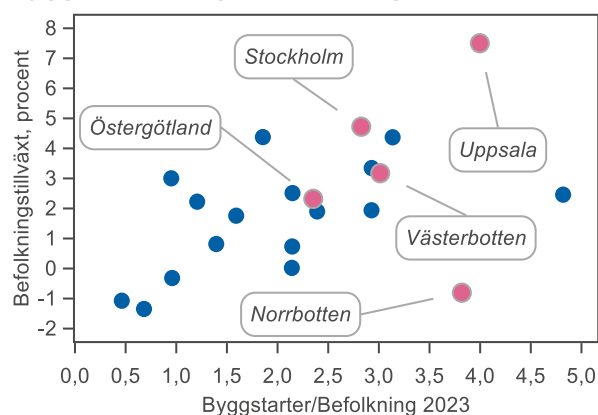
Enligt kommunernas senaste bedömning råder det underskott på bostäder i varannan kommun. Det är tydligt mindre än för ett år sedan och indikerar en generellt sett minskad bostadsbrist. Knappt hälften av högskolekommunerna anger underskott på studentbostäder, där några svarar att lediga bostäder är för dyra för studenterna. Drygt 80 procent svarar att det främsta hindret till byggandet

² Fler inflyttare än utflyttare i 8 av 21 län (scb.se)

är höga produktionskostnader och två tredjedelar anger svårigheter för privatpersoner att få lån.

Inbromsningen av bostadsbyggandet de senaste åren har varit kraftig i samtliga regioner. Trots betydande variationer mellan län var det en halvering av antal byggstartar mellan 2021–2023 i såväl Stockholm, Göteborg och icke-storstadskommuner sammantaget. Generellt byggs det mest i de regioner där befolkningen ökar snabbast. Exempelvis uppvisar Uppsala en förhållandevis hög byggtakt sett till antal byggstartar i förhållande till tusen invånare. Och i Västernorrland är såväl befolkningstillväxten som byggtakten av bostäder låg. Två län sticker dock ut när vi studerar byggstarterna 2023 i förhållande till befolkningstillväxten, i Södermanlands län och Norrbottens län byggdes förhållandevis många bostäder i förhållande till befolkningstillväxten, enligt vår analys. Det behöver dock inte vara felallokering av resurser då exempelvis Norrbotten kan ha behov av fler nya bostäder för att locka till sig nya invånare.

Byggstartar speglar befolkningstillväxten



Anm.: Befolkningstillväxt 2019-2023 i resp län vs Antal byggstartar per tusen invånare år 2023.

Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken

Stora rekryteringsproblem i övre Norrland

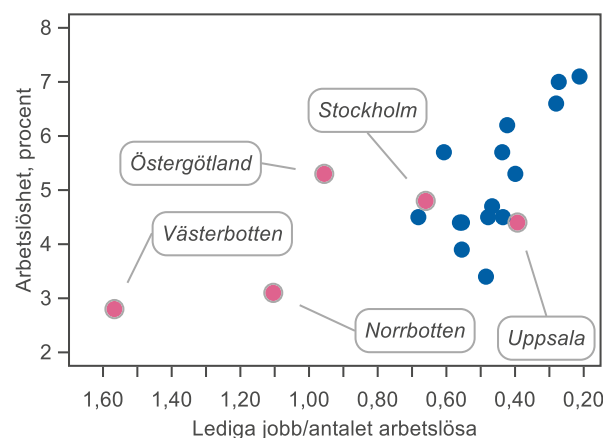
Det senaste året har arbetslösheten stigit i samtliga län i Sverige, men arbetslöshetsnivåerna skiljer sig mycket åt. I Skåne, Gävleborg och Södermanland är arbetslösheten förhållandevis hög, medan den är lägst i Västerbotten och Norrbotten. Skillnaderna kan bland annat komma av olika branschammansättning, men även av skillnader i exempelvis demografi och utbildningsnivå i relation till företagens behov.

Det senaste året har arbetskraftsbristen i industrin lättat något inte minst i Övre Norrland, enligt Konjunkturinstitutets barometerundersökning. Men en åldrande befolkning och pågående och planerade stora industrisatsningar kopplat till inte minst den gröna omställningen talar för en trendmässigt stark

efterfrågan på arbetskraft. Enligt en enkätundersökning från Tillväxtverket upplever företag i Norrlandslänet större problem med tillgång till lämplig arbetskraft än i övriga Sverige. Kompetensbristen är både kopplad till de sökandes individegenskaper och ortspecifika faktorer, såsom möjligheten att ordna en bostad på orten.

Ett mått på hur svårt företagen har att rekrytera personal är antalet lediga jobb i förhållande till antalet arbetslösa. Detta mått stöder hypotesen att arbetskraftsbristen är stor i Norrbotten och Västerbotten, där även arbetslöshetsnivån är låg. På samma sätt uppvisar Skåne och Uppsala län lägre problem med arbetskraftsbrist genom att inte bara ha hög arbetslöshet utan också lägst antal lediga jobb per arbetslös. Men Östergötland hamnar förhållandevis högt jämfört med övriga län när det kommer till lediga jobb, trots att arbetslösheten är högre än i många andra län. Det kan tyda på att matchningsproblemen är större i Östergötland. Noterbart är det stora antalet lediga jobb i offentlig sektor i länet. Medan rikssnittet visar på att en tredjedel av antalet lediga jobb är i offentlig sektor är andelen dubbelt så stor i Östergötland.

Het arbetsmarknad i Övre Norrland



Anm: Data för 2023Q4.

Källor: Macrobond, BAS (SCB) och Handelsbanken

Sammantaget drar vi några slutsatser från detta.

- 1) Befolkningstillväxten bromsar in kraftigt och utan nettoinvandring skulle befolkningen i Sverige krympa.
- 2) Trendskiftet medför dystra byggutsikter. Behovet av nya bostäder är störst i storstadslän och universitetslän, vilket även reflekteras i påbörjade byggstartar.
- 3) Krympande befolkning i många län riskerar att förvärra redan svår arbetskraftsbrist, inte minst i Norrland.

Riksbankens räntesänkingsläge besvärligt

Lägre inflation är den ljusning vid horisonten som hushållen och Riksbanken har väntat på och en tidig räntesänkning har levererats. Men Riksbanken måste fortsätta balansera riskerna och bedöms sänka försiktigt 2024–25. Inflationstryck dröjer sig kvar, inte minst via svag krona. Liksom höjningar fick snabb effekt via hushållens räntekänslighet, kommer sänkningar också göra avtryck. Riksbanken avvaktar med att sänka räntan till september, därefter på vartannat möte tills de kommer ner till 2,25 procent. Marknadspendeln har svängt och nu prissätts för lite räntesänkningar 2025 och 2026, bedömer vi. Ändå förutspår vi fortsatt höga långräntor.

Inflationen öppnade dörren för sänkning...

Sedan december har inflationen sjunkit mer än väntat, trots att året inleddes med snabbare prisökningar i linje med vår prognos från januari. KPIF-inflationen har Riksbankens mål inom räckhåll och låg på 2,3 procent i april. KPIF exklusive energi – en indikator på den underliggande inflationen – har drivit nedgången, efter att ha bromsat in till 2,9 procent, hela 0,6 procentenheter under vår prognos. Som vi framhållit tidigare, har risken för skenande inflation dämpats sedan länge. Därmed innebar de låga utfallen för inflationen att dörren öppnades för en tidig första räntesänkning. Men när beslut fattas om hur stora sänkningar som är lämpliga framöver måste hänsyn också tas till inflationsutsikterna.

