

Macro Research

24 januari 2024

Konjunkturprognosen



Handelsbanken

Ekonomi mjuklandar, Riksbanken mjukstartar

- › Inflationen fortsätter svalna, vilket gör det lättare att mjuklanda ekonomin.
- › De enorma ekonomiska obalanserna de senaste åren ligger nu till stora delar bakom oss.
- › Centralbankernas omsvängning till mjukare penningpolitik stödjer en återhämtning i ekonomin, som tar mer fart 2025.
- › Det är krattat för räntesänkningar och Riksbanken sänker i juni.



Utsikter för svensk ekonomi	Kortsikt	Medelsikt
TILLVÄXT	→	↗
ARBETSLÖSHET	↗	↘
INFLATION	↘	→
RIKSBANKENS STYRRÄNTA	↘	↘
LÅNGRÄNTA	↗	→
BOSTADSPRISER	↗	↗
SVENSKA KRONAN	↗	↗

Anm.: Pilar avser ungefärlig riktning jämfört med föregående period. Kortsikt avser närmaste året, medelsikt 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 makalös normalisering.....	4
Temaartikel penningpolitik: Klara! Färdiga! Gå?	10

Sverige

BNP, arbetsmarknad och offentliga finanser: Konjunkturläget förbättras mot slutet av året.....	16
Privatekonomi: Oförändrade sparplaner hos de flesta hushåll.....	19
Inflation och penningpolitik: Riksbanken kastar hängslen, behåller livrem	22
Temaartikel finanspolitik och policymix: Det våras för en mer aktiv finanspolitik	24
Finansiella marknader: Fallande inflation stärker kronan.....	26
Nyckeltal.....	28
Ansvarsfriskrivningar.....	31

Analysen om utsikterna i euroområdet, Finland, Norge och Storbritannien finner du i [Global Macro Forecast](#)

Global bakgrund

En makalös normalisering

Inflationen sjunker snabbare än väntat och förutsättningar att mjuklanda ekonomin har förbättrats. De enorma obalanserna som skapades av de senaste årens kriser är på väg att normaliseras, med stram penningpolitik som bidrar till att dämpa efterfrågan samtidigt som utbudssidan återhämtar sig. Förankrade inflationsförväntningar är en viktig förutsättning som nu banar vägen för räntesänkningar, med start i USA i maj. Omsvängningen mot en mjukare penningpolitik gynnar efterfrågan, men eftersläpande effekter från tidigare åtstramning ger svag tillväxt och något högre arbetslöshet 2024. Under 2025–2026 väntas BNP återhämta sig och arbetsmarknaderna stabiliseras. Men mjuklandningen kantas av risker – bakslag i inflationsnedgången kan senarelägga räntesänkningar och förlänga konjunkturedgången. Skulle konjunktoren istället försämrats tydligt kan det behövas mer aggressiva räntesänkningar.

Tur, eller ren och skär ekonomi?

Inom loppet av tre år har världen genomlidit pandemi, krig, terrorattacker och en levnadskostnadskris – med historiskt stora obalanser i världsekonomin som följd. Lyckligtvis är det alltmer sannolikt att den pågående normaliseringen i ekonomin sker med en mjuklandning, snarare än att utmaningarna blir oöverstigliga. Den tvåsiffriga inflationen ligger bakom oss och den överhettade världsekonomin har svalnat betydligt utan någon alarmerande försämring på arbetsmarknaden.

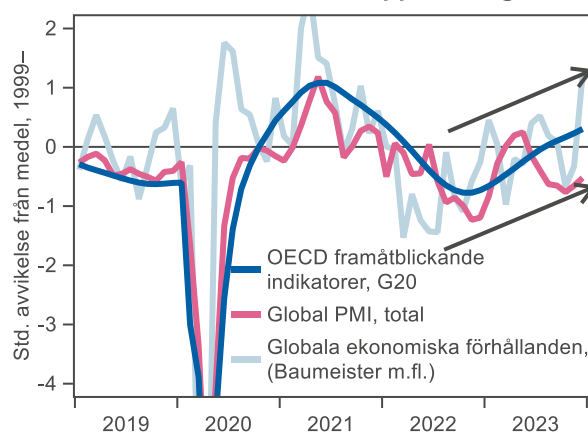
Medan den här positiva utvecklingen av somliga tillskrivs slumpen eller ren tur, så ser vi ekonomiska drivkrafter som bidrar till denna makalösa normalisering. Den har varit förvånansvärt smidig och förväntas fortsätta på ungefär samma sätt:

- Ekonomins utbudssida har fortsatt att återhämta sig efter de enorma negativa störningarna från pandemin och Rysslands invasion av Ukraina. Energittillgången har förbättrats märkbart, arbetskraftsutbudet är på god väg att normaliseras, produktiviteten visar tecken på att ta fart, störningarna i leveranskedjorna har mestadels upphört och ekonomin finner nya vägar runt de geopolitiska hindren.
- Den snabba åtstramningen av penningpolitiken under 2022–2023 har bidragit till att efterfrågan har mattats från höga nivåer och nu befinner sig i bättre balans med utbudet. Att detta har kunnat ske gradvis, utan dramatiska följdverkningar, hänger samman med att hushåll och företag hade en motståndskraft i form av ett högt sparande respektive starka balansräkningar.
- Inflationsförväntningarna på medellång och lång sikt har förblivit anmärkningsvärt låga – även under perioder då de kortsiktiga förväntningarna skjutit i höjden och när centralbankerna inledningsvis hamnade på efterkälken i

inflationbekämpningen. De väl förankrade inflationsförväntningarna har varit avgörande för att hålla tillbaka alltför höga och ihållande pris- och löneökningar och därmed förhindrat en övergång till en höginflationsregim.

En mjuklandning kan dessvärre inte tas för given, utan risker till prognosen kvarstår, läs vidare nedan.

Framåtblickande indikatorer upp från låga nivåer



Källor: Macrobond, OECD, S&P Global, C. Baumeister m.fl (2022) och Handelsbanken

Hoppingivande signaler för närmaste året

Global industriproduktion kan ha nått en vändpunkt efter den långsamma tillväxten under ett 2023 som kännetecknades av minskade lagerinvesteringar, svag orderingång och orderböcker som gradvis betades av. Sedan Konjunkturprognosen i september har nya order börjat vända upp, enligt inköpschefsindex för industrin. Faktum är att flera framåtblickande indikatorer för tillväxten visar en liknande tendens och vi reviderar upp vår prognos för global BNP på kort sikt.

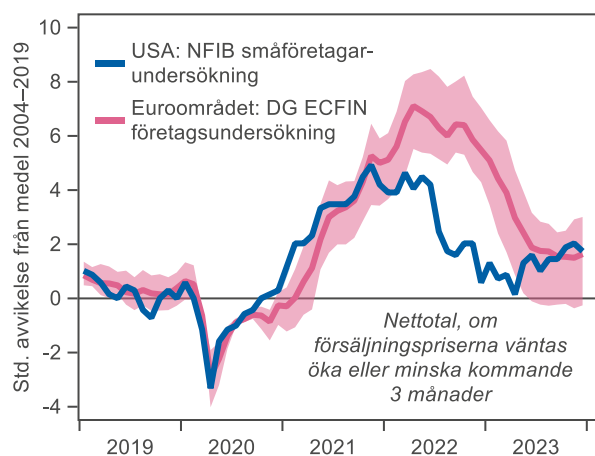
Stigande konsumentförtroendet bidrar också till vändningen i tillväxten, inte minst de framåtblickande delkomponenterna – även om de sker från låga nivåer. Nyckeln är att hushållens dämpade

realinkomster nu håller på att vända uppåt, precis som våra prognoser länge pekat på. Detta är en central drivkraft för BNP-prognosen, eftersom inkomstutvecklingen har blivit en mer bindande begränsning för konsumtionen, jämfört med perioden efter pandemin då ett minskat sparande bidrog till att hålla uppe konsumtionen.

*Hushållens inkomster ökar
– en viktig drivkraft för
tillväxtprognosen*

Arbetsmarknaderna visar motståndskraft och prognoserna för arbetslösheten revideras nedåt på kort sikt. Det viktigaste undantaget är Norden, där arbetsmarknadsläget visar tecken på en något värre försvagning än väntat (se *Nyckeltal*).

Prishöjningar dominerar i företagens planer



Källor: Macrobond, DG ECFIN, NFIB och Handelsbanken

Inflationen har ännu inte fallit hela vägen till centralbankernas tvåprocentsmål, men de senaste utfallen har varit lägre än tidigare prognos. Samtidigt fortsätter tjänstepriserna stiga snabbt. Enskilt är det inte nödvändigtvis ett problem¹, men det finns fler tecken på att inflationsnedgången avtar, eller till och med drabbas av ett bakslag, på kort sikt. Företagens prissättningsplaner på båda sidor om Atlanten visar till exempel på ytterligare höjningar under första kvartalet.

¹ Se makrokommentar "[Do not expect service price inflation to normalise and do not worry too much about it](#)", december 2023.

Bakom signalerna om en fortsatt hög inflation finns också underliggande utmaningar som vi beskrev i vår septemberrapport²:

- Lönstillväxten är hög och arbetsmarknadsläget är fortfarande stramt – som väntat.
- Produktivitetstillväxten är starkare än väntat i USA – men överlag dämpad.
- Vinststillväxten ser ut att mattas, till och med minska i USA – spretande framsteg.

Sammantaget sänker vi vår prognos för inflationen på kort sikt. Men utsikterna är ändå över snarare än under 2 procent och vi räknar med att vägen mot centralbankernas mål blir knagglig.

Viss ekonomisk styrka på medellång sikt

Ekonomins utbudssida visar fortsatt återhämtning, i form av ökat arbetskraftsutbud och avtagande matchningsproblem på arbetsmarknaden, minskande störningar i leveranskedjorna, och till och med en tendens till högre produktivitetstillväxt. Det innebär att världsekonomin börjar ta tillbaka en del av tappet i potentiell BNP som följde i kölvattnet av pandemikrisen och det försämrade geopolitiska läget, inte minst Rysslands fullskaliga invasion av Ukraina. Allt annat lika skapar utbud återhämtningen utrymme för inflationen att minska *samtidigt* som BNP-tillväxten fortsätter – en potential som redan börjat realiseras i utfall och kortsiktsprognosen, och som vi bedömer kommer att lyfta ekonomin något även framöver.

Efterfrågan i ekonomin kommer att växa långsamt under 2024, på grund av såväl eftersläpande effekter från tidigare penningpolitisk åtstramning, som den nuvarande strama inriktning som råder i både finans- och penningpolitiken.

Normaliseringen av konjunkturläget under 2025–2026 omfattar en gradvis stigande tillväxt i hushållens konsumtion. Det drivs i sin tur av stärkt köpkraft när realinkomsterna fortsätter att öka, i takt med att inflationen pressas ned medan de nominella lönerna successivt jagar ikapp den högre prisnivån, som blivit resultatet av de senaste årens snabba inflation. Tillväxten i investeringarna tar successivt fart när räntorna sjunker och förtroendet för de ekonomiska utsikterna stärks. Inte minst räknar vi med att det för närvarande låga bostadsbyggandet vänder upp igen under prognosperioden.

Vi räknar med en global BNP-tillväxt på 2,8 procent under 2024, följt av 3,1 procent per år 2025–2026

² Se vår temaartikel "[Du sköna nya nominella värld?](#)", s. 20f, i Konjunkturprognosen, september 2023.

De större ekonomierna i ett nötskal

Euroområdet – se separat artikel [här](#).

Kina

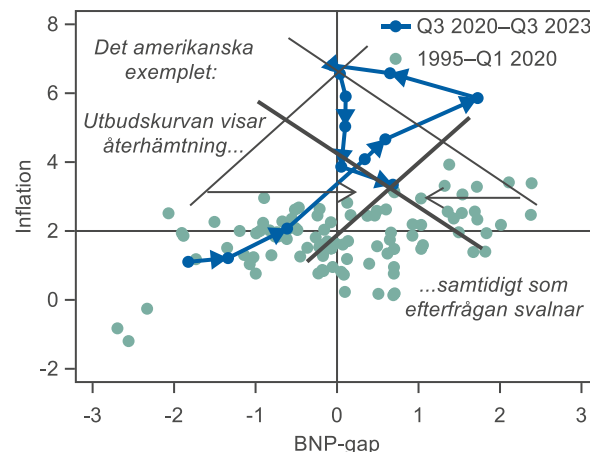
- Den ekonomiska politiken är central för utsikterna på kort sikt och signalerna från myndigheterna är blandade.
- Tillväxten sjunker trendmässigt mot 4 procent år 2026, men nådde i fjol regeringens tillväxtmål på 5 procent.
- Återhämtningen efter pandemin hämmades av korrigeringen på bostadsmarknaden och dämpad omvärldsefterfrågan – exporten föll under 2023.
- Mer politiskt stöd behövs för återhämtningen och strukturreformer krävs för att främja hållbar tillväxt då befolkning, investeringar samt konkurrenskraft minskar.
- Risker till prognosen: Fallande fastighetspriser; skuldsättning, särskilt för kommuner och fastighetsbolag; och deflationstryck som förvärrar skuldbördan.

USA

- En mjuklandning är nu huvudscenariot och recessionshotet förefaller avvärjt.
- Valåret kommer sannolikt kantas av politisk och social turbulens, vilket i kombination med finanspolitisk och makroekonomisk bräcklighet riskerar att slå mot finansmarknaden och realekonomin.
- Arbetslösheten stiger måttligt från andra halvåret 2024, då den höga efterfrågan på arbetskraft avtagit.
- Kostnadschockerna har klingat av och tillväxt i både produktivitet och arbetskraftsutbud stödjer BNP-tillväxten och dämpar inflationen.
- Inflationen väntas emellertid dröja sig kvar strax över 2-procentsmålet, mot bakgrund av en hög lönetillväxt.
- Sjunkande inflationsrisker leder till tidigare och fler sänkningar än tidigare väntat.
- BNP-tillväxten förbättras 2025 och når tillbaka upp till potentiell tillväxttakt 2026.
- Risker till prognosen: Negativ effekt av 2024 års finanspolitiska åtstramning; nedåtgående spiral för företagsvinsterna; och förluster i kommersiella fastighetssektorn som orsakar nya problem för bankerna.

(se diagrambilaga nedan). Därmed sluts utvecklade ekonomiers positiva BNP-gap ovanifrån och blir överlag till och med svagt negativa, innan tillväxten lyfter och normaliseras under 2025–2026.

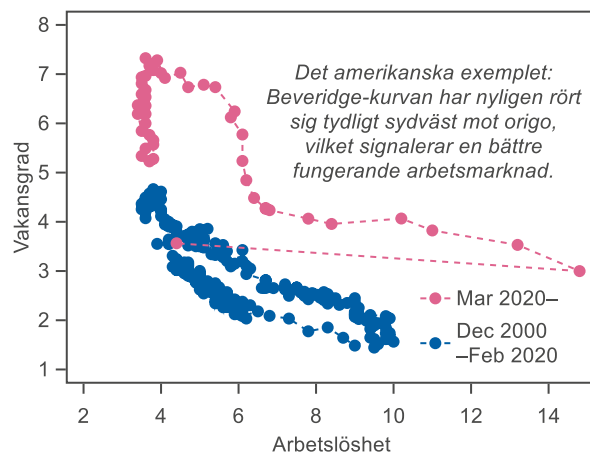
Återhämtning i utbudet, svalnande efterfrågan



Källor: Macrobond, BEA och Handelsbanken

Vi räknar med att efterfrågan på arbetskraft kommer att svalna ytterligare under 2024 på grund av den svaga BNP-tillväxten. Effekten kommer med viss fördröjning liksom i tidigare konjunkturcykler, men trots detta förutspår vi endast en mindre arbetslöshetsuppgång. Nedgången i antal lediga jobb fortsätter men beror mindre på en minskad efterfrågan på arbetskraft, och mer på en normalisering i matchningen på arbetsmarknaden, efter problemen som rått efter pandemin. Ett typexempel är USA där vi, utifrån den så kallade *Beveridgekurvan*, räknar med en måttlig arbetslöshetsuppgång under andra halvåret 2024 och första halvåret 2025. Under senare delen av prognosperioden bedömer vi att arbetslösheten kommer att stabiliseras vid jämviktsnivåer, som generellt är något högre än dagens nivåer i de flesta länder vi bevakar.

Normalisering på arbetsmarknader



Källor: Macrobond, BLS och Handelsbanken

Räntesänkningar: Klara! Färdiga! Gå?

Centralbankerna är snubblande nära att lyckas mjuklanda ekonomin, bedömer vi. Att få ner inflationen till målnivån är fortfarande centralbankernas fokus, givet förhållandena i vårt huvudscenario där ekonomin inte rasar utan dämpas gradvis och totalt sett måttligt. Tydligare tecken på en fortsatt inflationsnedgång innebär att räntesänkningarna kommer tidigare än vi antog i vår septemberrapport, dock varken i en markant snabbare takt eller med siktet inställt på en väsentligt annorlunda slutnivå. På medellång sikt handlar det snarare om en konvergens mot neutral ränta.

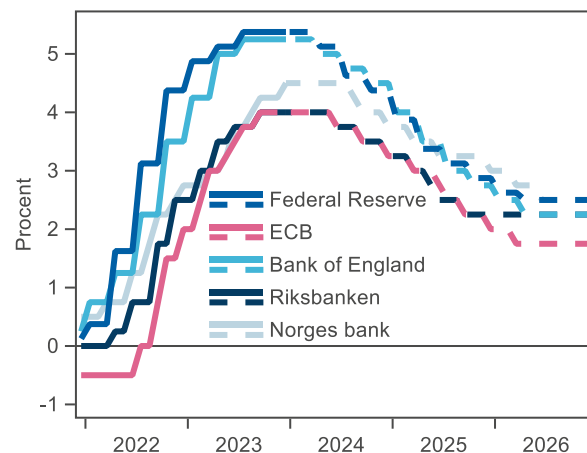
- För det första antar vi att vägen mot inflationsmålet blir knagglig, med inslag av ett och annat bakslag. Men en nedåtgående trend i inflationen och en bättre balans mellan utbud och efterfrågan i ekonomin, talar för att riskerna för en ny inflationsuppgång har avtagit.³ Därmed bör de vägas jämnare mot andra risker i ekonomin.
- För det andra talar en sjunkande inflation, givet att den går hand i hand med lägre inflationsförväntningar, för att sänka den nominella styrräntan. I annat fall kommer den *reala* räntan att stiga och penningpolitiken i själva verket stramas åt, vilket skulle hota mjuklandningen.
- För det tredje kommer det, om ekonomin fortsätter mot en mjuklandning, varken att uppstå en stabilitetshotande situation eller en arbetsmarknadskris som skulle motivera kraftfulla policyåtgärder för att stödja ekonomin.

Inte minst givet dessa förhållanden förväntar vi oss att centralbankerna väljer en försiktig och uthållig strategi för 2024. Centralbankerna inleder räntesänkningarna tidigt – innan inflationen stabiliserats vid, men trovärdigt är på väg mot, målnivån – men fortsätter endast stegvis, för att tillåta tillräcklig tid att smälta inflationsutfallen och utvärdera den ekonomiska utvecklingen mellan varje ränteförändring. Med en tydlig strategi bör förväntningarna på mjukare framtida penningpolitik kunna hindras från att omsättas i överdrivet expansiva finansiella förhållanden direkt, vilket skulle riskera att på nytt underblåsa inflationen.

Bland de centralbanker vi bevakar, räknar vi med att Federal Reserve blir först ut att sänka räntan, i maj, och därefter följer ECB i juni. Utsikterna och villkoren

för räntesänkningarna analyseras utförligare i temaartikeln *Klara! Färdiga! Gå?*.

Försiktiga räntesänkningar, sedan normalisering



Källor: Macrobond, resp. centralbank och Handelsbanken

	Federal Reserve	ECB	Bank of England	Riksbanken	Norges Bank
Första sänkningen?	Maj	Juni	Juni	Juni	Aug
Totala sänkningar	300 punkter	225 punkter	300 punkter	175 punkter	200 punkter
Långsiktig neutral ränta (nominell)	~2,5 %	1.5–2.0%	~2,5 %	2.0–2.5%	1.75–2.25%
QT-utsikter: Saktare eller snabbare? Slut på QT?	Saktare från Q3; QT stoppas under H1 2025	Snabbare H2 2024 resp. 2025; inget slut i sikte	Tempot oförändrat; inget slut i sikte	Snabbare i februari; aktiv QT slut efter 2025	...

Källa: Handelsbanken

Kvantitativa åtstramningar (QT) – minskning av en centralbanks balansräkning genom aktiv eller passiv neddragning av tillgångsinnehaven – förväntas fortlöpa även efter att räntesänkningarna inletts. Vår tolkning är att det finns en växande samsyn om att balansräkningsåtgärderna bara har en begränsad effekt på penningpolitikens inriktning under normala

³ För mer om icke-linjär Phillips-kurva, se [inflationsanalys](#), s. 19–20, i Global konjunkturprognos, januari 2023.

förhållanden. Med andra ord, vad som på papperet kunde se ut som en *åtstramning* genom QT-verktyget, kommer inte i betydande utsträckning motverka den avsedda *lättningen* via kommande räntesänkningar. Det huvudsakliga målet med nuvarande kvantitativa åtstramningar är i stället att normalisera balansräkningarna (dvs. minska dem från dagens höga nivåer) för att öka möjligheten att använda kvantitativa lättnader (QE) i händelse av en framtida kris. Särskilda förhållanden och penningpolitiska ramverk i respektive land bidrar dock till viss variation i olika centralbankers kvantitativa åtstramningar framöver (se tabell).

Marknadprissättningen fel?

Enligt vår syn prissätter marknaden prissätter för kraftiga styrräntesänkningar på kort till medellång sikt. Det innebär att den senaste tidens nedgångar i obligations- och swapräntor har gått för långt – trots en viss rekyl under årets inledning. Därför är en viss uppgång i marknadsräntor att vänta under första halvåret 2024 om ekonomin utvecklas enligt prognos och vi har rätt om centralbankerna.

Medan marknaderna *underskattar* styrräntorna på kort sikt, så *överskattar* den räntenivån på medellång till lång sikt, dvs. prissätter högre räntor än vår bedömning av den (nominella) neutrala styrräntan. Sammantaget tyder detta på att långa obligationer och swappar i dagsläget inte handlar så långt från de nivåer vi prognosticerar (se diagrambilaga). Trots detta kan viss volatilitet i marknadsräntorna vara att vänta om vi har rätt och investerare tvingas ompröva sin syn på styrräntorna.

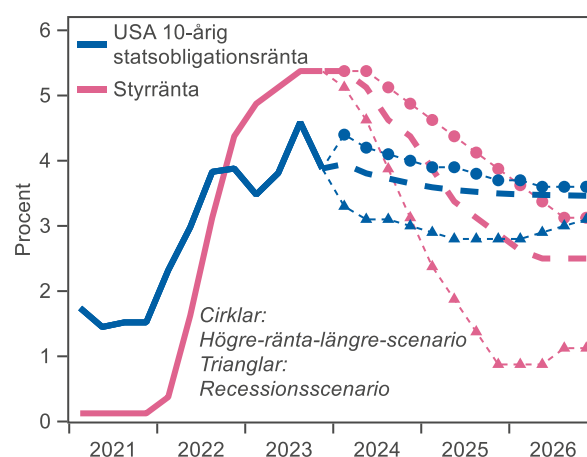
Utöver utsikterna om den riskfria räntan drivs våra långgränteprognoser av stigande löptidspremier – dvs. den kompensation för ränterisk som investerare kräver för att hålla obligationer med längre löptid snarare än kortare. En normalisering från negativa till mestadels positiva löptidspremier har gått snabbare än vi förutsåg i septemberrapporten, och premierna är i dag högre än för sex månader sedan. Framöver räknar vi med att bidraget till långgräntor från ytterligare uppgångar blir positivt men begränsat. Det råder emellertid betydande osäkerhet kring löptidspremierna, inte minst eftersom vi befinner oss i en räntesänkingscykel, samtidigt som fortsatt QT kan spöka i det kortsiktiga utbudet av obligationer i marknaden.

Riskscenarier kan slå mot ränteprognos

Det finns en rad risker till vårt huvudscenario, som skulle ge vitt skilda prognoser för inte minst långgräntorna. Två riskscenarier sticker ut:

- Centralbankerna sänker styrräntorna mindre än i huvudscenariot, till följd av ett allvarligt bakslag i arbetet att styra inflationen mot målet. Det medför högre långa räntor och svagare realekonomi, i termer av en långsammare tillväxt och högre arbetslöshet.
- En plötslig och kraftig försämring av konjunkturen, till exempel på grund av eftersläpande effekter av stram penningpolitik, vilket leder till lägre BNP, högre arbetslöshet, men också lägre inflation än i huvudscenariot. Centralbankerna reagerar för att mildra effekterna och sänker räntorna kraftigt. Alltsammans pressar ner långräntorna.

Två räntescenarion



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Mer konkret bygger riskscenarierna på följande:

I det första alternativet dyker nya bevis upp på att inflationen har bitit sig fast, kopplat till tidigare nämnda drivkrafter. Men andra inflationsrisker tornar också upp sig, såsom förnyad oro i Mellanöstern (som kan driva upp energipriserna) och den relaterade konflikten i Röda havet som redan har fått fraktpriser att skjuta i höjden. Trots att en sådan utveckling inte direkt kan motverkas med penningpolitik, skulle den fördröja återgången till inflationsmålen och försämra riskbalansen för centralbankerna. Vidare skulle förnyad uppgång i inflationsförväntningarna (t.ex. om penningpolitiken lättas för snabbt eller förväntningar om höjda inflationsmål i framtiden får fäste) också kunna tvinga centralbankerna att återigen dra i bromsen.

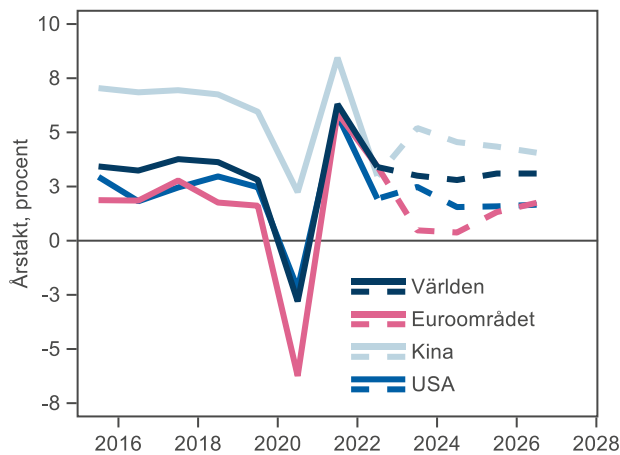
I det andra alternativet, riskerar oväntat stora eftersläpande effekter från åtstramningen av penningpolitiken och/eller en oväntad och illa tajmad åtstramning av finanspolitiken att sätta mjuklandningen ur kurs och orsaka ett ras i konjunkturen. På senare tid har finanspolitiken mestadels harmoniserat

med penningpolitiken, efter att möjligen ha varit alltför expansiv under 2021. USA stack dock ut med förnyad expansion 2023, för att i år återgå till åtstramningspolitik. Till det kommer åtstramning i Tyskland och i budgetar för en rad skuldsatta länder i världen.

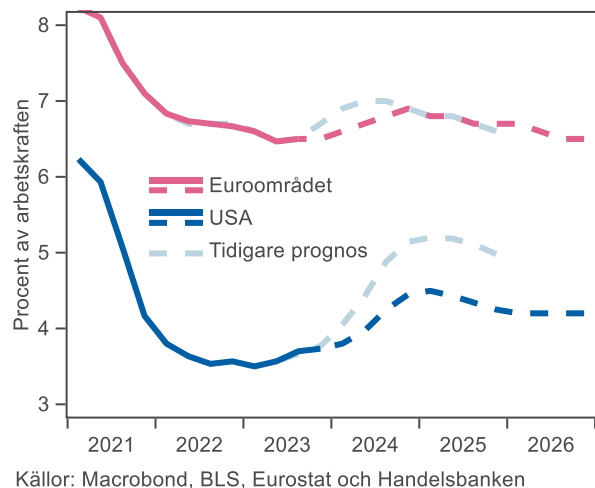
Utöver ovanstående, håller vi ett öga på ytterligare eventuella förbättringar i ekonomins utbudssida. Produktivitetsvinster och snabba investeringar i teknik och hållbar energi skulle resultera i högre BNP och lägre arbetslöshet än prognos. Inflationen skulle fortfarande falla i ett sådant scenario och därmed skulle räntesänkningarna kunna inledas som förväntat. På medellång till lång sikt skulle den högre avkastningen på investeringar också få den neutrala räntan att överträffa vårt antagande, vilket talar för att centralbankerna inte skulle sänka styrräntorna lika lågt som i huvudscenariot och de långa räntorna förblir relativt höga trots räntesänkningarna 2024.