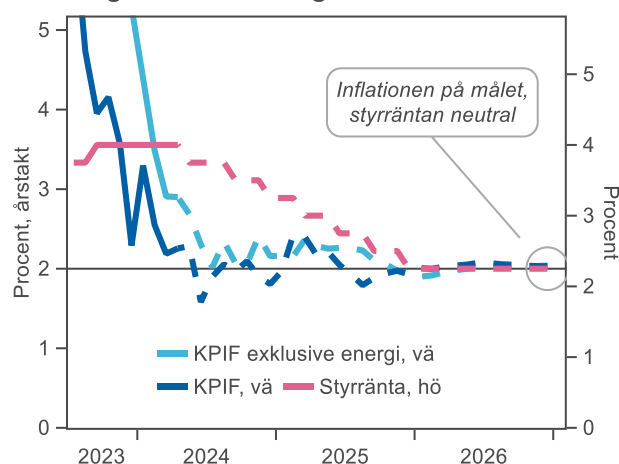
...men knagglig väg framöver

Sammantaget tyder inhemska, enkätbaserade ledande indikatorer på att KPIFXE-inflationen bör landa i intervallet 1,5–3 procent inom rimlig tid. Det är lovande, men vi fortsätter att prognostisera en något förhöjd inflation i närtid – en måluppfyllelse också villkorad på försiktiga räntesänkningar 2024–2025. Skälen är flera. För det första visar en rad globala råvaru-, producent- och konsumentprisindex på avstannande nedgång eller till och med vändning till stigande prisökningar – en drivkraft som nu visar tecken på att som vanligt nå Sveriges öppna ekonomi, med högre utfall i tidigare låga varuprisindikatorer. För det andra har kronan försvagats mer än väntat och vi har reviderat ned prognosen, vilket spiller över i inflationstrycket. Vår prognos är att kronan rör sig mot starkare nivåer på ett varaktigt och tydligt sätt först när Fed påbörjar sina räntesänkningar i september – då stiger investerarnas vilja att hålla mer riskfyllda valutor såsom kronan. Från dagens EUR/SEK på ungefär 11,60, så väntas kronan stärkas till 11,35 i slutet av 2024 och nå 10,60 i slutet av 2026, se även temaartikel Vart är kronan på väg?

Avslutningsvis har analys av företagens prissättning ännu inte gett bevis för att "beteendet" har återgått till förpandemisk norm. Det innebär att framtida

kostnadschocker och växelkursförsvagningar vältas över mer än normalt, med andra ord: ett högre genomslag på inflationen. Vi håller dock fast vid huvudscenariot att inflationen kan betraktas som varaktigt vid 2 procent omkring årsskiftet 2024/2025.

Försiktiga räntesänkningar håller inflation nere



Källor: Macrobond, Statistiska centralbyrån och Handelsbanken

Hög räntekänslighetsrisk även i nedgång

När Riksbanken nu trappar ned sin åtstramande politik, måste man fortsätta ta hänsyn till den höga räntekänsligheten i svensk ekonomi. Den innebär snabb penningpolitisk transmission, så att fullt genomslag nås fort – både av åtstramningar som de senaste åren och lättnader som framgent.

IMF analyserade nyligen skillnader mellan länder vad gäller penningpolitikens effekt via bostadsmarknaden. IMF lyfter först fram Sveriges sjunkande konsumtion och bostadspriser, men finner sedan att känsligheten via bostadsmarknaden endast är genomsnittlig – sannolikt en underskattning, menar vi. Åtminstone två brister i IMF:s resultat för Sverige pekar på det: 1) förekomsten av bolån med fast ränta har i praktiken varit lägre än vad IMF beräknar, eftersom den genomsnittliga bindningstiden är mycket kort, och 2) övervärderingen av bostadspriser mitt under pandemiboomen utesluts, till synes på grund av bristande datatillgång hos IMF,

vilket skönmålar Sveriges känslighet. Vår slutsats är att avtagande inflationstakt och svag tillväxt i Sverige inte är tecken på överdriven åtstramning, utan snarare på snabb transmission.

Riksbankens besvärliga sänkingsläge

Som väntat levererade Riksbanken en duvaktig policyomsvängning i mars. Sett enbart till lägre inflationsutfall, kan det verka som om Riksbanken kommer att sänka styrräntan rejält framöver. Men i ett helhetsperspektiv ser vi Riksbankens läge som besvärligt inför den fortsatta policylättnaden. Dels på grund av utsikterna för inflationen och kronan, samt riskerna till dessa. Och den snabba transmissionsmekanismen, som kräver en försiktig räntesänkningstakt. Slutligen räknar vi med att den neutrala räntan är högre än tidigare. Riksbankens styrränta väntas landa på 2,25 procent när den normaliseras framöver (se temaartikel räntor). Sammantaget räknar vi med att Riksbanken avvaktar med nästa räntesänkning till september och därefter sänker på vartannat möte, tills de kommer ner till 2,25 procent i december 2025. Det finns ett behov av att trappa ner den restriktiva politiken, men mindre än man skulle kunna tro.

Höga långräntor trots räntesänkningar

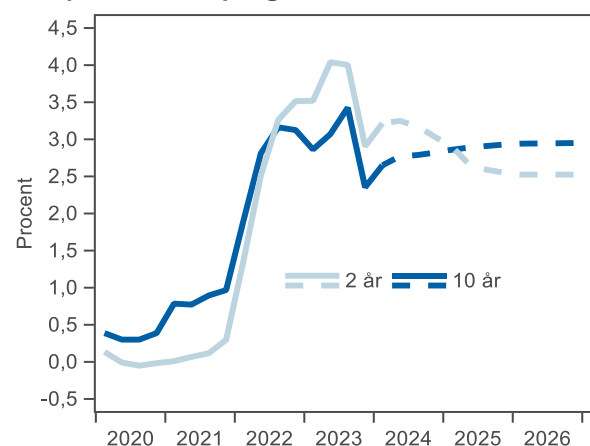
Våra prognoser för centralbanker innebär att sänkingscykeln är nära förestående, eller påbörjad i Riksbankens fall. I vår januarirapport pekade vi på att räntemarknaden var för optimistiska om hur snabbt räntor skulle sänkas. Under året har marknaden gjort en omtolkning av förloppet, en alltför stor i vår mening. Vi räknar nu med att räntor kan komma att sänkas mer än vad marknaden gör under 2025 och 2026.

Styrränteprognoser		Slutet av 2026	
	Nuvarande styrränta	Handelsbanken	Marknaden
Fed	5,38	3,13	3,86
ECB	4,00	2,00	2,45
Riksbanken	3,75	2,25	2,39

Våra prognoser att centralbanker sänker något mer och/eller snabbare än vad marknaden prissätter påverkar våra prognoser för längre räntor. Men långränteprognoser är inte bara ett resultat av förväntningar på framtida styrräntor. Historiskt har investerare krävt en riskpremie, eller löptidspremie, för att låna ut pengar på längre sikt. Det innebär att det funnits ett påslag på längre räntor jämfört med vad en serie av förväntade riskfria korträntor motiverat. Sedan finanskrisen, och till pandemin, har dock löptidspremier varit låga eller till och med negativa i många marknader. Det förklaras delvis av

att centralbanker köpt räntepapper och därmed snedvidit prissättningen av obligationer. I takt med att centralbankers obligationsinnehav minskat har löptidspremier kommit tillbaka. Vi räknar med att fortsatt minskade balansräkningar i kombination med ökad statsskuld i många länder gör att löptidspremier fortsätter att öka något under prognoshorisonten. Därmed räknar vi med att längre räntor totalt sett hålls uppe trots att centralbanker sänker lite mer än marknader diskonterar i dagsläget.

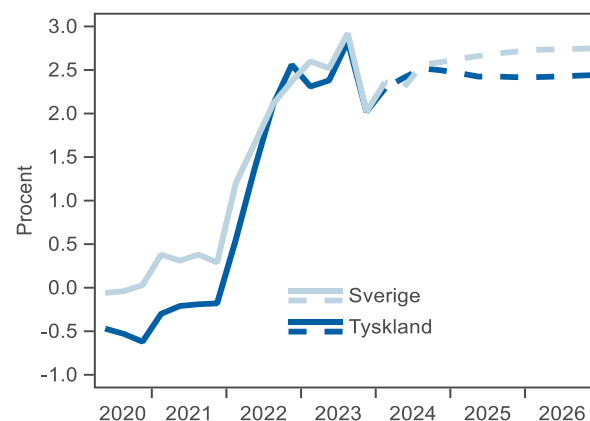
Swapräntor och prognoser



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Skillnaden mellan svenska och tyska räntor har rört sig på tvärs med våra prognoser i år. Svenska statsobligationsräntor ligger nu under Tyskland över hela kurvan. Det avspeglar bland annat en skillnad i förväntningar på penningpolitiken. Vi räknar med att återhämtningen blir kraftigare i Sverige än i euroområdet, en spegelbild av de senaste två åren då högre räntekänslighet i svensk ekonomi medfört svagare BNP-tillväxt. I takt med att fokus skiftar mot återhämtning i konjunkturen räknar vi med att räntemarknaden går tillbaka till att prissätta att den svenska räntenivån högre än den tyska både för statsobligationer och swapräntor.

Statsobligationsräntor och prognoser



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Temaartikel: Kronan

Vart är kronan på väg?

Kronan är på svaga nivåer, men det finns ett antal faktorer som talar för att den kommer att stärkas framöver. På kort sikt handlar det om att Fed behöver inleda räntesänkningar för att riskaptiten ska återvända på valutamarknaderna. På lång sikt finns det flera strukturella, ekonomiska faktorer som talar för att kronan är undervärderad och därför bör stärkas. Vi kompletterar vår modellbaserade analys genom att blicka bakåt och identifiera de faktorer som drivit kronan till dagens svaga nivåer, och diskuterar vilka av dessa som bör reverseras – och därmed gynna kronan – samt vilka som är bestående och därmed inte bör gynna kronan. Vi landar i att kronförstärkningen kommer att gå något långsammare än vad vi tidigare haft i våra prognoser. Det motiveras bland annat av att det kan ta tid för investerarna att ändra sin grundläggande syn på kronan, som till viss del ändrades av den mjuka penningpolitik som fördes mellan 2013 och 2019.

På kort sikt är kronan i händerna på Fed

Kronan har under de senaste åren samvarierat tydligt med det globala ränteläget, i synnerhet med de amerikanska räntorna. I takt med att räntorna steg under 2022 och 2023 försvagades kronan med omkring 20 procent mot både dollarn och euron.

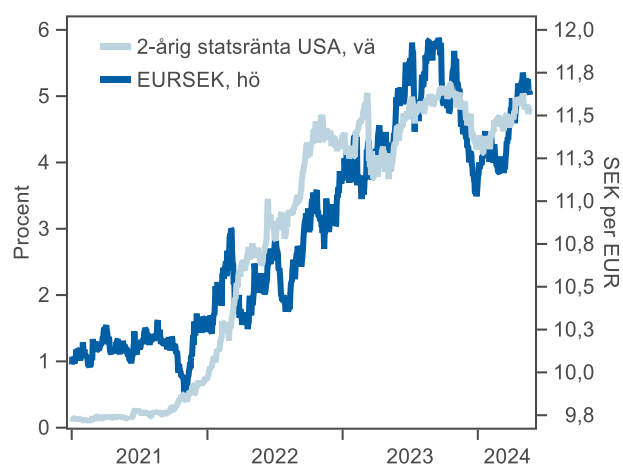
Så länge Fed håller de amerikanska räntorna på dagens höga nivåer är riskerna för den globala konjunkturen förhöjda, och viljan bland investerarna att hålla mer riskfyllda valutor är låg. I ett sådant läge brukar dollarn gå starkt, medan exempelvis den svenska och den norska kronan brukar gå svagt. När inflationen i USA faller tillbaka, och Fed inleder räntesänkningar, kommer troligtvis detta att reverseras – oron för den globala konjunkturen minskar, och riskviljan på valutamarknaderna återvänder. Då bör kronan stärkas mot såväl dollarn som euron. Vår prognos är att Fed påbörjar sina räntesänkningar i september, och då kan även kronan, på ett varaktigt och tydligt sätt, röra sig mot starkare nivåer. Men vilka nivåer kan man tänka sig på lång sikt, och vilka faktorer är det som kommer att driva kronan?

Kronan undervärderad på lång sikt

Det kanske enklaste sättet att skaffa sig en uppfattning om en långsiktig jämviktsnivå för en växelkurs är att utgå från köpkraftsparitet (PPP)³³. Under antagandet att köpkraftsparitet håller ska den reala växelkursen vara stationär, vilket innebär att den tenderar att återgå till en jämviktsnivå (se ruta nedan). En vanlig skattning av denna nivå är ett genomsnitt av den historiska reala växelkursen. Det är dock inte uppenbart vilken deflator (prisindex) man ska använda för att omvandla den nominella växelkursen till en real växelkurs, och skattningen

kan skilja sig en hel del beroende på vilken deflator man använder. En vanligt förekommande deflator är OECD:s beräkningar av PPP, och baserat på dom är kronans växelkurs mot euron undervärderad med cirka 8 procent, vilket skulle innebära en jämviktskurs på 10,80 kronor per euro. Om man istället använder HIKP som deflator får man en undervärdering på cirka 20 procent, och en jämviktskurs på 9,40 kronor. Valet av deflator får alltså stor betydelse.

Kronans växelkurs och amerikansk statsränta



Källor: Macrobond och Handelsbanken

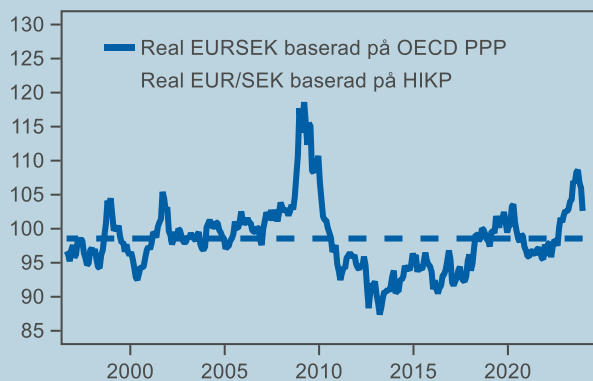
En nackdel med den här metoden är att man är begränsad till den data som finns tillgänglig. När vi beräknar den genomsnittliga reala växelkursen om 30–40 år har vi betydligt mer data, och man kan landa i en helt annan jämviktskurs. Då kanske det visar sig att dagens nivåer är i linje med jämviktskursen.

³³ Köpkraftsparitet mäter prisskillnaden på jämförbara varor och tjänster mellan länder.

Skillnad nominell och real växelkurs

Den nominella växelkursen visar hur många kronor som en enhet av den utländska valutan kostar. I skrivande stund kostar exempelvis en dollar ungefär 10.80 kronor. Den reala växelkursen fångar däremot köpkraften som kronan har i utlandet jämfört med i Sverige, och då behöver man ta de relativa prisnivåerna i beaktning. Antag att en vara som kostar 100 kronor i Sverige kostar 10 dollar i USA, vilket då motsvarar 108 kronor. Om den nominella växelkursen skulle stiga (kronan försvagas) blir det ännu dyrare att köpa varan i USA, och det innebär att även den reala växelkursen försvagas. Detsamma gäller om prisnivån i utlandet stiger, eller om prisnivån i Sverige sjunker. I båda fallen försvagas kronans reala växelkurs. En svagare real växelkurs innebär att man får färre varor och tjänster i utlandet för sina svenska kronor.