Diagrambilaga

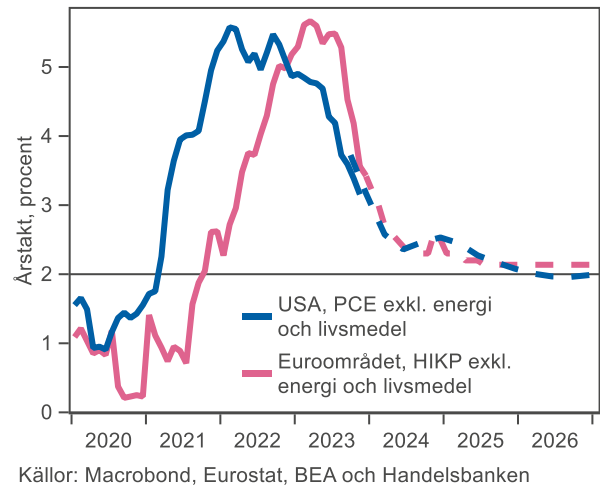
BNP



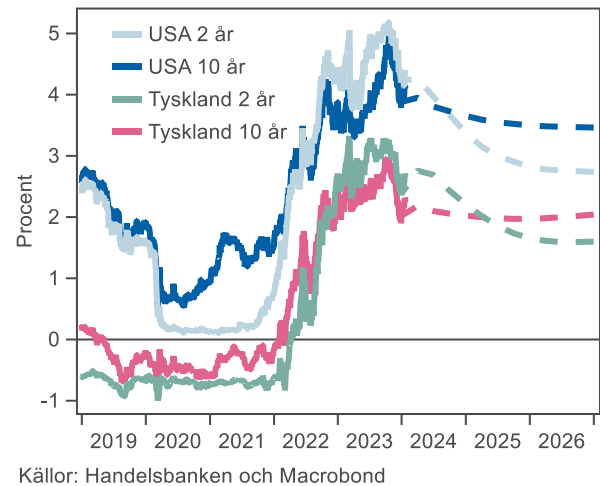
Arbetslöshet



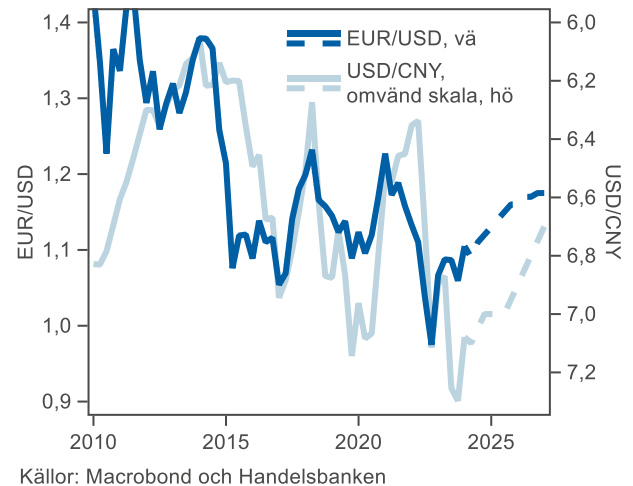
Inflation



Statsobligationsränta



Växelkurs



Klara! Färdiga! Gå?

Allt fler tecken pekar på att inflationen är på väg mot målet och att tiden är mogen att börja med räntesänkningar, men marknaderna förväntar sig för mycket och för tidigt. Vi räknar med att Fed sänker räntan i maj och att ECB följer efter i juni. Genom att börja sänka innan inflationen har stabiliserats på målet kan centralbankerna gå försiktigt fram med en gradvis normalisering av penningpolitiken och samtidigt ha möjlighet att följa hur ekonomin och inflationen utvecklas. Beslutsfattarna finner stöd i att riskerna för hög inflation har minskat och att räntorna förblir åtstramande, samtidigt som de gradvis blir mer inriktade på att stödja en mjuklandning.

På väg att lyckas med en mjuklandning

Den senaste tidens trend i konsumentprisinflationen lämnar fältet öppet för räntesänkningar under första halvåret 2024 samtidigt som arbetslösheten är så gott som fastklistrad på rekordlåga nivåer. Marknaderna tar ut segern mot inflationen i förskott och förväntar sig att både Fed och ECB kommer att sänka räntorna med nästan 150 punkter redan under 2024. Är centralbankerna på väg att sänka räntorna för att undvika en kraftig ökning av arbetslösheten och ändå besegra inflationen? Det korta svaret är: "Ja!" Det längre svaret innehåller dock flera "om" och "men".

Medan centralbanksduvor har beväpnats med en uppsättning övertygande argument som stödjer snara räntesänkningar, har hökarna ännu inte fått slut på ammunition för att försvara sin hållning att "vänta och se". Inflationen ligger till exempel fortfarande över målet och det saknas övertygande bevis för att den senaste tidens överraskande nedgång i inflationen är hållbar. Argumentet att inflationsökningen alltid bara var ett övergående fenomen är otillfredsställande med tanke på att prischocker spred sig i ekonomin då företagen endast mötte begränsat motstånd när de övervältrade högre insatskostnader på kunderna och samtidigt höjde sina marginaler. Baksidan av en fortsatt låg arbetslöshet är dessutom att det finns få tecken på att kostnadstrycket på arbetsmarknaden minskar.

Utmanande avvägningar kvarstår

Den första fasen av disinflationen återspeglade främst den avtagande effekten från utbudshocker och att obalanserna mellan utbud och efterfrågan till följd av pandemin minskade. Penningpolitikens främsta bidrag var att begränsa andrahands-effekterna samt förhindra stigande långsiktiga inflationsförväntningar och en löne-prisspiral. Den andra fasen av disinflationen väntas generellt bli mer utmanande, eftersom det innefattar komponenter som tenderar att vara mera persistenta. Den andra fasen är också svårare att hantera eftersom den

innebär ett växande inslag av avvägning mellan riskerna för att inflationen förblir för hög och att arbetslösheten stiger för mycket. Den nuvarande penningpolitiska inriktningen är restriktiv, så det finns en risk att den blir alltför stram om för stort fokus läggs på kostnaderna förknippade med hög inflation. Ett exempel på en sådan strategi är om räntesänkningarna villkoras av att inflationen har stabiliserats på målet. Men den aggressiva strategi med snabba räntesänkningar som finansiella marknader förväntar sig, riskerar istället att stoppa nedgången i inflationen genom att efterfrågan stimuleras i det nuvarande läget där arbetsmarknaderna är fortsatt strama.

Centralbankerna väntas föredra försiktiga räntesänkningar som gör det möjligt att följa hur marknaderna, ekonomin och inflationen utvecklas

Vi tror att den senaste tidens avtagande inflation kommer att motivera en gradvis förskjutning av centralbankernas kommunikation mot en mer framåtblickande strategi med större fokus på en mjuklandning. Men eftersom inflationen inte kommer vara helt besegrad 2024 tror vi att marknaderna förväntar sig för mycket för tidigt. Centralbankerna kommer sannolikt att föredra en varsam strategi med försiktiga räntesänkningar som gör det möjligt att följa hur marknader, ekonomin och inflationen utvecklas. Vi räknar med att ett sådant tillvägagångssätt kommer att föra inflationen tillbaka till målet med endast en måttlig ökning av arbetslösheten.

Centralbankernas vy för 2024

I centralbankernas kommunikation har vikten av databeroende kontinuerligt lyfts fram. Analyserna av inflationsutvecklingen och utsikterna på kort sikt

förblir centrala vid bedömningen av tidpunkterna för räntesänkningar under 2024. Framför allt kommer centralbankerna att vilja se bevis på att konsumentprisinflationen fortsätter att sjunka gradvis för att vara beredda att genomföra sänkningar. Minskad stramhet på arbetsmarknaden och sjunkande arbetskostnader är också avgörande för att bekräfta en hållbar nedgång i inflationen. Utsikterna för efterfrågan kommer att få större uppmärksamhet när riskerna för stigande arbetslöshet hamnar mer i fokus i takt med att upptrisken för inflationen minskar.

Men tröskeln lär förbli hög för att utvecklingen i den ekonomiska aktiviteten ska försena eller tidigarelägga räntesänkningar. Till exempel är stigande arbetslöshet inte en förutsättning för räntesänkningar och bör inte heller vara den främsta utlösande faktorn. Vi tror heller inte att centralbankerna avvaktar med räntesänkningar på grund av gynnsamma finansiella förhållanden, men signaler om finansiell stress kan däremot mycket väl kan utlösa mer aggressiva sänkningar. Slutligen är en bedömning av den nuvarande penningpolitiska inriktningen och i vilken utsträckning effekterna av tidigare höjningar dröjer sig kvar, viktiga aspekter för att fastställa en lämplig bana för räntesänkningar.

Indikatorer för räntebeslut

	USA				Euroområdet			
	-1	0	1	2	-1	0	1	2
FCI (IMF)								
Inflation, årstakt								
Kärninflation, årstakt								
Kärninflation, 6-mån								
PMI priser								
Löner, årstakt								
Arbetslöshetsgap								
Vakanser								
PMI produktion								
PMI sysselsättning								

*Anm: Skalan är standardiserad. Inflationen avser avvikelse från 2 procent och andra variabler avser avvikelse från medelvärde. Urvalet börjar 2010. En högre FCI indikerar mer gynnsamma finansiella förhållanden.

Källor: Macrobond och Handelsbanken

Diagrammet är en grov illustration av hur centralbankernas indikatorer för närvarande signalerar en avtagande, men fortfarande förhöjd konsumentprisinflations och ihållande stramhet på arbetsmarknaden. Momentum i ekonomisk aktivitet (enligt PMI) är dämpat, men policyavvägningen mellan hög inflation och stigande arbetslöshet har

⁴ Den låga 3-månaderstakten i euroområdet återspeglar delvis en betydande nedgång i november, medan inflationen i december var cirka 3 procent i uppräknad månadstakt.

hittills varit begränsad. Höga styrräntor motverkas delvis av gynnsamma förhållanden i andra delar av det finansiella systemet, till exempel aktiemarknaden.

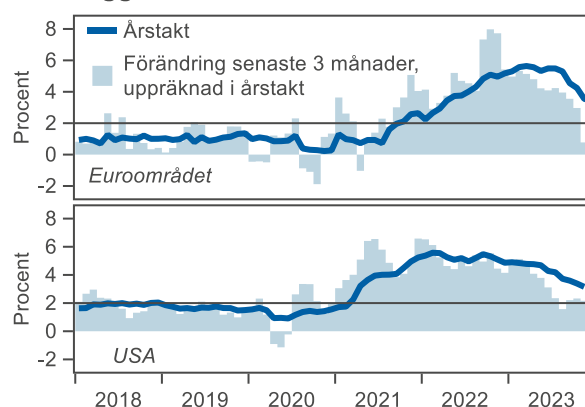
Inflationsmomentum avtar

Den viktigaste faktorn bakom förskjutningen av marknadens förväntningar mot tidigare och mer aggressiva räntesänkningar från centralbankerna är den fortsatta nedgången i konsumentprisinflationen. Den senaste tidens nedgång i euroområdet är särskilt slående, medan det finns fler observationer som bekräftar den avtagande inflationstakten i USA (se graf nedan).⁴

Den viktigaste faktorn bakom förskjutningen av marknadens förväntningar mot tidigare och mer aggressiva räntesänkningar är den fortsatta nedgången i konsumentprisinflationen

Vi räknar med att centralbankerna kommer att vara tveksamma till att sänka räntan baserat på volatila månadsförändringar. Den avtagande trenden i momentum signalerar dock en ytterligare lättning i inflationen på årsbasis under H1 2024 eftersom prisökningarna under H1 2023 gradvis faller ur det årliga inflationsmättet.

Underliggande inflation



Anm: Euroområdet avser HIKP exkl. energi, livsmedel, alkohol och tobak; USA avser PCE exkl. energi och livsmedel.

Källor: Macrobond, BEA, Eurostat och Handelsbanken

Våra prognoser innebär att räntesänkningarna inleds när kärninflationen på årsbasis i både euroområdet och USA ligger mellan 2.5 och 3 procent. Vid det här laget bör beslutsfattarna vara

övertygade om att uppåttriskerna har minskat tillräckligt mycket. Centralbankerna fortsätter dock att noggrant följa inflationsutvecklingen. På kort sikt räknar vi med att de kommer att vara särskilt känsliga för indikationer på att inflationen åter stiger.

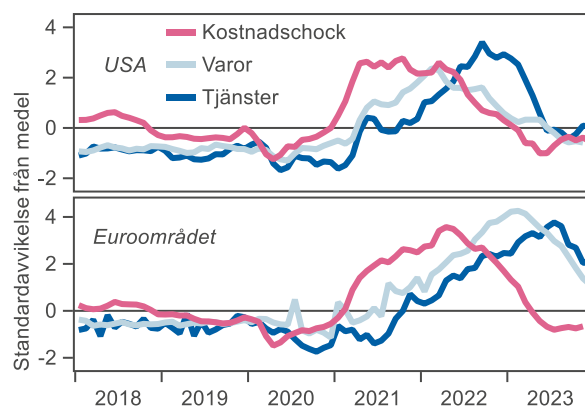
Sökandet efter bevis på en fortsatt och hållbar nedgång i inflationen innebär bland annat att centralbankerna bevakar en mängd olika inflationsmått och dynamiken mellan dem. Till exempel analyserar både Fed och ECB en rad indikatorer för att bedöma trender i den underliggande inflationen.⁵ Generellt sett bör den senaste tidens utveckling av dessa indikatorer också bidra till att öka förtroendet för att nedgången i konsumentprisinflationen är både hållbar och bred. Samtidigt är flera underliggande inflationsindikatorer fortsatt höga, mätt på månads- såväl som årsbasis.

Tjänsteinflationen är inte alltför oroande

Det faktum att tjänsteprisinflationen förblir hög kan bli föremål för debatt bland beslutsfattare. Grafen nedan illustrerar relationerna i dynamiken mellan den initiala kostnadschocken och inflationen för varor och tjänster.⁶ Indikatorer från företagsundersökningar följer ett liknande mönster där prisplanerna för tillverkningsindustrin normaliserades under första halvåret 2023, medan de är fortsatt höga för tjänstesektorn, se *Global bakgrund*.

Inflationsdubor kan argumentera för att dynamiken tyder på att tjänsteprisinflationen ska fortsätta ner enligt samma mönster som varupriserna. Vi tror dock att det är mer sannolikt att centralbankerna är tveksamma till att sänka räntorna medan tjänstepriserna förblir höga. Vi håller med om att varuprisernas dynamik är en dålig vägledning för tjänstepriserna, delvis på grund av att tjänstesektorn har en större andel av arbetskraftskostnaderna. Att nedgången i prissättningsplanerna bland företag inom tjänstesektorn har stannat av på nivåer över det normala talar också emot en fortsatt nedgång i tjänstepriserna.

Inflationsdynamik



Anm: Varor exkl. livsmedel och energi. Amerikanska tjänster avser KPI-tjänster exkl. boendekostnader.
Källor: Macrobond och Handelsbanken

Räntesänkningar bör dock inte villkoras av en normalisering av tjänsteprisökningarna. Det finns goda argument för att de kan ligga kvar på en högre nivå än normalt utan att inflationsmålet utmanas. Till exempel är tjänstepriserna låga i förhållande till den långsiktiga trenden för relativpriset på tjänster i förhållande till varor. Avsaknaden av en fullständig tillbakagång i tjänsteprisinflationen kräver dock att varuprisinflationen faller under sin trend.⁷ Genom att se till hela den sammantagna kärninflationen kan centralbankerna vara trygga med att sänka räntorna även om tjänsteprisinflationen förblir hög.

Lönestrycket är fortfarande ett bekymmer

Bristen på konkreta bevis för en tillräcklig lättnad i lönekostnadstrycket är en viktig faktor som fördröjer räntesänkningarna. Särskilt ECB har understrukt att de vill se bevis på återhållsamma löneökningar i de kommande löneförhandlingarna. Med tanke på att den officiella lönestatistiken släpps med en betydande eftersläpning tror vi att ECB kommer att vara ovilliga att sänka räntan före juni. Data till och med tredje kvartalet 2023 visar inga tecken på att lönekostnadstrycket i euroområdet har lättat. En månatlig indikator på löneökningar baserad på jobbbannonser på nätet visar på en nedåtgående trend (om än fortfarande hög) under andra halvåret 2023 (se diagram).⁸

⁵ Se t.ex. [the Atlanta Fed underlying inflation dashboard](#) och "Underlying inflation measures: an analytical guide for the euro area", [ECB:s economic bulletin, nr 5/2023](#).