Stor skillnad mellan måtten på real växelkurs



Anm: Streckade linjer avser genomsnitt under perioden 2000-2024 och är en uppskattning av jämviktskursen enligt köpkraftspariteten.

Källor: Macrobond, OECD och Handelsbanken

En mer dynamisk modell

En annan nackdel med antagandet om köpkraftsparitet är att det inte tar i beaktning att olika ekonomier kan utvecklas på olika sätt. Det kan handla om att handelsmönster förändras, eller att ekonomierna växer i olika takt. Det är därför vanligt att använda modeller som baseras på strukturella ekonomiska faktorer, som bytesbalans, bytesförhållande och relativ produktivitet.

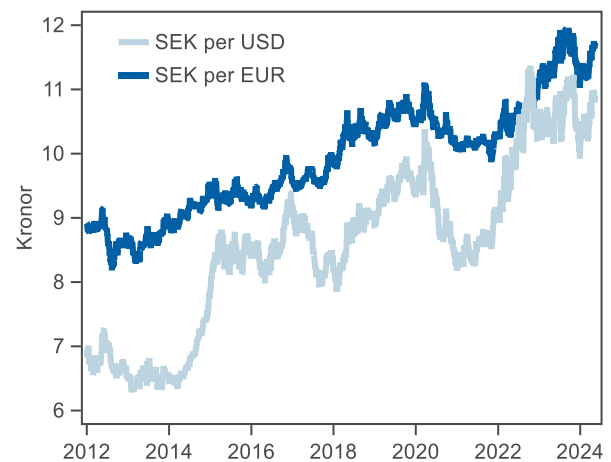
Skattningen av en sådan modell visar att kronan är ungefär 6 procent undervärderad, i KIX-termer. Tittar vi närmare på de ingående variablerna ser vi att den relativa produktiviteten har stigit de senaste 30 åren, vilket innebär att produktiviteten i Sverige har ökat mer än i omvärlden. Det är något som borde bidragit

⁴ Riksbanken har skrivit om den svaga kopplingen mellan bytesbalansen och växelkursen; se José Camacho och Anders

till en starkare växelkurs. Bytesförhållandet sjönk under 1990-talet och fram till 2005, vilket indikerar att vi fick mindre betalt för vår export jämfört med vad vi betalade för vår import, och det bidrog till att växelkursen försvagades.

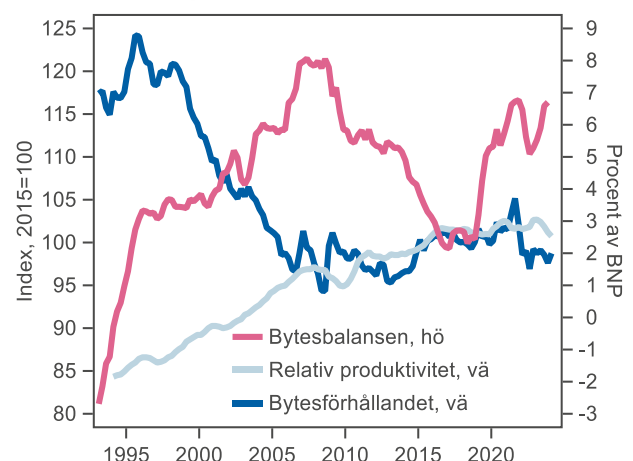
Bytesbalansen har varit positiv sedan mitten av 1990-talet, det vill säga exporten har varit större än importen. Det är dock inte uppenbart på vilket sätt bytesbalansen påverkar växelkursen. Enligt en del teorier bör ett bytesbalansöverskott leda till en försvagning av valutan och enligt andra teorier leder det till en förstärkning.⁴ I vår modell är överskottet förknippat med svagare valuta och därför har det stora bytesbalansöverskottet bidragit till att jämviktskursen för kronan har försvagats.

Kronans växelkurs mot euron och dollarn



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Faktorer som påverkar reala växelkursen



Källor: Macrobond och Handelsbanken

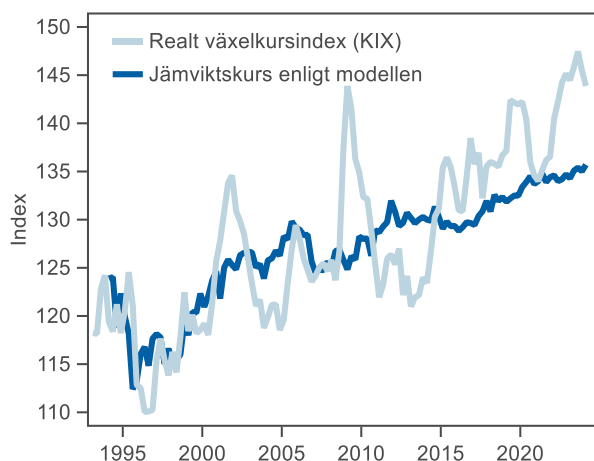
Lindström, "Växelkurs och betalningsbalans – ett samband som gått vilse?" Riksbanken, 2021.

Flera nackdelar med modellerna

En annan nackdel med modellen är att den grundar sig i bytesbalansen, och tar inte i beaktning den finansiella balansen, vilket är den andra stora delen av betalningsbalansen (se ruta om betalningsbalansen för mer detaljer). Den klassiska teorin grundar sig i att flöden uppstår i bytesbalansen av att företag exporterar och importerar, och att dessa flöden sedan behöver speglas i den finansiella balansen. Modellen tar därmed inte i beaktning strukturella förändringar inom det finansiella sparandet, vilket är något vi återkommer till längre ner.

Ytterligare ett frågetecken kring modellerna är hur starka krafterna är att driva tillbaka kronan mot det långsiktiga värde som indikeras av modellerna. När växelkursen avviker markant från jämviktscursen kan man tänka sig att krafterna är starkare än när växelkursen avviker i mindre utsträckning. Det är troligt att det krävs en stor avvikelse - större än vad vi ser idag – innan den här kanalen skapar ett betydande tryck på växelkursen mot sin jämviktscurs.⁵

Index för rea växelkursen



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Tittar bakåt för att titta framåt

Båda modellerna har tydliga nackdelar, men kan ändå utgöra en god grund för uppskattningen av jämviktswäxelkursen. För att komplettera den bilden kan det vara användbart att blicka tillbaka på de faktorer som har påverkat kronan under de senaste 10–15 åren, och sedan ställa sig följande frågor:

- Vilka faktorer har drivit kronan?
- Vilka av dessa kan väntas reverseras framöver, och vilka kan väntas kvarstå?
- Ser vi några nya faktorer som kan påverka kronan framöver?

Under de senaste drygt 10 åren har kronan försvagats i två olika episoder, dels från 2013 och fram till pandemin, dels under åren 2022 och 2023. Den senare perioden är starkt kopplad till att räntorna i såväl Sverige som omvärlden har stigit och investerarna på valutamarknaden har sökt sig till

Betalningsbalansen

- Betalningsbalansen är en sammanställning av ett lands ekonomiska transaktioner med omvärlden. Den kan delas in i tre delar: bytesbalans, finansiell balans och kapitalbalans, där de två förstnämnda är störst och viktigast. Något förenklat kan man utgå ifrån att nettot i bytesbalansen ska matchas av ett motsvarande netto i den finansiella balansen, så att summan blir noll.
- Bytesbalansen består primärt av landets export och import av varor och tjänster. Den finansiella balansen är i grova drag skillnaden mellan svenska finansiella investeringar i utländska tillgångar och utländska finansiella investeringar i svenska tillgångar. Dessa investeringar avser bland annat direktinvesteringar, portföljinvesteringar och valutareserven. För mer detaljer kring betalningsbalansen se en artikel av SCB [här](#).

säkrare valutor. Detta hänger ihop med vår syn på kort sikt, att när de amerikanska räntorna så småningom faller kommer kronan att stärkas, på ett sätt som reverserar en del av den försvagning vi har sett under 2022 och 2023.