⁶ Den initiala kostnadschocken representeras av en sammansatt indikator baserad på råvarupriser, fraktpriser, PMI-prissättningsplaner och producentpriser.

⁷ Se makrokommentar "[Do not expect service price inflation to normalise and do not worry too much about it](#)", december 2023.

I USA står bidraget från priserna på boende för cirka två tredjedelar av KPI-inflationen i tjänstepriserna. I takt med att inflationen i boendekostnader faller tillbaka från de nuvarande höga nivåerna skapar detta utrymme för att inflationen för andra tjänster än boende ska förbli hög.

⁸ Se Pawel Adrjan & Reamonn Lydon, "Wage Growth in Europe: Evidence from Job Ads", Bank of Ireland, Economic Letter, vol 2022, nr 7

Bristen på konkreta bevis för en tillräcklig lättnad i lönekostnadsstrycket är en faktor som försenar räntesänkningar

Lönetillväxten i USA har dämpats men är fortfarande hög jämfört med decenniet före pandemin. NFIB:s undersökning bland amerikanska små- och medelstora företag ger också något tveitydiga signaler. Medan indikatorn för den faktiska löneutvecklingen sjunkit under 2023, så har indikatorn för förväntningarna på kommande tre månader vänt och stigit till toppnivåer under andra halvåret 2023.

Fortsatt strama arbetsmarknader

Det krävs fortsatta tecken på att stramheten på arbetsmarknaden lättar för att undanröja det kvarvarande motståndet till räntesänkningar. Vi bedömer däremot inte att fortsatt låg arbetslöshet kommer att försena räntesänkningar på någon sida av Atlanten. Vårt mjuklandningsscenario innebär tvärtom att centralbankerna sänker räntorna i förväg för att begränsa uppgången i arbetslösheten. För att arbetsmarknaden ska kylas av krävs då en fortsatt förbättring av matchningen mellan arbetssökande och lediga jobb.

Tecken på svalare arbetsmarknad i USA

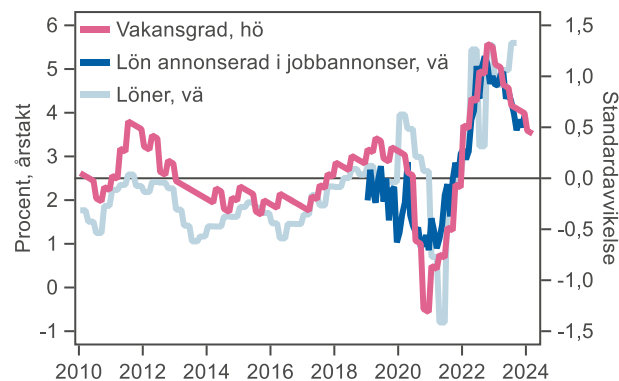


Anm: Lediga jobb avser exklusive jordbruk och avvikelse från en linjär trend.

Källor: Macrobond och Handelsbanken

I USA har antalet lediga jobb minskat tydligt från toppen, vilket signalerar en fortsatt lättnad av lönekostnaderna under 2024. I euroområdet tyder den sjunkande vakansgraden också på att stramheten på arbetsmarknaden har minskat, vilket stödjer den nedåtgående trenden i ovannämnda löneindikator. Detta förstärks också av att bristen på arbetskraft har minskat i tillverkningsindustrin, medan bristen ligger närmare toppnivåerna i tjänstesektorn.

Tecken på svalare arbetsmarknad i euroområdet



Anm: Löner avser löner och löner i näringslivet enligt ECB:s arbetskostnadsindex (LCI). Lediga platser avser näringslivet och avvikelse från linjär trend.

Källor: Macrobond och Handelsbanken

Större fokus på ekonomisk aktivitet

Sedan höjningscykeln inleddes har penningpolitiska beslut främst motiverats av inflationsutfall och oro för stigande långsiktiga inflationsförväntningar. Med fallande inflation och långsiktiga inflationsförväntningar förankrade vid målet har centralbankerna nu råd med en gradvis övergång till en mer framåtblickande strategi där riskerna för den ekonomiska aktiviteten får större uppmärksamhet. Detta innebär inte en förändring av centralbankernas förlustfunktion utan återspeglar snarare det faktum att inflationsriskerna på uppsidan har begränsats.

Kombinationen avtagande inflation och försvagad ekonomisk aktivitet bör redan blinka rött hos centralbankerna

Den senaste tidens utveckling innebär att den första fasen av centralbankernas inflationsbekämpning går mot sitt slut och nästa steg är att förbereda ekonomin för en mjuklandning. Risker med att behålla den högre räntenivån för länge handlar i första hand om omotiverade kostnader i form av arbetslöshet och inkomster, men innefattar även ett scenario där inflationen faller och fastnar under målet. Avvägningen mellan arbetslöshet och inflation har hittills varit begränsad, men färsk data bekräftar en fortsatt svag efterfrågan i euroområdet och tyder på en försvagning i USA. Även om detta kanske inte i sig motiverar räntesänkningar, bör kombinationen med avtagande inflation och försvagad ekonomisk aktivitet bör redan blinka rött hos centralbankerna, särskilt ECB:s.

Penningpolitiken förblir restriktiv

ECB och Fed, liksom centralbanker i många länder, har höjt räntorna i rekordfart och från rekordlåga nivåer. Det finns många skäl att vara ödmjuk när man drar slutsatser om vilken penningpolitik som är lämplig framöver. Slutsatserna om eftersläpningarna i genomslaget från penningpolitik till efterfrågan och priser är blandade, vilket speglar att konjunkturcykler och de politiska åtgärderna aldrig är identiska. Det finns dock mycket stöd för uppfattningen att genomslaget från den senaste höjningscykeln ännu inte har fått full effekt på ekonomin. Styrräntorna toppade i juli i USA och i september i euroområdet, det vill säga för sex respektive fyra månader sedan. Förutom kvarvarande eftersläpande effekter råder det också bred enighet om att den nuvarande penningpolitiska inriktningen är restriktiv på båda sidor av Atlanten. Detta innebär en fortsatt dämpande effekt på ekonomisk aktivitet och ett tryck nedåt på inflationen till dess att penningpolitiken har normaliserats.

Styrräntorna förblir restriktiva även med gradvisa räntesänkningar under 2024

Både Fed och ECB bör vara övertygade om att styrräntorna kommer att förbli restriktiva även efter genomförandet av gradvisa räntesänkningar under 2024. I den nuvarande miljön med fortsatt fallande inflation, väl förankrade inflationsförväntningar och försvagad ekonomisk aktivitet bör detta göra beslutsfattarna mer bekväma med att börja sänka räntorna. Sjunkande inflationsförväntningar, i takt med att den faktiska inflationen avtar, innebär dessutom att den penningpolitiska inriktningen annars i praktiken skulle stramas åt, se *Global bakgrund*.

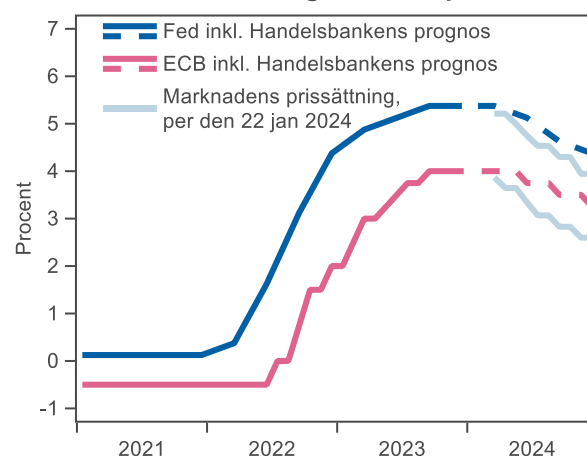
Marknaden väntar sig för mycket

Penningpolitikens påverkan på ekonomin verkar via hela avkastningskurvan och centralbankerna behöver ta hänsyn till marknadsreaktioner i sin kommunikation. Dessutom kan marknaderna påverka centralbankernas beteende. När marknadsräntorna steg under hösten 2023 hänvisade till exempel Fed-tjänstemän till att detta skulle kunna minska behovet av ytterligare räntehöjningar. Med samma logik skulle lägre långräntor också kunna minska behovet av räntesänkningar. En obalans, där marknadsräntorna är för låga jämfört med den nivå som centralbankerna föredrar, kan till exempel göra

centralbankerna mer tveksamma till att sänka räntorna om de bedömer att det kan riskera att utlösa ytterligare tryck nedåt på marknadsräntorna. Centralbankerna bör dock kunna hantera förväntningar och styra marknadsräntorna, snarare än tvärtom. Dessutom styrs marknader och centralbanker av samma data. Tidpunkten för både faktiska och förväntade räntesänkningar under 2024 bör därmed i slutändan styras av inflationsutsikterna.

Nuvarande marknadsprissättning indikerar att både Fed och ECB kommer att sänka räntan med nästan 150 punkter under 2024, med start under våren. Vår uppfattning är att marknaderna förväntar sig för mycket för tidigt när det gäller räntesänkningar. Får vi rätt kommer marknadsprissättningen reverseras, vilket vanligtvis innebär en viss ökad volatilitet i räntor och tillgångspriser. Vi förväntar oss dock inte att rörelserna kommer att vara så kraftiga att det medför en betydande negativ återkoppling till ekonomin.

Marknadens förväntningar är för optimistiska



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Finansiella förhållanden är neutrala

Bedömningen av den lämpliga penningpolitiska inriktningen påverkas även av de finansiella förhållandena i stort. Penningpolitiken verkar genom, och svarar på, utvecklingen i hela det finansiella systemet, inklusive obligations-, aktie- och bostadsmarknaderna. Breda index för finansiella förhållanden tyder på att åtstramande styrräntor delvis motverkas av gynnsamma förhållanden i andra delar av det finansiella systemet, till exempel aktiemarknaden.

I vårt huvudscenario räknar vi inte med att de finansiella förhållandena kommer att ha någon betydande inverkan på den penningpolitiska utvecklingen. Finansiella förhållanden som avviker markant från en normal korrelation med konjunkturcykeln eller stör den önskade politiska

inriktningen kan däremot påverka penningpolitiska beslut. Framför allt skulle en kraftig försämring av de finansiella förhållandena vara en stark signal för centralbankerna att sänka räntorna tidigare (och eventuellt även vidta ytterligare stödåtgärder). Om de finansiella förhållandena blir mer expansiva än vad som anses lämpligt för att tämja inflationen kan detta bidra till försenade räntesänkningar.

Gradvisa räntesänkningar under 2024

Givet vår syn på den ekonomiska aktiviteten och inflationen bedömer vi att centralbankerna kommer inleda en gradvis lättning av penningpolitiken under andra kvartalet 2024. Det finns dock källor till osäkerhet. De senaste åren har inte minst visat att överraskningar sker och prognoser är osäkra, dessutom beror slutsatser om penningpolitisk inriktning på hur data tolkas och hur olika risker vägs mot varandra.

Efter tre år med stora svängningar i ekonomisk aktivitet, inflation och politik, samt pågående konflikter och geopolitiska spänningar är osäkerheten om utsikterna fortsatt betydande. Bevis som tyder på att den nedåtgående trenden i inflationen håller på att avstanna, eller till och med vända, skulle försena räntesänkningarna. Medan signaler på att inflationen faller snabbare eller på en brant nedgång i den ekonomiska aktiviteten skulle kunna innebära tidigare och fler räntesänkningar.

När det gäller risktolerans tror vi att centralbankerna fortsatt kommer att föredra en strategi som i första hand fokuserar på att begränsa uppåt riskerna i inflationen, även om det innebär en risk för lägre ekonomisk aktivitet och högre arbetslöshet. Detta strategival menar vi minskar sannolikheten för aggressiva räntesänkningar och talar för ett mer försiktigt tillvägagångssätt. Betydelsen av den exakta tajmingen för räntesänkningar ska inte överdrivas, men att pröva finansmarknadernas, hushållens och företagets tålamod innebär en risk för en recession. Mot denna bakgrund räknar vi med gradvisa räntesänkningar med start innan inflationen har stabiliserats vid målet, snarare än brantare sänkningar efter att inflationen har stabiliserats vid målet.

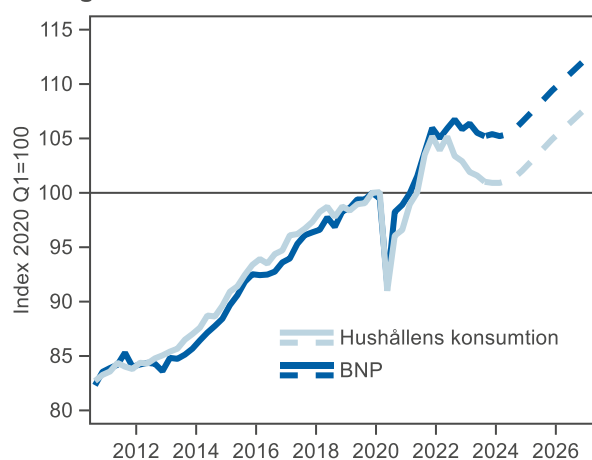
Konjunkturläget förbättras mot slutet av året

Hög inflation och åtstramande penningpolitik har urholkat hushållens köpkraft och slagit hårt mot bostadsbyggandet. En fortsatt nedgång i ekonomisk aktivitet väntas under vintern och det finns tydliga tecken på att arbetsmarknaden har svalnat. Men vi går mot ljusare ekonomiska tider. Hushållens reala disponibla inkomster börjar öka i år och Riksbanken inleder räntesänkningar i sommar, vilket gör att en försiktig återhämtning inleds under hösten. Tillväxten tar mer fart nästa år då finanspolitiken blir mer expansiv, penningpolitiken normaliseras och arbetsmarknadsläget ljusnar.

Konjunkturedgången fortsätter

BNP bedöms ha minskat med 0,2 procent förra året och framåtblickande indikatorer pekar på en fortsatt nedgång i den ekonomiska aktiviteten under vintern. Konjunkturedgången kan kopplas till en svagare inhemsk efterfrågan. Räntekänsliga hushåll och bostadsbyggandet har pressats hårt av snabbt stigande räntor och hög inflation. Hushållens konsumtion har minskat drygt 4 procent sedan våren 2022, vilket är den största nedgången i konsumtionen sedan 90-talskrisen. Samtidigt har bostadsbyggandet tvärbromsat som en följd av lägre bostadspriser, högre byggkostnader och dyrare finansiering.

Kraftigt fall i hushållens konsumtion

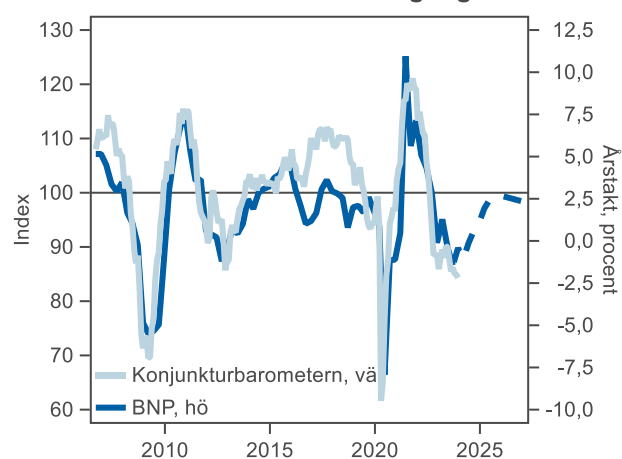


Källor: Macrobond och Handelsbanken

Samtidigt har exporten, näringslivets investeringar (exklusive bostadsinvesteringar) och offentlig konsumtion varit robusta och bidragit till att hålla uppe den ekonomiska aktiviteten. Framför allt är det förstärkningen av försvaret och ökade utgifter för polis och rättsväsende som har hållit uppe den offentliga konsumtionen. En svag orderingång för exportföretagen och en dämpad global tillväxt leder dock till att exporttillväxten bedöms mattas av under det första halvåret av 2024.