⁵ Teorin kring PPP baseras exempelvis på att när kronans växelkurs är svagare än jämviktscursen, blir det relativt billigt för utländska aktörer att köpa varor i Sverige. Det bidrar till en ökad efterfrågan på kronor, vilket i sin tur gör att växelkursen stärks. Men det finns många friktioner som gör att den här kraften är

relativt svag, inte minst skulle det kosta att transportera varor tillbaka till hemlandet, det kan finnas handelstullar, osv. Det gör att växelkursens avvikelse från jämviktscursen kan vara relativt stor utan att det uppstår ett tydligt tryck tillbaka mot jämviktscursen.

Mjuk penningpolitik en viktig faktor

Försvagningen under perioden innan dess hade troligtvis mycket (men inte bara) med penningpolitiken att göra. Riksbanken bedrev en extremt expansiv penningpolitik med syfte att få upp inflationen, som var längre ifrån målet i Sverige än i många andra länder. Bland annat sänkte man räntan till minusnivåer, vilket gjorde det mindre attraktivt att investera i svenska tillgångar, och det blev snarare en lönsam strategi att sälja kronor. Riksbanken köpte även stora volymer statsobligationer, och en sidoeffekt av de köpen blev att marknaden för statsobligationer började fungera allt sämre, vilket även det bidrog till att utländska investerare lämnade den svenska statsobligationsmarknaden.

I början av 2016 skaffade sig Riksbanken ett mandat att snabbt kunna intervensera på valutamarknaden om kronan skulle stärkas kraftigt, mot bakgrund av att inflationen då var klart under målet. Mycket tyder på att även detta gjorde att globala investerare höll sig borta från att köpa kronor, eftersom en förstärkning i kronan ändå riskerade att reverseras av att Riksbanken skulle kliva in på marknaden och intervensera.

Det finns även tecken på att försvagningen av kronan under den här perioden förstärktes av att investerarna positionerade sig för en allt svagare krona, genom olika investeringsstrategier som exempelvis carry och momentum.⁶

Reversering av kron-negativa effekter

Mycket tyder på att en del av dessa effekter, som har tyngt kronan, kommer att reverseras framöver. Effekterna på inflationen av den okonventionella, och extremt expansiva, penningpolitiken är svåra att fastställa, samtidigt som sidoeffekterna visade sig vara större än många trodde. Minusräntan tolkades av många som en signal om att penningpolitiken var i ett krisläge, vilket rimmade dåligt med det faktum att ekonomin gick relativt bra under den här perioden. Ett av skälen till att Riksbanken till slut övergav minusräntan och höjde räntan till noll, i början av 2020, var troligtvis för att dämpa kritiken kring minusräntan.

Sidoeffekterna av de storskaliga tillgångsköpen blottades på ett närmast brutalt sätt i samband med att centralbankerna höjde sina styrräntor under 2022 och 2023. De högre räntorna gjorde att värdet på

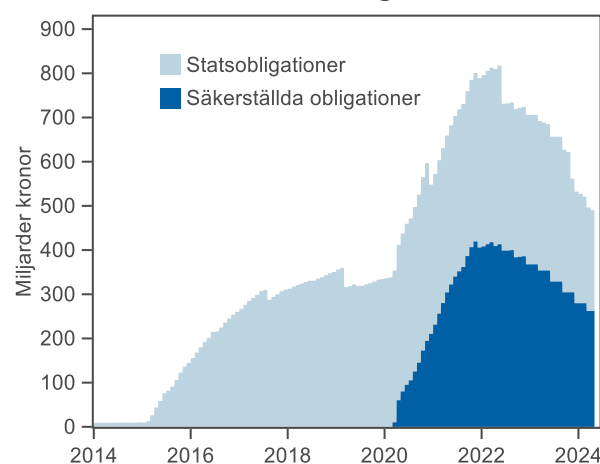
⁶ Carry-strategier innebär bland annat att man säljer valutor med låga räntor, som kronan under den här perioden. Momentum-strategier handlar om att köpa valutor som går starkt och sälja de som går dåligt, och när kronan trendmässigt försvagades indikerade strategin att man skulle fortsätta sälja kronor.

centralbankernas obligationsinnehav sjönk, vilket tvingade Riksbanken, och andra centralbanker, att redovisa stora finansiella förluster.

Riksbanken minskar nu sitt obligationsinnehav i en relativt hög takt och har aviserat att man kommer att återkomma under 2024 med en analys om en lämplig storlek på innehavet på lång sikt. I takt med att innehavet minskar ökar det tillgängliga utbudet av statsobligationer på marknaden. Det gör att marknaden börjar fungera bättre, vilket även framkommer i de undersökningar som Riksbanken och Riksgälden gör. Det i sin tur bör göra att svenska tillgångar blir allt mer attraktiva bland de internationella investerarna.

Det ska även tilläggas att den nya Riksbankslagen, som trädde i kraft i början av 2023, gör det svårare för Riksbanken att använda tillgångsköp för att påverka inflationen.

Riksbankens innehav av obligationer



Källor: Macrobond och Riksbanken

Ingen lätt uppgift för Riksbanken

Mot bakgrund av resonemanget ovan, antar vi att Riksbanken kommer att vara betydligt mer återhållsam framöver när det kommer till att använda de okonventionella penningpolitiska verktygen. Men med det sagt är det ingen lätt uppgift för Riksbanken, om det skulle vara så att inflationen mer varaktigt avviker från målet (på framför allt nedsidan).⁷ I ett sådant läge riskerar inflationsförväntningarna att släppa sin förankring till inflationsmålet, och då kan

⁷ En inflation som överstiger målet kan alltid motverkas av räntehöjningar, men när inflationen understiger målet kan penningpolitiken begränsas av den nedre gränsen – att styrräntan inte kan sänkas tillräckligt mycket för att få upp inflationen igen.

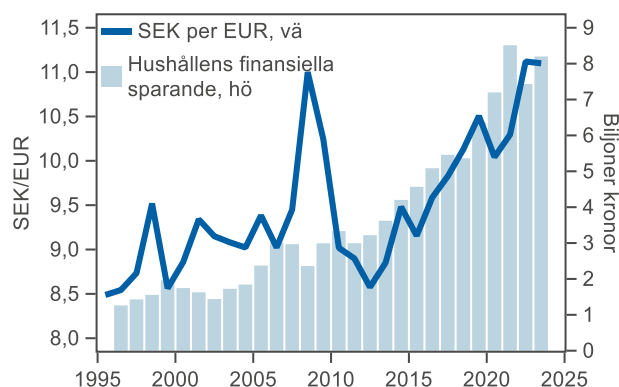
man behöva förlita sig på kommunikationen i en allt större utsträckning, vilket kan vara en svår uppgift.

Svenskt sparande i utländska tillgångar

En annan förklaring till att kronan har försvagats från eurokrisen och framåt är att det svenska sparandet – bland såväl fonder som hushåll – i allt större grad har placerats i utländska tillgångar. Det innebär att man har sålt kronor och köpt utländsk valuta, vilket försvagar växelkursen.

Till skillnad från de penningpolitiska faktorerna kommer det finansiella sparandet i utländska tillgångar troligtvis att vara högt även framöver. Det drivs exempelvis av att efterfrågan på tech-aktier – inte minst AI-relaterade aktier – kommer att vara hög och att dessa bolag växer sig starkast i USA.

Hushållens finansiella sparande



Anm: Hushållens finansiella sparande är summan av utestående banksättningar, aktie-, obligations- och fondinnehav.

Källor: Macrobond och SCB (Sparbarometern)

När en fond eller ett hushåll säljer kronor för att köpa utländska aktier måste den transaktionen mötas av en annan aktör, som är villig att sälja utländsk valuta och köpa kronor. Av de skäl som vi har diskuterat ovan, som i stor utsträckning har med penningpolitiken att göra, har viljan att köpa kronor varit låg. I ett sådant läge får därför flödena från hushållen och fonderna ett förhållandevis stort avtryck på växelkursen, som försvagas mer än om viljan att hålla kronor hade varit större. I takt med att kronan blir en mer attraktiv valuta att investera i bör därför effekterna av flödena från hushållen och fonderna få ett minskat avtryck.

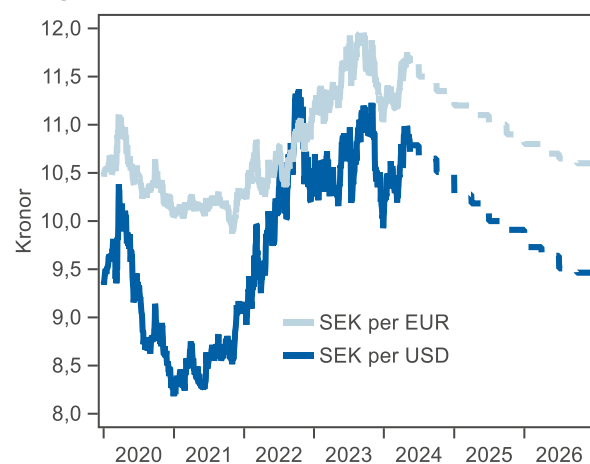
En långsamt starkare krona framöver

Kronans utveckling framöver präglas av stor osäkerhet. På kort sikt finns tydliga risker att nedgången i den amerikanska inflationen dröjer ännu längre, vilket skulle skjuta fram kronförstärkningen ytterligare.

För att kronan ska stärkas på medellång sikt, över de närmaste 2–5 åren, krävs troligtvis att de globala investerarna ändrar sin syn på kronan, från att ha betraktat kronan som en finansieringsvaluta driven av en mjuk penningpolitik och de faktorer som vi diskuterat ovan, till att vara en mer attraktiv valuta att investera i. Vi tror även att Sverige, jämfört med de flesta andra länder, kommer att ha en mer expansiv finanspolitik och en starkare ekonomisk utveckling över de närmaste åren, och det bör gynna kronan på medellång sikt.

På ännu längre sikt är vår syn att de strukturella faktorerna kring svensk ekonomi talar för att kronan är undervärderad. Vår sammantagna bedömning av dels modellskattningarna, dels resonemanget kring de faktorer som modellerna inte lyckas fånga, är att kronans långsiktiga jämviktskurs är ungefär 10 kronor per euro och 8,50 kronor per dollar. Men det kommer troligtvis att ta relativt lång tid för kronan att komma till dessa nivåer. Det motiveras av den höga osäkerheten och att det kan ta tid för investerarna att ändra sin syn på kronan. Mot slutet av vår prognoshorisont, vid utgången av 2026, tror vi att kronans växelkurser mot euron och dollarn är ungefär 10,60 respektive 9,50.

Prognoser på kronans växelkurser



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Nyckeltal

BNP-prognoser

	Årligt genomsnitt			
	2023	2024p	2025p	2026p
Sverige*	0,0	0,4 (0,1)	2,8 (2,4)	2,4 (2,5)
Finland	-1,0	-0,2 (0,1)	1,5 (1,7)	1,6 (1,5)
Norge, fastlandet*	1,1	0,8 (0,1)	1,2 (1,4)	1,5 (1,8)
Euroområdet	0,5	0,7 (0,4)	1,3 (1,3)	1,5 (1,7)
Storbritannien	0,1	0,6 (0,5)	1,4 (1,7)	1,5 (1,8)
USA*	2,5	2,5 (1,6)	1,8 (1,6)	1,6 (1,7)
Kina	5,2	5,0 (4,5)	4,5 (4,3)	4,2 (4,1)

*Kalenderjusterat

Inflationsprognoser

	Årligt genomsnitt			
	2023	2024p	2025p	2026p
Sverige, KPI	8,5	3,3 (3,5)	1,8 (2,0)	1,8 (2,0)
Sverige, KPIF	6,0	2,2 (2,3)	2,1 (2,0)	2,0 (2,1)
Finland	6,2	2,3 (2,2)	2,3 (1,9)	1,8 (2,0)
Norge, KPI	5,5	3,8 (4,2)	3,1 (2,6)	2,7 (2,3)
Norge, kärn	6,2	4,1 (4,6)	3,6 (3,2)	2,8 (2,3)
Euroområdet	5,4	2,3 (2,5)	2,1 (2,0)	2,0 (2,0)
Storbritannien	7,3	2,7 (2,9)	2,3 (2,0)	2,2 (1,7)
USA, kärn	4,1	2,8 (2,5)	2,3 (2,2)	2,0 (2,0)

Arbetslöshetsprognoser

	Årligt genomsnitt			
	2023	2024p	2025p	2026p
Sverige	7,7	8,3 (8,2)	8,1 (8,1)	7,7 (7,8)
Finland	7,2	7,8 (7,6)	7,3 (7,2)	6,9 (6,8)
Norge*	1,8	2,0 (2,2)	2,2 (2,3)	2,2 (2,3)
Euroområdet	6,5	6,7 (6,8)	6,7 (6,8)	6,5 (6,6)
Storbritannien	4,3	4,9 (5,0)	5,1 (5,4)	4,8 (5,2)
USA	3,6	3,9 (4,1)	4,1 (4,4)	4,2 (4,2)

Källa: Handelsbanken

Inom parentes: Handelsbanken Konjunkturprognos 24 januari, 2024

*Registrerad arbetslöshet NAV

Valutaprognoser

	Årets slut			
	2023	2024p	2025p	2026p
EUR/SEK	11,10	11,35 (10,70)	10,90 (10,20)	10,60 (10,00)
USD/SEK	10,04	10,51 (9,47)	9,91 (8,79)	9,46 (8,51)
GBP/SEK	12,75	13,35 (12,59)	12,82 (12,00)	12,47 (11,76)
NOK/SEK	0,99	0,99 (0,96)	0,98 (0,94)	0,97 (0,93)
CHF/SEK	11,98	11,35 (10,92)	10,69 (10,30)	10,19 (10,00)
JPY/SEK	7,12	7,35(6,76)	7,23(6,42)	7,06(6,35)
CNY/SEK	1,42	1,46(1,35)	1,44(1,27)	1,41(1,27)
	2023	2024p	2025p	2026p
EUR/USD	1,11	1,08 (1,13)	1,10 (1,16)	1,12 (1,18)
USD/JPY	141,02	143,00 (140,00)	137,00 (137,00)	134,00 (134,00)
EUR/GBP	0,87	0,85 (0,85)	0,85 (0,85)	0,85 (0,85)
GBP/USD	1,27	1,27 (1,33)	1,29 (1,36)	1,32 (1,38)
EUR/CHF	0,93	1,00 (0,98)	1,02 (0,99)	1,04 (1,00)
USD/CNY	7,08	7,20 (7,00)	6,90 (6,90)	6,70 (6,70)
	2023	2024p	2025p	2026p
EUR/NOK	11,24	11,50 (11,20)	11,15 (10,90)	10,95 (10,80)
SEK/NOK	1,01	1,01 (1,05)	1,02 (1,07)	1,03 (1,08)
USD/NOK	10,17	10,65 (9,91)	10,14 (9,40)	9,78 (9,19)
GBP/NOK	12,92	13,53 (13,18)	13,12 (12,82)	12,88 (12,71)
CHF/NOK	12,14	11,50 (11,43)	10,93 (11,01)	10,53 (10,80)
JPY/NOK	7,21	7,45 (7,08)	7,40 (6,86)	7,30 (6,86)