Sammantaget räknar vi med att svensk ekonomi gick in i en lågkonjunktur under förra året och att konjunkturedgången fortsätter under det första halvåret av 2024. Nedgången är djupare än i de flesta andra europeiska länder. En viktig orsak till detta är att svensk ekonomi är mer räntekänslig. Men tar man ett lite längre perspektiv så har svensk ekonomi återhämtat sig bättre efter pandemin och i takt med att penningpolitiken och inflationen normaliseras bedöms tillväxten bli starkare i Sverige än i de flesta andra europeiska länderna.

Indikatorer talar för fortsatt nedgång



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Återhämtningen inleds framåt hösten

Efter två år med kraftigt fallande reallöner börjar hushållens köpkraft åter att förbättras i år. Reallönerna blir högre genom att inflationstakten avtar samtidigt som löneökningstakten är jämförelsevis hög. Vidare ökar hushållens reala disponibla inkomster av att exempelvis försörjningsstöd och garantipension per automatik höjs med inflationen samt att skatter sänks för arbetare och pensionärer. Men det motverkas delvis av att sysselsättningen minskar något. Vi räknar med att en försiktig uppgång i hushållens konsumtionen inleds under andra halvåret av 2024. Konsumtionsåterhämtningen tar mer fart nästa år då finanspolitiken blir mer expansiv, penningpolitiken normaliseras och arbetsmarknadsläget ljusnar. En

förbättrad omvärldskonjunktur och gradvis lägre räntor bidrar även till att exporten och företagens investeringar vänder upp mot slutet av 2024. Sammantaget räknar vi med att BNP i princip är oförändrad i år, för att därefter stiga med 2,4 procent nästa år och 2,5 procent 2026.

Nyckeltal

	2023	2024p	2025p	2026p
BNP*	-0,2	0,1	2,4	2,5
BNP, faktisk	-0,4	0,1	2,2	2,7
Hushållens konsumtion*	-2,4	0,0	2,4	2,6
Fasta investeringar*	-1,2	-1,3	3,5	3,5
Export*	2,8	1,1	2,6	2,9
Arbetslöshet**	7,7	8,2	8,1	7,8
Sysselsättning	1,5	-0,3	0,5	0,8
Timlön	3,8	3,9	3,8	3,8
Bostadspriser	-7,3	1,0	2,5	3,2
Inflation, KPIF	6,0	2,5	2,0	2,1
Styrränta, procent***	4,00	3,25	2,25	2,25
Växelkurs, EUR/SEK***	11,10	10,70	10,20	10,00
Offentligt finansiellt sparande****	-0,1	-1,4	-1,0	-0,3
Bruttoskuld, offentlig sektor****	31,3	32,1	32,3	31,8

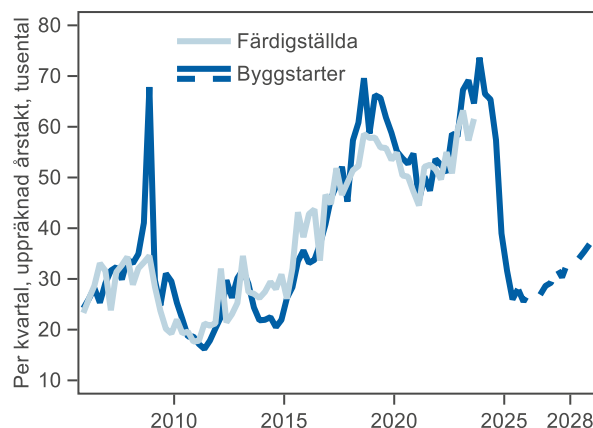
Källor: Macrobond och Handelsbanken
 *Kalenderkorrigerad **Procent av arbetskraften ***Vid årets slut **** Procent av BNP

Minskat byggande tynger ekonomin

Bostadsbyggandet har tvärbromsat efter några år av historiskt hög nyproduktion. Det innebär att antalet färdigställda bostäder sjunker kraftigt framöver. 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. Hushållens konsumtion av möbler och husgeråd har minskat med 20 procent sedan slutet av 2021 och är därmed en viktig förklaring till den totala nedgången i hushållens konsumtion det senaste året.

Vi ser inte framför oss någon snabb återhämtning av varken nyproduktionen eller renoveringarna de kommande åren. Ränteläget förblir betydligt högre än tidigare och bostadspriserna på andrahandsmarknaden bedöms endast öka svagt framöver, se *Oförändrade sparplaner hos de flesta hushåll*. Det finns inte heller signaler om några större bostadspolitiska reformer kommande år för att dämpa nedgången i byggandet.

Bostadsbyggandet rasar



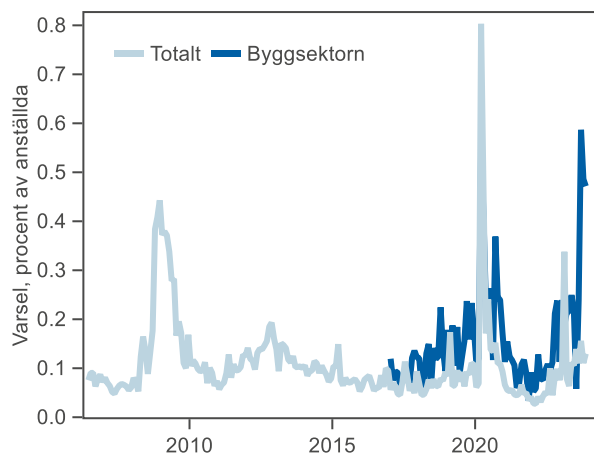
Anm.: Byggstartar är framskjuten 2 år.
 Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken

Pristrycket inom byggmaterial har dock börjat sjunka och lägre markpriser kan dämpa nedgången i bostadsbyggandet i framför allt storstadsregionerna, där markpriserna är en större andel av de totala kostnaderna för att bygga nytt. Men vi förväntar oss inte någon större nedgång i de totala byggkostnaderna. I takt med att konjunkturen förbättras och hushållens köpkraft stiger bedöms dock betalningsviljan för nyproduktion åter stiga något. Sammantaget räknar vi med att bostadsbyggandet stiger till 35 000 byggstartar 2026.

Svagare arbetsmarknad

Arbetsmarknaden visar nu tydliga tecken på att kylas av. Sysselsättningen har börjat minska under hösten och framåtblickade indikatorer, som anställningsplaner, tyder på att efterfrågan på arbetskraft fortsätter att vara svag de kommande kvartalen. Andra tecken på den svalare arbetsmarknaden är att företagen har dragit ned på antalet tillfälligt anställda samtidigt som antalet lediga jobb har minskat. Varslen har också ökat och är nu något högre än normalt. Byggsektorn är den sektor där effekterna på arbetsmarknaden av stigande räntor och högre inflation varit som mest påtagliga. Antalet varsel i byggsektorn har skjutit i höjden och är nu omkring fyra gånger högre, som andel av antalet anställda, än för arbetsmarknaden som helhet.

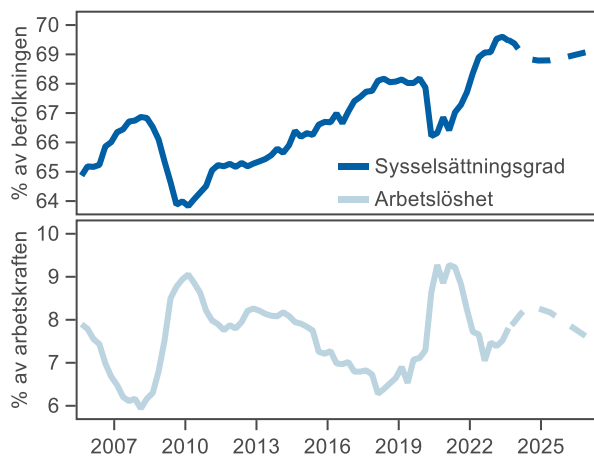
Varselvåg i byggsektorn



Källa: Macrobond

Vi räknar med att arbetsmarknadsläget fortsätter att försvagas under 2024 och att arbetslösheten toppar på 8,3 procent i slutet av året. Framför allt bedöms sysselsättningen minska inom byggsektorn och konsumentnära sektorer såsom restaurang och handel. Nedgången i sysselsättningen dämpas dock av att den gröna omställningen fortsätter att bidra till högre efterfrågan på arbetskraft samt att anställningsbehovet inom offentlig sektor är fortsatt stort. I takt med att BNP-tillväxten stiger under 2025, så förbättras även arbetsmarknadsläget. Men återhämtningen blir långsam och i slutet av 2026 är arbetslösheten fortfarande högre än normalt.

Sysselsättningsgrad och arbetslöshet



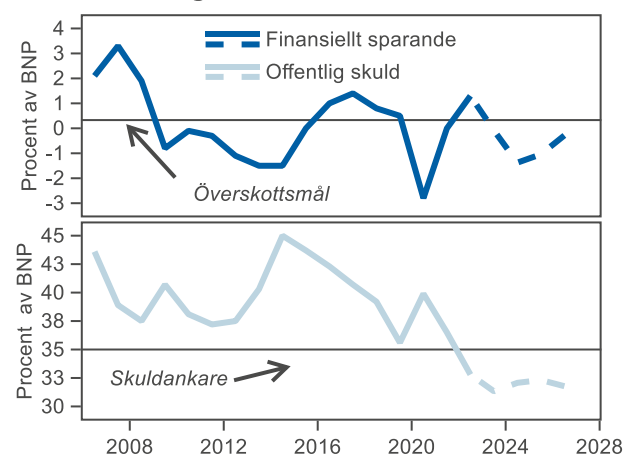
Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken

Expansiv finanspolitik nästa år

Regeringens fokus för 2024 har varit att bidra till nedgången av inflationen genom att föra en återhållsam finanspolitik. Budgeten för 2024 innehåller reformer på knappt 40 miljarder kronor och vi bedömer att finanspolitiken i grova drag blir varken åtstramande eller expansiv i år. Kommunsektorn får knappt 20 miljarder kronor för att motverka omfattande neddragningar, men

tillskotten räcker inte för att täcka de ökade kostnaderna. För att klara det ansträngda läget genomför kommunsektorn besparingar, höjer kommunalskatten och använder resultatutjämningsreserven (RUR) för att finansiera ett underskott. De största reformerna på skattesidan är sänkt skatt på bensin och diesel, vilket tillsammans med sänkningen av reduktionsplikten gör direkt avtryck på KPIF-inflationen. Hushållen har även fått höjt grundavdrag och ett jobbskatteavdrag, men det motverkas av höjd kommunalskatt och pausad indexeringen av skiktgränsen för statlig skatt.

Starka offentliga finanser



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Trots svagare konjunktur och hög inflation var offentliga sektorns finansiella sparande nära balans förra året och den offentliga skulden minskade till drygt 30 procent av BNP. I år försämras de offentliga finanserna då skatteintäkterna dämpas av det svagare arbetsmarknadsläget och av att Riksbanken bedöms få ett kapitaltillskott på omkring 45 miljarder kronor för att täcka förlusterna de har gjort på sina värdepappersköp. Givet Sveriges urstarka statsfinanser räknar vi med att kapitaltillskottet inte påverkar inriktningen på finanspolitiken de kommande åren. Det är en stor skillnad mot många andra länder där blickarna nu riktas mot ohållbara offentliga finanser, se *Det våras för en mer aktiv finanspolitik*.

I takt med att Riksbanken börjar lätta på bromsen och vi närmar oss nästa Riksdagsval bedöms finanspolitiken bli mer expansiv. Vi räknar med att budgeten för 2025 kommer att innehålla ofinansierade reformer på omkring 70 miljarder kronor, med både mer pengar till kommunsektorn, offentliga investeringar och hushållen.

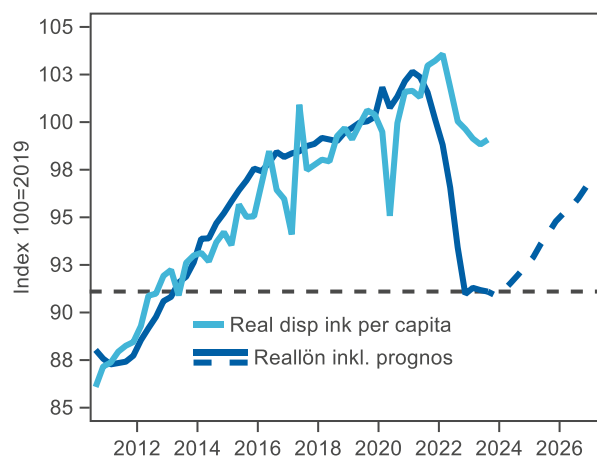
Oförändrade sparplaner hos de flesta hushåll

Medan prisnivåerna på mat och el förblir höga, ser vi framför oss något sjunkande räntekostnader framöver. Men kvarvarande höga levnads- och räntekostnader talar för att såväl omsättningen på bostadsmarknaden som konsumtionen av sällanköpsvaror förblir dämpade och att det tar lång tid innan hushållens köpkraft återhämtar sig. Trots att hushållens plånböcker har gröpts ur av stigande levnadskostnader har sparandet totalt sett förblivit nära normalt och tre fjärdedelar av hushållen planerar för ett oförändrat sparande framöver enligt vår SIFO-undersökning. I linje med det räknar vi med en oförändrad sparkvot och att hushållen kommer öka sin konsumtion i takt med att inkomsterna ökar.

Hushållens köpkraft förbättras gradvis...

Den höga inflationen de senaste två åren har resulterat i det kraftigaste reallönefallet i modern tid, med tio år av reallöneökningar uttraderade som följd. Det betyder att inkomsten räcker till färre varor och tjänster och att en del hushåll kan ha behövt krympa på sina sparbuffertar. Däremot har den reala disponibelinkomsten per capita fallit betydligt mindre än reallönen, vilket har stöttat hushållssektorns totala konsumtion. Orsaken är dels att sysselsättningen fram tills nyligen fortsatt öka, men också att garantipension och olika stöd ökat i takt med inflationen, samt elstöd och skattesänkningar.

Reallönerna börjar stiga under 2024



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Inflationen är nu på väg ned och timlönerna ökar i snabbare takt vilket har fått reallönefallet att stanna av och vi förutspår att hushållens reala inkomster ökar framöver. Den reala disponibelinkomsten per capita, som totalt sett har fallit med endast drygt 4 procent, ser också ut att ha slutat falla, trots den pågående försvagningen på arbetsmarknaden. Sammantaget talar detta för att hushållens köpkraft

gradvis kommer förbättras. Men frågan är i vilken utsträckning den ökade inkomsten kommer gå till ökad konsumtion, en fråga som vi tittar närmare på i denna artikel och som är tätt kopplad till hushållens sparbenägenhet.