Källa: Handelsbanken

Ränteprognoser

Styrränta	Årets slut			
	2023	2024p	2025p	2026p
USA	5,375	4,875 (4,375)	3,875 (2,875)	3,12(2,50)
Euroområdet	4,00	3,25 (3,25)	2,25 (2,00)	2,00 (1,75)
Sverige	4,00	3,25 (3,25)	2,25 (2,25)	2,25 (2,25)
Storbritannien	5,25	4,75 (4,50)	4,00 (2,75)	3,00 (2,25)
Norge	4,50	4,50 (3,75)	3,75 (3,00)	3,25 (2,50)
3-månader interbankränta	2023	2024p	2025p	2026p
USA, LIBOR	5,59	5,04 (4,00)	4,04 (2,80)	3,08 (2,55)
Sverige, STIBOR	4,05	3,23 (3,23)	2,25 (2,25)	2,25 (2,25)
Euro Area, EURIBOR	3,91	3,30 (3,30)	2,30 (2,05)	2,05 (1,80)
Norge, NIBOR	4,73	4,85 (4,10)	4,00 (3,35)	3,50 (3,285)
2-årig statsobligationsränta	2023	2024p	2025p	2026p
USA	4,23	4,51 (3,38)	3,70 (2,82)	3,37 (2,74)
Euroområdet (Tyskland)	2,38	2,65 (2,21)	1,98 (1,65)	1,96 (1,60)
Sverige	2,88	2,66 (2,39)	2,22 (2,11)	2,22 (2,12)
Finland	2,41	2,75 (2,15)	2,10 (1,60)	2,03 (1,65)
Storbritannien	3,98	4,00 (3,26)	3,86 (2,57)	3,77 (2,42)
Norge	3,54	4,10 (3,50)	3,70 (3,25)	3,30 (3,300)
5-årig statsobligationsränta	2023	2024p	2025p	2026p
USA	3,84	4,32 (3,37)	3,89 (3,12)	3,71 (3,08)
Euroområdet (Tyskland)	1,93	2,40 (1,91)	2,13 (1,74)	2,15 (1,79)
Sverige	2,03	2,50 (2,41)	2,43 (2,31)	2,44 (2,34)
Finland	2,33	2,70 (2,20)	2,35 (2,00)	2,30 (2,10)
Storbritannien	4,62	4,09 (3,51)	4,08 (3,09)	4,09 (3,01)
Norge	3,23	3,80 (3,25)	3,60 (3,15)	3,60 (3,00)
10-årig statsobligationsränta	2023	2024p	2025p	2026p
USA	3,88	4,39 (3,65)	4,23 (3,50)	4,14 (3,46)
Euroområdet (Tyskland)	2,02	2,50 (2,02)	2,42 (1,97)	2,44 (2,04)
Sverige	2,02	2,59 (2,63)	2,71 (2,60)	2,75 (2,65)
Finland	2,57	2,85 (2,55)	2,80 (2,40)	2,75 (2,50)
Storbritannien	3,60	4,18 (3,75)	4,29 (3,60)	4,40 (3,60)
Norge	3,24	3,80 (3,30)	3,70 (3,30)	3,60 (3,00)
2-årig swap	2023	2024p	2025p	2026p
USA	4,07	4,39 (3,25)	3,55 (2,73)	3,18 (2,69)
Euroområdet	2,80	3,00 (2,55)	2,30 (1,97)	2,26 (1,90)
Sverige	2,91	3,04 (2,72)	2,55 (2,42)	2,52 (2,42)
Storbritannien	4,28	4,47 (3,73)	4,33 (3,04)	4,24 (2,89)
Norge	3,95	4,30 (3,70)	3,90 (3,45)	3,50 (3,20)
5-årig swap	2023	2024p	2025p	2026p
USA	3,53	4,04 (3,12)	3,60 (2,89)	3,41 (2,88)
Euroområdet	2,43	2,73 (2,31)	2,43 (2,07)	2,41 (2,04)
Sverige	2,38	2,79 (2,72)	2,70 (2,59)	2,69 (2,59)
Storbritannien	4,98	4,39 (3,80)	4,37 (3,38)	4,38 (3,31)
Norge	3,43	4,00 (3,45)	3,80 (3,35)	3,80 (3,20)
10-årig swap	2023	2024p	2025p	2026p
USA	3,47	4,00 (3,29)	3,84 (3,17)	3,74 (3,16)
Euroområdet	2,49	2,74 (2,37)	2,64 (2,24)	2,64 (2,24)
Sverige	2,35	2,82 (2,90)	2,93 (2,84)	2,95 (2,85)
Storbritannien	3,54	4,30 (3,87)	4,41 (3,72)	4,52 (3,72)
Norge	3,33	4,00 (3,60)	3,90 (3,60)	3,80 (3,30)

Källa: Handelsbanken

Ansvarsbegränsning och särskilda upplysningar

Varningar för risker

Alla placeringar innebär risker och investeraren uppmanas att fatta egna beslut om lämpligheten att placera i något av de värdepapper som omnämns i rapporten, mot bakgrund av egna mål med placeringen, ekonomisk ställning och riskvillighet. Ett finansiellt instruments historiska avkastning är inte en garanti för framtida avkastning. Värdet på finansiella instrument kan både öka och minska och det är inte säkert att du får tillbaka hela det investerade kapitalet.

Ansvarsbegränsningar

Svenska Handelsbanken AB (publ) (i fortsättningen kallad "SHB"), är ansvarig för sammanställningen av analysrapporter. I Sverige står SHB under tillsyn av Finansinspektionen, i Norge av norska Finansinspektionen och i Finland av finska Finansinspektionen. Alla analysrapporter bygger på information från handels- och statistiktjänster och annan information som SHB bedömt vara tillförlitlig. SHB har emellertid inte själv verifierat informationen och kan inte garantera att informationen är sann, korrekt eller fullständig.

SHB eller någon av dess närstående företag, tjänstemän, styrelseledamöter eller medarbetare åtar sig inget som helst ansvar gentemot en person för direkta, indirekta eller särskilda skador eller följskador som uppstår efter användning av information i analysrapporter, inklusive eventuell utebliven vinst, utan begränsning. Detta gäller även om SHB uttryckligen har informerats om möjligheten eller sannolikheten för sådana skador.

Åsikterna i SHB:s analysrapporter är SHB:s och dess dotterbolags medarbetares uppfattningar och avspeglar respektive analytikers personliga uppfattning vid nuvarande tidpunkt och kan förändras. Det finns inga garantier för att framtida händelser ligger i linje med dessa uppfattningar. Varje analytiker som identifierats i rapporten intygar också att de uppfattningar som uttrycks här och som tillhör analytikern korrekt avspeglar hans eller hennes personliga uppfattningar om de företag eller värdepapper som diskuteras i analysrapporten.

Syftet med SHB:s analysrapporter är endast att ge information. Informationen i analysrapporterna utgör ingen personlig rekommendation eller personligt investeringsråd, och analysrapporterna eller uppfattningarna bör inte utgöra underlag för investeringsbeslut eller strategiska beslut. Detta dokument utgör inte eller är inte del av ett erbjudande om försäljning eller tecknande av eller inbjudan till ett erbjudande om att köpa eller teckna värdepapper, och det ska heller inte, helt eller delvis, utgöra underlag för eller användas i samband med eventuellt avtal eller åtagande i någon form. Det är inte säkert att tidigare utveckling upprepas och tidigare utveckling ska inte tas som en indikation på framtida utveckling. Värdet på investeringarna och avkastningen från dem kan gå såväl ned som upp och investeraren riskerar att förlora hela sitt investerade innehav. Investeraren garanteras inga vinster på investeringar och kan förlora pengar. Förändringar i valutakurser kan försäkra att värdet på investeringar gjorda i andra länder och vinster från dessa stiger eller faller. Denna analysprodukt uppdateras regelbundet.