... men levnadskostnaderna förblir höga

Den ekonomiska situationen ser ut att förbli besvärlig för många, trots att hushållen i genomsnitt får lite mer köpkraft under 2024. Det speglas bland annat i Konjunkturbarometern där hushållen är mer dystra än normalt kring utsikterna för den egna ekonomin. Men hur ser det ut om man lyfter på huven och ser till vad som påverkar ekonomin mest?

Vad tror du kommer att påverka din privatekonomi mest negativt under de kommande 12 månaderna?

	Total	Inkomst (tkr)				
		< 25	25 -35	35 -42	42 -65	> 65
<i>Antal intervjuer</i>	2 351	605	501	383	558	136
Bensinpriser	24%	27%	30%	25%	18%	17%
Elpriser	36%	38%	40%	33%	33%	31%
Räntor	41%	23%	39%	51%	53%	57%
Matpriser	61%	67%	66%	63%	56%	45%
Kronkursen	19%	16%	18%	21%	20%	29%
Börsutvecklingen	9%	7%	9%	8%	12%	10%
Skatter	11%	9%	12%	10%	9%	23%
Arbetslöshet	7%	13%	5%	4%	4%	5%
Löneutvecklingen	16%	9%	19%	18%	20%	14%
Annat	5%	7%	5%	5%	4%	6%
Tveksam, vet ej	4%	5%	3%	2%	3%	2%

Anm: De tillfrågade kan välja upp till tre svarsalternativ. Svaren redovisas som totalt för alla tillfrågade och uppdelat i olika inkomstgrupper.

Källa: Verian

I en SIFO-undersökning utförd av Verian på uppdrag av Handelsbanken⁹, tillfrågades privatpersoner bland annat om vad som kommer ha störst negativ påverkan på den egna ekonomin det närmaste året. Matpriser, räntor och elpriser kommer inte

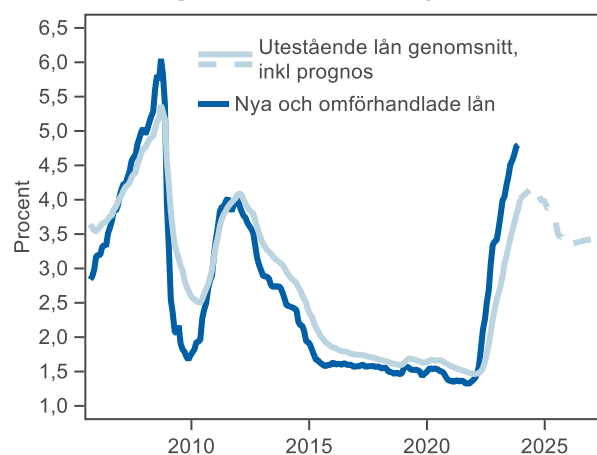
⁹ SIFO-undersökning på beställning av Handelsbanken. Intervjuerna gjordes mellan 6:e och 14:e november 2023.

förvånande på topp tre. Vi räknar med att dessa kostnader förblir höga. Även om inflationen nu dämpas förblir prisnivåerna på varor och tjänster kring dagens nivåer med fortsatt stigande trend samtidigt som räntekostnaderna sjunker från andra halvåret i år men förblir betydligt högre än tidigare. Bryter vi ner svaren på inkomstgrupper framkommer att mat- och bensinpriser påverkar låginkomsttagare i högre utsträckning än medel- och höginkomsttagare som istället i högre grad är exponerade mot ränteförändringar. Lättnaden i form av sjunkande räntekostnader kommer således inte alla till del utan låginkomsttagare som dessutom påverkas i högre grad av stigande arbetslöshet kan komma att se fortsatt små ekonomiska marginaler.

Räntekostnader sjunker, men inte fullt ut

Räntor ligger på topp tre-listan över faktorer som påverkar ekonomin negativt för alla inkomstgrupper utom de med en inkomst under 25 000 kronor i månaden. Rörliga boräntor har nu nått sin topp och vår prognos är att de sjunker nära i linje med Riksbankens räntesänkningar och att boräntorna uppgår till ca 3,5 procent under 2026 när ekonomin är mer i balans. För ett hushåll med ett bolån på 2 miljoner kr som har rörlig ränta betyder det att boräntekostnaden minskar med cirka 1 600 kr från idag fram till slutet av 2025, men är fortsatt 2 300 kr högre per månad än under lågräntemiljön fram till början av 2022.

Genomsnittliga räntekostnader sjunker 2025

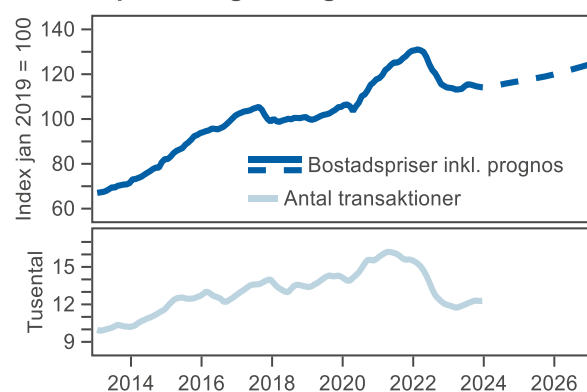


Källor: Macrobond och Handelsbanken

Vi ser framför oss att osäkerheten kring finansieringskostnaderna lättar successivt och stabiliserar läget på bostadsmarknaden, där vi förvisso sett stillastående bostadspriser i mer än ett år nu men där omsättningen varit anmärkningsvärt låg. Bolånetagarnas ekonomi förbättras dessutom

när löner ökar snabbare än inflationen. Det finns därmed förutsättningar för en gradvis förbättring av bostadsmarknaden. Det är i linje med hushållens förväntningar där få ser framför sig sjunkande bostadspriser. Enligt SIFO-undersökningen tror 43 procent att värdet på den egna bostaden kommer vara oförändrat om ett år och 33 procent att det kommer stiga. Vår prognos är att antalet försäljningar gradvis återhämtar sig men förblir lågt jämfört med tidigare års toppnivåer och att bostadspriserna återigen börjar öka i år. Men vi räknar med att höga boendekostnader fortsätter tynga bostadsmarknaden så att priserna ökar svagare än inkomsterna, med omkring 2,5–3 procent per år 2025–2026.

Bostadspriser stiger svagt under året



Anm.: Säsongsrensad. Transaktioner enligt 6-mån glidande medelvärde.

Källor: Macrobond, Valueguard, Svensk mäklarstatistik och Handelsbanken

Sparandet hålls uppe framöver

Sparkvoten, som andelen av hushållens inkomster som är kvar efter konsumtionen, är intressant att titta på för att få en uppfattning om hushållens ekonomi och konsumtionsbeteendet. Trots hög inflation och stigande räntekostnader är hushållens totala sparande på normala nivåer, men lägre än under de extrema pandemiåren.

I SIFO-undersökningen svarade majoriteten (73%) av de tillfrågade att de planerar en oförändrad nivå på sparandet kommande 12 månader. Samtidigt är det fler som svarar att de kommer öka (17%) än minska (8%) sitt sparande. SIFO-undersökningen visar även att både de som bor i hyrt boende och de som är unga, i högre utsträckning svarar att de kommer öka sitt sparande. Generellt är storleken på sparandet tätt kopplad till inkomsten, där de med högst inkomster i genomsnitt har ett högre regelbundet sparande. En fjärdedel av de tillfrågade i undersökningen med inkomst om 25 000–35 000 kr

har inget regelbundet sparande. Men svaren antyder att det i alla inkomst kategorier kan finnas hushåll med små marginaler, exempelvis planerar en knapp tredjedel av de som tjänar 35 000–42 000 kr att spara mindre än 3 000 kr per månad (inklusive eventuell amortering) det kommande året och i den högsta inkomst kategorin planerar en fjärdedel att spara mindre än 5 000 kr.

Ungefär hur mycket planerar du att spara varje månad under de kommande 12 månaderna? Inkl. amortering

	Total	Inkomst (tkr)				
		< 25	25 -35	35 -42	42 -65	> 65
Antal intervjuer	1 812	364	386	326	487	123
-1 500kr	15%	35%	18%	9%	4%	2%
1 501-3 000 kr	20%	25%	26%	19%	18%	7%
3 001-5 000 kr	20%	9%	23%	28%	24%	15%
5 001-10 000 kr	20%	9%	13%	22%	32%	35%
10 000+ kr	9%	1%	4%	7%	13%	36%
Tveksam, vet ej	13%	16%	11%	8%	6%	3%

Anm: De tillfrågade kan välja ett svarsalternativ. Svaren redovisas som totalt för alla tillfrågade och uppdelat i olika inkomstgrupper.
Källa: Verian

Stora skillnader i sparande

Det finns stora skillnader i hur olika grupper väljer att spara. Information om hur sparandet ser ut kan ge oss vägledning om det finns ett behov hos olika grupper att öka eller minska sitt sparande, och därmed påverka den totala konsumtionen. SIFO-undersökningen visar att ungefär hälften av kvinnorna och hälften bland dem inom inkomstintervallet 25 000–35 000 kr uppger att de främst kommer spara på sparkonto. Det kan jämföras med en tredjedel av männen och en tredjedel av de i inkomstgruppen 42 000-65 000 kr. Den främsta anledningen till skillnaden mellan inkomstgrupperna är att fler bland de med högre lön kommer amortera. Aktiesparande förekommer framför allt bland de med inkomst över 65 000 kr, medan fondsparande är populärt i samtliga inkomstgrupper.

Hur planerar du framförallt att spara pengar?

	Total	Inkomst (tkr)				
		< 25	25 -35	35 -42	42 -66	> 65
Antal intervjuer	1 812	364	386	326	487	123
Sparkonto	43%	59%	48%	42%	33%	26%
Aktier	7%	5%	4%	7%	8%	19%
Fonder	35%	29%	37%	35%	40%	31%
Amortering	11%	5%	7%	14%	15%	22%
Annat	2%	1%	2%	1%	3%	1%
Tveksam, vet ej	2%	2%	2%	1%	2%	1%

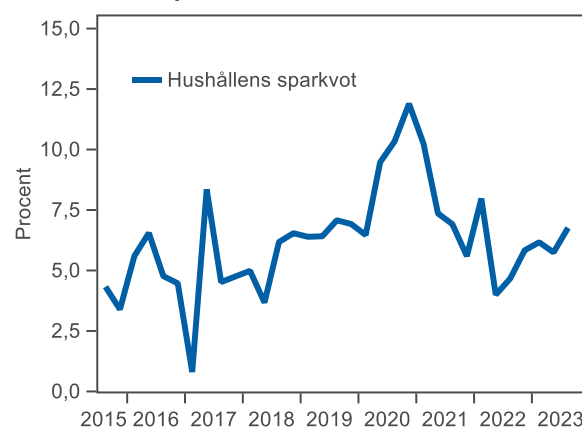
Anm: De tillfrågade kan välja ett svarsalternativ. Svaren redovisas som totalt för alla tillfrågade och uppdelat i olika inkomstgrupper.
Källa: Verian

På senare tid har sparvolymen på bankkonton planat ut samtidigt som annat sparande har ökat. Denna omfördelning, tillsammans med vetskapen om att låginkomsttagare i huvudsak sparar på sparkonton, skulle kunna vara ett tecken på att det finns stora skillnader i hur sparbetendet hos olika hushåll påverkas av de höga levnadskostnaderna. Det vill säga att vissa hushåll med knappa marginaler har krympt sitt sparkapital för att upprätthålla sin konsumtion medan andra hushåll kan ha lyckats upprätthålla tidigare höga sparvolymen. En följdfråga blir då om låginkomsttagare kommer öka sitt sparande i högre omfattning framöver för att återställa tidigare sparbuffertar, och att det bidrar till en mer dämpad konsumtionstillväxt. Men svaren i SIFO-undersökningen tyder inte på det, där svarar ca 70 procent av respondenterna bland såväl låg- som höginkomsttagare att de planerar för ett oförändrat sparande 2024.

Såväl låg- som höginkomsttagare planerar för oförändrat sparande 2024, trots skillnader i sparande

Undersökningarna ger stöd för vår syn att sparkvoten kommer ligga relativt stabilt framöver. Vår prognos är därmed att hushållen kommer att öka sin konsumtion i takt med stigande inkomster. Att sparkvoten förblir oförändrad när konsumtionen stiger är kopplat till att hushållen realekonomiskt får det bättre och därmed kan konsumera mer utan att minska sitt sparande. I sparkvoten ingår även amorteringar som vi räknar med ligger kvar på förhållandevis höga nivåer.

Hushållens sparande kan förbli oförändrat



Anm.: Hushållens sparande i förhållande till disponibel inkomst.
Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken

Inflation och penningpolitik

Riksbanken kastar hängslen, behåller livrem

Inflationstrycket har dämpats av den globala utvecklingen, och nu tar den svalare inhemska ekonomin över stafettpinnen och bromsar inflationen. Riksbanken väntas göra en iögonfallande stor duvaktig omsvängning de närmaste månaderna för att därefter inleda försiktiga räntesänkningar i juni.

Inflationen på knagglig väg mot 2 procent

Inflationstrenden förefaller ha vänt nedåt med start i oktober, efter att inflationsutfallet innan dess överraskade på uppsidan av Konjunkturprognosen från september. I december låg KPIF-inflationen på 2,3 procent, visserligen inte mycket lägre än septemberprognosens 2,5 procent, men signalvärdet är starkare när man bortser från det volatila elpriset: KPIF exklusive energi (KPIFXE) blev 0,4 procentenheter under prognos.

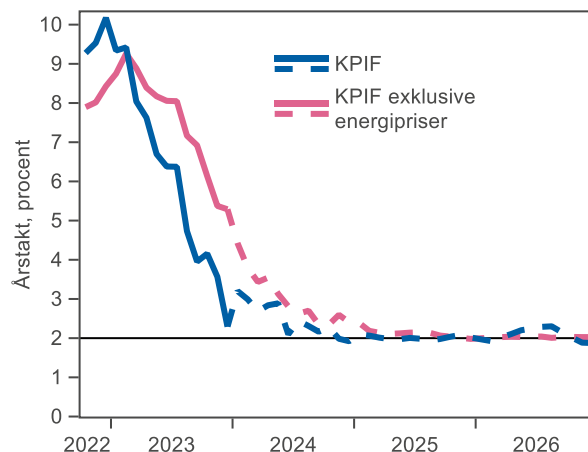
Framöver ser inflationen ut att fortsätta på en lägre bana än vad som tidigare väntats. För det första avtar den globala inflationen förvånansvärt snabbt. För det andra har kronan stärkts mer än väntat. Men det handlar inte bara om dessa direkta effekter på den importerade inflationen. Inhemska förhållanden dämpar också inflationen, eftersom förhållandevis förankrade inflationsförväntningar och ett svalnande resursutnyttjande nu har lagt ett lock på pris- och lönebildningen. Vi räknar med att dessa faktorer ytterligare pressar ned inflationen, som *varaktigt* når 2 procent mot slutet av 2024. Då räknar vi med att årstakten i KPIF ligger kring målnivån, samtidigt som KPIFXE-inflationen trovärdigt närmar sig 2-procentsstrecket efter att ha uppvisat tillräckligt låga månadstakter allt sedan våren.

*Arbetskostnadsökningar och
skral produktivitet kan ge
bakslag i inflationsnedgången*

Mot en ännu mer optimistisk prognos på inflationsnedgången står inte minst de skrala produktivetsutsikterna, i kombination med en relativt snabb ökning av arbetskraftskostnaderna.¹⁰ Konjunkturbarometern visar fortfarande väsentligt förhöjda prissättningsplaner i näringslivet på kort sikt och, i kombination med en bred uppsättning andra framåtblickande indikatorer, betyder det att vi förutspår hög KPIFXE-inflation under inledningen av 2024.

¹⁰ Se temaartikeln om inflation "[Du sköna nya nominella värld?](#)", s. 20f., i Konjunkturprognosen, september 2023.

Inflationen på knagglig väg mot 2 procent



Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken

Riksbanken tvingas bli betydligt mjukare

Mot bakgrund av lägre inflationsutfall än förväntat reviderar vi ner inflationsprognosen något. Det vänder inte upp och ner på de penningpolitiska övervägandena, men vi räknar nu med att Riksbanken genomför en första räntesänkning i juni, marginellt tidigare än septembersänkningen vi väntade oss i förra Konjunkturprognosen.

Mer uppseendeväckande är att vi räknar med att Riksbankens policyrespons relativt denna inflationsutveckling blir allt annat än marginell. Den duvaktiga omsvängning som vi förutser inför de penningpolitiska beskeden i februari och mars bedöms bli extra stor av minst två skäl.

För det första har Riksbanken alltför länge suttit fast i en osannolikt högaktig *forward guidance* och kommer sannolikt välja att göra om sin styrränteprognos helt och hållet. En räntebana utan prognostiserade framtida sänkningar användes för att driva upp de långa marknadsräntorna 2022–2023, då politiken behövde stramas åt kraftigt. Men under 2023 avvaktade Riksbanken med att skruva ned räntebanan på medellång sikt – trots att den vid det laget åtstramande penningpolitiken började bita på inflationen. Därmed har Riksbanken en "revideringsskuld" i sin prognos.

Dramatisk tidigareläggning av Riksbankens sänkningssignal

För det andra har Riksbanken satt upp synnerligen bakåtblickande riktlinjer för vad man anser vara uppfyllelse av inflationsmålet. De kommer sannolikt välja att ompröva och anpassa detta till den mer framåtblickande praxis som råder bland andra centralbanker, vilket då leder till dramatisk tidigareläggning av den första räntesänkningen. Riksbanken har kommunicerat att inflationen ska ha "fallit tillbaka och under en tid varit nära målet" innan räntesänkningar inleds, vilket mer konkret har inneburit minst 6-12 månaders måluppfyllelse, sett till de prognoser och scenarioanalyser som presenterats i Riksbankens penningpolitiska rapport. Den globala centralbanksvärlden, t.ex. ECB och Fed, signalerar snarare att sänkningarna inleds när inflationen på uthållig basis närmar sig målet, men innan det faktiskt har uppnåtts.

Sammantaget väntas Riksbanken vid annonseringen av det penningpolitiska beslutet i februari muntligen signalera att räntesänkningar kan inledas under andra halvåret 2024, förutsatt att ekonomin utvecklas som förväntat. Och därefter, vid mötet i mars då en fullständig penningpolitisk rapport med nya prognoser också publiceras, så räknar vi med en stor nedrevidering av Riksbankens styrränteprognos – en bana som lär visa en rad räntesänkningar också genom 2025–2026.

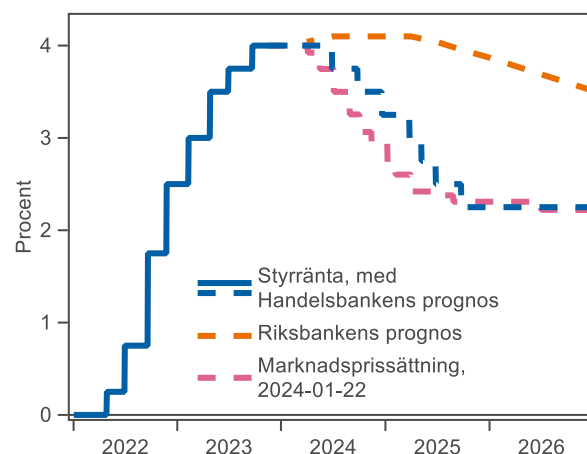
Styrräntan sänks från 4 till 2,25 procent

Vår prognos är att Riksbanken i slutändan fullföljer räntesänkingscykelns start i juni med en försiktig strategi som under 2024 medger sänkningar även i september och december – se även temaartikeln *Klara! Färdiga! Gå?* Därefter har inflationsriskerna avtagit och en snabbare normalisering av penningpolitiken följer, med fem ytterligare sänkningar så att styrräntan i september 2025 når 2,25 procent, vår bedömning av (nominell) neutralränta. Risken för ett bakslag på vägen mot inflationsmålet kan inte uteslutas och skulle ge en högre styrränta. Bland annat tornar orosmoln nu upp sig i omvärlden, vad gäller störningar i leveranskedjor och rusande fraktpriser, se riskavsnittet i *Global bakgrund*.

Vi bedömer att den mjuklandning vi förutspår för ekonomin inte bara innebär relativt långsamma räntesänkningar. Dessutom ger avsaknaden av såväl ekonomisk kris som marknadsoro förutsättningar för att Riksbanken också ska kunna

fullfölja normaliseringen av sin balansräkning genom fortsatta försäljningar av obligationer (se även *Global bakgrund*). Vi det penningpolitiska beskedet i februari räknar vi med att Riksbanken ökar takten i denna bantning av tillgångsportföljen, från 5 till 6,5 miljarder kronor i neddragning per månad. Vi räknar med att försäljningarna av statsobligationer avslutas vid utgången av 2025 och att Riksbanken på sikt kommer hålla ett innehav på minst 10 miljarder SEK i beredskapssyfte.

Räntesänkningarna inleds försiktigt



Källor: Macrobond, Bloomberg, Riksbanken, Handelsbanken

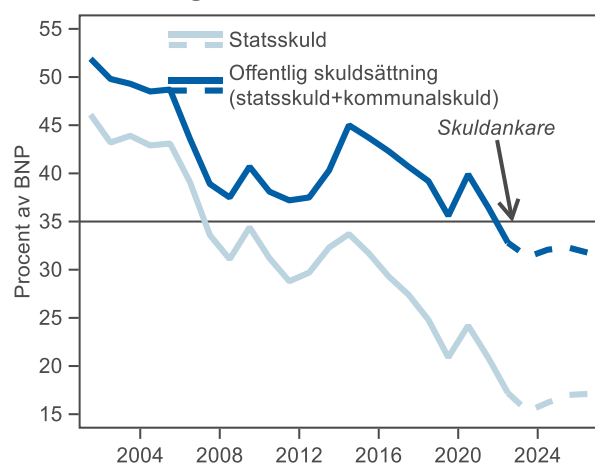
Det våras för en mer aktiv finanspolitik

Medan många länder i Europa behöver konsolidera de offentliga finanserna handlar debatten i Sverige om att statsskulden är onödigt låg och att finanspolitiken bör ta ett större ansvar för stabiliseringspolitiken. En hel del talar för att överskottsmålet kommer att ersättas med ett underskottsmål. Och om vi framöver kommer tillbaka till ett läge med låg inflation och styrränta är nära noll räknar vi med att finanspolitiken blir mer expansiv snarare än att Riksbanken inför negativ styrränta och genomför omfattande obligationsköp. Men de närmaste åren är det Riksbanken som sitter i förarsätet.

Låg statsskuld ger handlingsutrymme

I USA och i många länder i Europa kommer det på sikt krävas en finanspolitisk konsolidering för att få ned den ohållbart höga offentlig skuldsättningen. Situationen försvåras av att det kommer vara ett fortsatt tryck uppåt på de offentliga utgifterna, på grund av bl.a. ökade försvarsutgifter, åldrande befolkning och ett högre ränteläge än innan pandemin. Dessutom kommer det sannolikt vara politiskt svårt att genomföra omfattande skatthöjningar eller utgiftsbesparingar för att konsolidera de offentliga finanserna och finansiera investeringar i den gröna omställningen. Det finns därför en uppenbar risk att många länder kommer att skjuta upp nödvändiga klimatinvesteringar. Vidare kan den uteblivna konsolideringen av statsfinanserna göra det svårt att bedriva en expansiv finanspolitik i nästa lågkonjunktur.

Starka offentliga finanser



Källor: Macrobond och Handelsbanken.

I Sverige är situationen snarare den omvända. Diskussionen handlar om att statsskulden är onödigt låg och att finanspolitiken bör ta ett större ansvar för

stabiliseringspolitiken. Regeringen har tillsatt en parlamentarisk kommitté med representanter från samtliga riksdagspartier som i slutet av 2024 ska komma med ett förslag på hur mycket överskottsmålet ska sänkas samt bedöma om det finanspolitiska ramverket behöver anpassas för att möjliggöra en effektivare stabiliseringspolitik. En input till översynen av överskottsmålet är finansdepartementets långtidsutredning (LU) som publicerades i slutet av förra året. I LU, som är en ren tjänstemannaprodukt, föreslås att det införs ett underskottsmål på 0,5 procent av BNP. Och att det extra utrymme som uppkommer av att sänka överskottsmålet kan användas till att finansiera klimatinvesteringar samt till att finanspolitiken tar ett större ansvar för stabiliseringspolitiken.

Överskottsmålet kommer att sänkas

De flesta riksdagspartierna har fram tills nyligen signalerat att de vill ersätta dagens överskottsmål med ett balansmål.¹¹ Men på senaste tiden har flera riksdagspartier öppnat upp för att de kan tänka sig att lånefinansiera nödvändiga investeringar. Det finns därför en hel del som talar för att det i slutändan blir ett underskottsmål. För det första lär det finnas politisk enighet om att inte sänka skuldankaret från dagen nivå på 35 procent av BNP. Enligt Konjunkturinstitutets beräkningar skulle ett tillfälligt underskottsmål på 0,5 procent av BNP under en åttaårsperiod, och därefter ett balansmål, stabilisera skulden på skuldankaret. För det andra går det att argumentera för att offentliga investeringar kopplade till den gröna omställningen bör lånefinansieras snarare än finansieras via högre skatter eller besparingar på andra områden, då de är temporära och framförallt gynnar framtida generationer. Ett underskottsmål på 0,5 procent av BNP skulle öka

¹¹ Överskottsmålet ses över vart 8:e år. De starka offentliga finanserna medförde att överskottsmålet för perioden 2019-2026 sänktes från 1 procent av BNP till 0,33 procent av BNP. I samband med senaste översynen infördes även att skuldankare på 35

procent av BNP skulle utgöra ett riktmärke för en lämplig skuldnivå. Översynen som nu har påbörjats gäller för perioden 2027-2034.

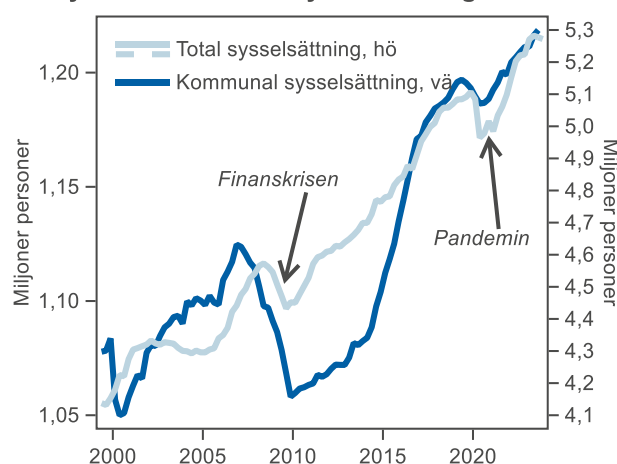
reformutrymmet med drygt 50 miljarder kronor per år.

I debatten lyfts det också fram att upprustningen av försvaret ska lånefinansieras. Men de ökade försvarsutgifterna bedöms inte vara en tillfällig investeringspuckel för att rusta upp försvaret. Tvärtom motiverar säkerhetshotet och medlemskapet i NATO en permanent ökning av försvarsanslagen till 2 procent av BNP, vilket kan jämföras med att försvarsutgifter de senaste åren har varit drygt 1 procent av BNP. Det talar för att varaktigt höjda försvarsutgifter, i alla fall på sikt, framförallt skulle behöva finansieras via högre skatter eller utgiftsbesparingar snarare än lånefinansieras.

Stabiliseringspolitiken kan bli effektivare

Finanspolitiken dämpar konjunktursvängningarna framförallt via de automatiska stabilisatorerna och i djupa lågkonjunktur, som finanskrisen 2008/2009 och pandemin, har det kompletterats med aktiva finanspolitiska stimulansåtgärder. Men det finns en potential att bedriva en mer effektiv stabiliseringspolitik. Det mest uppenbara är att kommunal sysselsättning har varit tydligt procyklisk och därmed förstärkt konjunktursvängningarna.

Procyklisk kommunal sysselsättning



Källa: Macrobond

Kommunsektorn står för cirka 25 procent av BNP och omkring 1,5 miljoner personer arbetar i kommunfinansierade verksamheter. Kommunerna skulle därför kunna vara en viktig stötdämpare för ekonomin. Men kommunsektorns skatteintäkter är konjunkturkänsliga och kommunerna får inte gå med underskott för att klara de löpande utgifterna (balanskravet). Det gör att kommunerna tenderar att skära ned i dåliga tider och spendera mer i goda tider, när de helst borde göra tvärtom. I samband med finanskrisen stod personalneddragningar i kommunerna för cirka 25 procent av det totala

sysselsättningsnedgången i ekonomin. Flera utredningar har därför kommit fram till att ett system där kommunerna automatiskt får konjunkturstöd när skatteintäkterna viker skulle bidra till en mer stabil utveckling av den kommunala sysselsättningen. Ett sådant system skulle exempelvis kunna åstadkommas genom att statsbidragen automatiskt kompenserar för svängningar i kommunsektorns skatteunderlag.

Bättre policymix framöver

De senaste åren har finanspolitiken varit återhållsam för att inte elda på inflationen och motverka effekterna av den åtstramande penningpolitiken. Riksbanken har också varit tydlig med att det är viktigt att penning- och finanspolitiken drar åt samma håll för att få till en välavvägd ekonomisk politik. Det mesta talar för att det framöver blir en mer öppen dialog mellan Riksbanken och regeringen/riksdagen om vad som är en välavvägd inriktning på den samlade ekonomiska politiken för att stabilisera konjunkturen och få en låg och stabil inflation.

Om vi i framtiden kommer tillbaka i ett läge där inflationen är tydligt under målet och styrräntan är nära noll räknar vi därför med att finanspolitiken skulle föras i en mer expansiv riktning snarare än att Riksbanken återinför negativ styrränta och på nytt genomför omfattande obligationsköp. En utdragen period av mycket expansiv penningpolitik riskerar att skapa negativa fördelningseffekter och ökar riskerna för att det byggs obalanser i ekonomin. Riksbankens förluster till följd av sitt innehav av statsobligationer visar även att det långt ifrån är en gratis lunch att göra kvantitativa lättnader. Vidare är finanspolitiska stimulanser mer effektiva i en lågräntemiljö, där den expansiva finanspolitiken inte motverkas av en stramare penningpolitik.