Ingen del av SHB:s analysrapporter får reproduceras eller spridas till någon annan person utan att SHB dessförinnan lämnat sitt skriftliga medgivande därtill. Spridningen av detta dokument kan i vissa jurisdiktioner vara förbjuden i lag och personer som på något sätt mottar dokumentet måste själva förvissa sig om, och iaktta, eventuella restriktioner.

Rapporten innefattar inga legala eller skatterelaterade aspekter kopplade till emittentens planerade eller befintliga emissioner av skuldebrev. Innehållet är uteslutande avsett för kunder i Sverige.

Viktiga upplysningar om analyser

SHB:s medarbetare, inklusive analytiker, får ersättning som genereras av företagets totala lönsamhet. Ersättningen till analytiker baseras inte på specifika corporate finance- eller obligationsmarknadstjänster. Ingen del av analytikerns ersättning har kopplats, eller kommer att kopplas, direkt eller indirekt till specifika rekommendationer eller uppfattningar som uttrycks i analysrapporterna.

SHB och/eller dess dotterbolag kan erbjuda investmentbank-tjänster och andra tjänster, inklusive corporate banking-tjänster och värdepappersrådgivning, åt företagen som omnämns i vår analys.

Vi kan agera rådgivare och/eller mäklare åt de företag som omnämns i vår analys. SHB kan också ansöka om corporate finance-uppdrag hos dessa företag.

Vi köper och säljer värdepapper som omnämns i vår analys från kunder i eget namn. Vi kan därför vid olika tidpunkter ha en lång eller kort position i sådana värdepapper. Vi kan också fungera som marknadsgarant för värdepapper avseende alla företag som omnämns i analysrapporten.

SHB, dess närstående företag, kunder, tjänstemän, styrelseledamöter eller medarbetare kan äga eller inneha positioner i värdepapper som omnämns i analysrapporterna.

Under vissa förutsättningar får banken i samband med tjänster avseende finansiella instrument betala eller ta emot incitament, t.ex. avgifter och kommission från andra än kunden. Incitament kan bestå av såväl monetära som icke-monetära förmåner. Om incitament utges till eller tas emot av tredje part krävs att ersättningen ska syfta till att höja kvaliteten på tjänsten och att den inte hindrar banken från att tillvarata kundens intressen. Kunden ska informeras om de ersättningar som banken tar emot. När banken tillhandahåller investeringsanalys tar banken emot och behåller ersättningar och förmåner som utgör mindre icke-monetära förmåner från tredje part. Mindre icke-monetära förmåner består av något av följande.

- Uppgifter eller dokumentation om ett finansiellt instrument eller en investeringstjänst, som är av allmän karaktär.
- Skriftligt material som framställts av en tredje part som är emittent för att marknadsföra en nyemission.
- Deltagande i konferenser och seminarier som gäller ett visst instrument eller en viss investeringstjänst
- Representation upp till ett rimligt värde.

Banken har riktlinjer för analys, vilka ska säkerställa analytikers och analysavdelningens integritet och oberoende samt identifiera faktiska eller potentiella intressekonflikter som berör analytiker eller banken, samt att lösa sådana eventuella konflikter genom att eliminera eller minska dem och/eller offentliggöra dem om lämpligt. Som ett led i kontrollen av intressekonflikter har Handelsbanken infört restriktioner ("informationshinder") i kommunikationen mellan analysavdelningen och andra avdelningar inom Handelsbanken. Analysavdelningen är organisatoriskt åtskild från corporate finance-avdelningen och andra avdelningar med liknande arbetsuppgifter. I riktlinjerna för analysavdelningen finns regler för hur ersättningar, bonus och lön får betalas ut till analytiker, vilka marknadsföringsaktiviteter en analytiker får delta i, hur analytiker ska hantera sina egna och närståendes värdepappersaffärer m.m. Vidare finns också inskränkningar i kommunikationen mellan analytikern och det analyserade bolaget.

Enligt bankens Etiska riktlinjer i Handelsbankenkoncernen ska styrelsen och samtliga anställda inom Handelsbanken i sin verksamhet i banken och vid andra uppdrag iaktta hög etisk standard. Anställda i banken ska uppträda så att förtroendet för banken upprätthålls. All verksamhet i koncernen ska präglas av hög etisk standard. Intressekonflikter ska identifieras och handläggas på ett för berörda parter rimligt sätt. Policyn för etik beskriver, utöver detta, även hur anställda som misstänker oegentligheter eller andra missförhållanden ska förfara, exempelvis med hjälp av SHB:s visseblåsansystem (whistleblowing). I SHBs policy för korruption fastslås vikten av att förebygga och aldrig acceptera korruption, samt att alltid agera vid misstanke om korruption. För fullständig information om Handelsbankens Policyer hänvisas till Handelsbankens hemsida <https://www.handelsbanken.com/sv/> / Om koncernen / Policydokument och riktlinjer.

Macro Research

Macro Research

Christina Nyman	Head of Macro Research and Chief Economist	+46 101 877 351	Norway	Marius Gonsholt Hov	Chief Economist, Norway	+47 22 39 73 40
Helena Bornevall	Deputy Head of Macro Research	+46 101 872 183		Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist, FX/FI	+47 22 82 30 10
Claes Måhlén	Chief Strategist	+46 101 876 983		Sara Midtgaard	Senior Economist	+47 90 71 74 14
Johan Löf	Head of Forecasting	+46 101 871 218				
Sweden			UK	James Sproule	Chief Economist, UK	+44 7812 4861 87
Charlotte Asgermyr	Chief FI Strategist	+46 101 870 887		Daniel Mahoney	Senior Economist	+44 7890 3043 77
Anders Bergvall	Senior Economist	+46 101 870 491				
Camila Da Souza Albistur	Data Scientist	+46 101 873 361	Finland			
Martin Nilsson	Economist	+46 722 218 325		Timo Hirvonen	Chief Economist, Finland	+358 10 444 2404
Tommy von Brömsen	FX Strategist	+46 722 218 316				
Magnus Lindskog	Senior Economist	+46 101 877 811				
Anton Solberg	Junior Economist	+46 101 879 512				

Debt Capital Markets

Charlotte Wilson	Head of Debt Capital Markets	+46 8 701 22 45
Anders Holmlund	Head of Corporate Bonds	+46 8 463 34 56

Sales

Fixed Income Sales/Syndication

Thomas Grandin +46 8 463 45 83

FX Sales

Martin Persson +46 8 463 45 14

Risk advisory and cash management

the Netherlands

Kristiaan Buter +31 20 412 76 94

Sweden

Petter Holm +46 70 215 84 62

Finland

Mika Rämänen +358 10 444 62 20

UK

Chris Yoxall +44 207 578 86 20

Norway

Petter Fjellheim +47 22 82 30 29

Svenska Handelsbanken AB (publ)

Stockholm

Blasieholmstorg 11
SE-106 70 Stockholm
Tel. +46 8 701 10 00
Fax. +46 8 611 11 80

Helsinki

Itämerenkatu 11-13
FI-00180 Helsinki
Tel. +358 10 444 11
Fax. +358 10 444 2578

Oslo

Tjuvholmen allé 11
Postboks 1249 Vika
NO-0110 Oslo
Tel. +47 22 39 70 00
Fax. +47 22 39 71 60

London

Handelsbanken Plc
3 Thomas More Square
London GB-E1W 1WY
Tel. +44 207 578 8000
Fax. +44 207 578 8300

New York

Handelsbanken Markets
Securities, Inc.
900 Third Avenue,
New York, NY 10022-4792
Tel. +1 212 326 5153
Fax. +1 212 326 2730
FINRA, SIPC