Riksbanken i förarsätet de närmaste åren

Penningpolitiken är för närvarande tydligt åtstramande. En stor del av konjunkturedgången kan förklaras av att penningpolitiken tynger räntekänsliga delar av ekonomin, som bostadsbyggandet och hushållens konsumtion. Det talar för att Riksbanken bör sitta i förarsätet när det blir dags för den ekonomiska politiken att föras i en mer expansiv riktning. Vi bedömer att Riksbanken börjar sänka räntan i juni och att styrräntan nästa höst har kommit ned till 2,25 procent, vår uppskattning av den normala räntan. Samtidigt räknar vi med att finanspolitiken blir expansiv nästa år, vilket sammantaget leder till att den ekonomiska politiken bedöms bli milt expansiv nästa år.

Fallande inflation stärker kronan

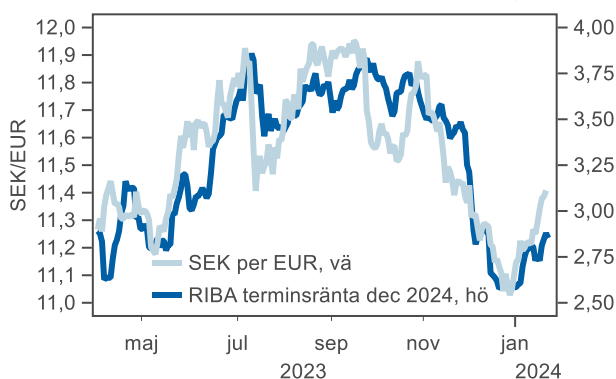
Kronan stärktes tydligt under senare delen av 2023, mot såväl dollarn som euron och andra valutor. Bakgrunden är generellt fallande räntor och starkare riskaptit efter att inflationen fallit i en snabbare takt än vad marknaden hade väntat sig. Fortsatt fallande inflation och räntesänkningar från centralbankerna talar för att kronan kommer att stärkas ytterligare under 2024.

Optimism på de finansiella marknaderna

Den skenande inflationen och centralbankernas följande räntehöjningar har med facit i hand kraftigt försvagat kronan mot världsvalutorna. Under de senaste månaderna har dock inflationen i såväl Sverige som euroområdet och USA överraskat på nedsidan. Det har spridit en optimism på de finansiella marknaderna, där fokus har skiftat från att diskutera hur mycket styrräntorna behöver höjas, till att diskutera när de första räntesänkningarna kommer.

Optimismen har satt sin tydliga prägel på marknaden, vars förväntningar på Riksbankens styrränta rasat dramatiskt. I oktober förra året var förväntningarna att styrräntan vid slutet av 2024 skulle vara ungefär 3,75 procent, att jämföra med nuvarande förväntningar på drygt 2,75 procent. Marknaden har alltså gått från att knappt förvänta sig räntesänkningar under 2024 till att förvänta sig hela fem stycken om vi antar steg om 0,25 procentenheter.

Växelkursen mot euron och förväntad styrränta



Anm. Termräntan är ett genomsnitt av RIBA-kontrakt som löper ut i december 2024 och mars 2025, och ger en grov uppskattning om den förväntade styrräntan mot slutet av 2024.
Källor: Macrobond och Bloomberg

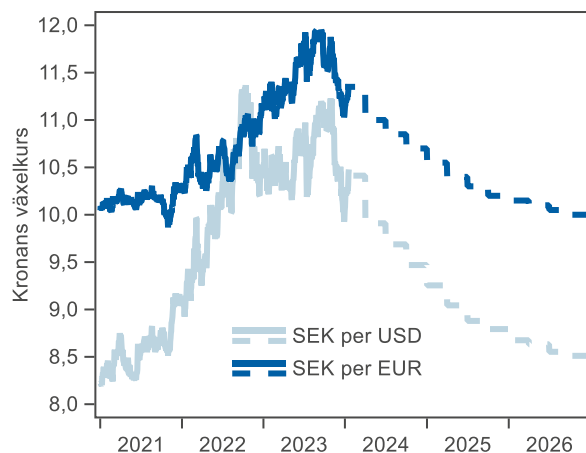
Inte nog med att räntorna väntas sänkas, de flesta ekonomier har dessutom varit mer motståndskraftiga än vad såväl marknaden som prognosmakare tidigare trott. Sammantaget har marknaden prissatt en ljus bild, med mjuklandning och en början på slutet på inflationsproblemen.

Förväntningar om en starkare krona ...

Omställningen på de finansiella marknaderna har tagit sig uttryck även i en kronförstärkning. Under november och december 2023 stärktes kronan med ungefär 10 procent mot dollarn och 6 procent mot euron, för att sedan åter försvagas något under de inledande veckorna på det nya året. I grova drag är detta i linje med historiska mönster, där kronan tenderar att gå starkt när marknaderna är optimistiska, och riskviljan är hög.

Enligt våra prognoserna kommer kronan att fortsätta stärkas, i takt med att förväntningarna om räntesänkningar övergår i faktiska räntesänkningar. Utöver fortsatt optimism väntar vi oss att kronförstärkningen bland annat kommer att drivas av en minskad oro kring skuldsättningen bland de svenska fastighetsbolagen och hushållen.

Kronan väntas stärkas framöver



Källor: Macrobond och Handelsbanken

...men osäkerheten är stor

Det finns dock flera alternativa scenarier – om än med förhållandevis låga sannolikheter – där kronan skulle utvecklas svagt framöver. Om inflationen skulle bita sig fast och tvinga centralbankerna att hålla styrräntorna höga under en längre tid skulle kronan sannolikt gå svagt. Man kan också tänka sig ett scenario där den ekonomiska utvecklingen försämras kraftigt, eller att något i det finansiella systemet brister, och tvingar centralbankerna till

kraftiga räntesänkningar, då skulle kronan sannolikt också utvecklas svagt.

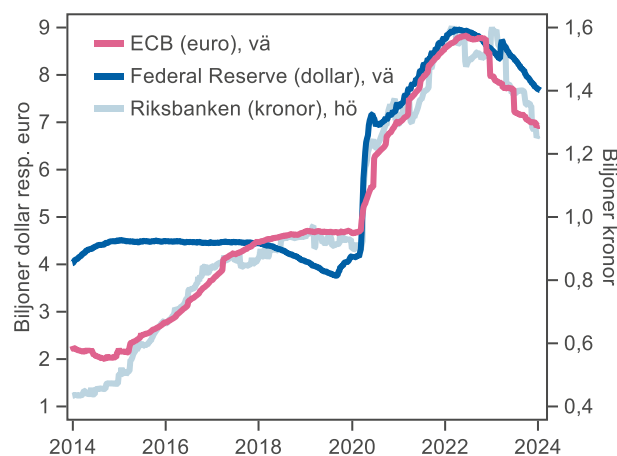
Valutasäkringen snart klar

Ett skäl till att kronan har stärkts så pass påtagligt kan vara Riksbankens säkring av valutareserven.¹² Sedan september säljer Riksbanken utländsk valuta och köper kronor, i syfte att säkra en del av vinsten man gjort under perioden då kronan försvagades. Köpen är visserligen små relativt de volymer som dagligen omsätts, men signalvärdet av att Riksbanken klev in i marknaden tycks ha gett effekt, framför allt genom att risken för en kronförsvagning har minskat. Nu i början av 2024 kommer Riksbanken att vara klara med valutasäkringen men vår bedömning är att de positiva effekterna på kronan kommer att kvarstå så länge Riksbanken behåller valutasäkringen, vilket vi tror att de kommer att göra ett antal år framöver.

Riksbankens försäljningstakt väntas öka

Styrräntan är visserligen centralbankernas främsta vapen mot den höga inflationen, men under de senaste åren har flera centralbanker även börjat minska sina balansräkningar. En av effekterna av den åtgärden är att långräntorna kan stiga något mer än annars vore fallet.

Centralbankernas balansräkningar minskar



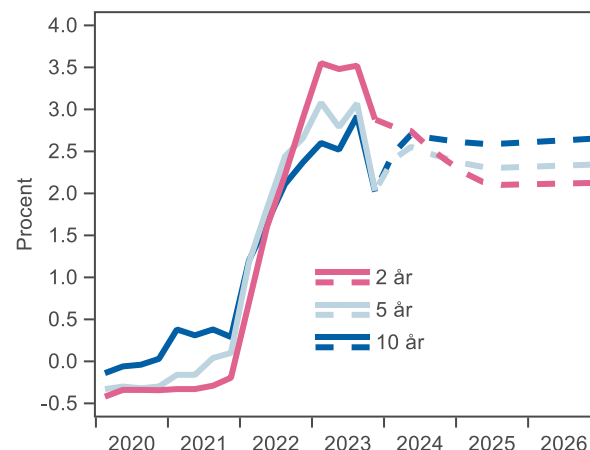
Källor: Macrobond, ECB, Federal Reserve och Riksbanken

När Riksbanken nu minskar sitt innehav ökar utbudet av statsobligationer på marknaderna vilket gör att likviditeten förbättras och de utländska investerarna – som i stor utsträckning lämnade den svenska marknaden under åren då Riksbanken köpte statsobligationer – så småningom kan hitta tillbaka till den svenska marknaden. Det är ytterligare en faktor som kan ge stöd åt kronan framöver. Riksbanken meddelade i samband med sitt penningpolitiska möte i november i fjol att man

¹² Se [FX-piloten](#) oktober 2023 om Riksbankens valutasäkring.

inför januarimötet överväger att öka försäljningstakten ytterligare – något vi tolkade som att beslut var så gott som fattat. Och nu räknar vi med att försäljningstakten per månad ökas från dagens 5 till 6,5 miljarder kronor, se även *Inflation och penningpolitik*.

Svenska statsobligationsräntor

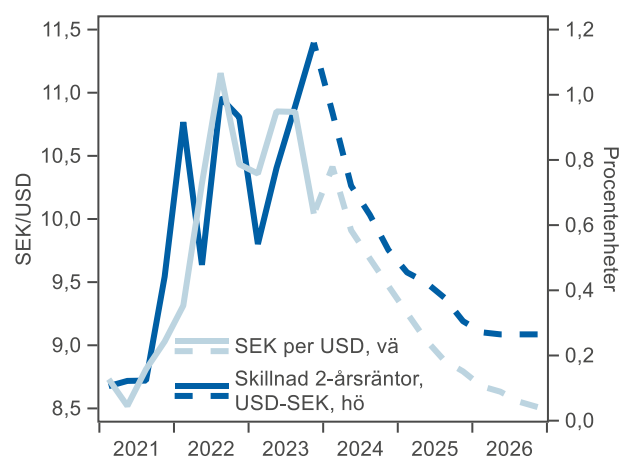


Källor: Macrobond och Handelsbanken

Fallande korta räntor

De svenska statsobligationsräntorna samvarierar i hög grad med de utländska statsobligationsräntorna, inte minst de amerikanska. Vi väntar oss att såväl Riksbanken som Fed och ECB inleder räntesänkningar under andra kvartalet. Vi tror dock att räntemarknader i dagsläget förväntar sig alltför snabba räntesänkningar. Har vi rätt kommer inledningen på året präglas av en rekyl i räntor, för att så småningom fortsätta sin normalisering. Det talar för att de svenska statsobligationsräntorna på kortare löptider kommer att sjunka, medan de på längre löptider kan stiga något från dagens nivåer.

Kronan mot dollarn och ränteskillnader



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Nyckeltal

BNP-prognoser

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

*Kalenderjusterat

Inflationsprognoser

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

Arbetslöshetsprognoser

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

Källa: Handelsbanken

Inom parentes: Handelsbanken Konjunkturprognos 20 september, 2023

*Registrerad arbetslöshet NAV

Valutaprognoser

	Årets slut			
	2023	2024p	2025p	2026p
EUR/SEK	11,1	10,70 (10,8)	10,20 (10,3)	10,00
USD/SEK	10,04	9,47 (9,56)	8,79 (8,80)	8,51
GBP/SEK	12,75	12,59 (12,13)	12,00 (11,44)	11,76
NOK/SEK	0,96	0,96 (0,99)	0,94 (0,96)	0,93
CHF/SEK	11,56	10,92 (11,02)	10,30 (10,51)	10,00
JPY/SEK	6,88	6,76(6,83)	6,42(6,52)	6,35
CNY/SEK	1,42	1,35(1,35)	1,27(1,28)	1,27
	2023	2024p	2025p	2026p
EUR/USD	1,11	1,13 (1,13)	1,16 (1,17)	1,18
USD/JPY	146	140,00 (140)	137,00 (135)	134,00
EUR/GBP	0,87	0,850 (0,89)	0,850 (0,9)	0,850
GBP/USD	1,27	1,33 (1,27)	1,36 (1,30)	1,38
EUR/CHF	0,96	0,98 (0,98)	0,99 (0,98)	1,00
USD/CNY	7,08	7,00 (7,10)	6,90 (6,90)	6,70
	2023	2024p	2025p	2026p
EUR/NOK	11,6	11,20 (10,9)	10,90 (10,7)	10,80
SEK/NOK	1,05	1,05 (1,01)	1,07 (1,04)	1,08
USD/NOK	10,5	9,91 (9,65)	9,40 (9,15)	9,19
GBP/NOK	13,33	13,18 (12,25)	12,82 (11,89)	12,71
CHF/NOK	12,08	11,43 (11,12)	11,01 (10,92)	10,80
JPY/NOK	7,19	7,08 (6,89)	6,86 (6,77)	6,86

Källa: Handelsbanken

Ränteprognoser

	Årets slut			
Styrränta	2023	2024p	2025p	2026p
USA	5,375	4,375 (4,375)	2,875 (3,125)	2,5
Euroområdet	4,00	3,25 (3,25)	2,00 (2,50)	1,75
Sverige	4,00	3,25 (3,75)	2,25 (2,75)	2,25
Storbritannien	5,25	4,50 (4,50)	2,75 (4,00)	2,25
Norge	4,50	3,75 (4,00)	3,00 (3,50)	2,5
3-månader interbankränta	2023	2024p	2025p	2026p
USA, LIBOR	5,59	4,00 (4,25)	2,80 (3,10)	2,55
Sverige, STIBOR	4,05	3,23 (3,82)	2,25 (2,85)	2,25
Euro Area, EURIBOR	3,91	3,30 (3,30)	2,05 (2,55)	1,8
Norge, NIBOR	4,85	4,10 (4,35)	3,35 (3,85)	2,8
2-årig statsobligationsränta	2023	2024p	2025p	2026p
USA	4,23	3,38 (3,35)	2,82 (3,00)	2,74
Euroområdet (Tyskland)	2,38	2,21 (2,22)	1,65 (1,91)	1,6
Sverige	2,88	2,39 (2,72)	2,11 (2,41)	2,12
Finland	2,41	2,15 (2,25)	1,60 (1,95)	1,65
Storbritannien	3,98	3,26 (4,55)	2,57 (4,11)	2,42
Norge	4,00	3,50 (4,05)	3,25 (3,80)	3
5-årig statsobligationsränta	2023	2024p	2025p	2026p
USA	3,84	3,37 (3,50)	3,12 (3,24)	3,08
Euroområdet (Tyskland)	1,93	1,91 (2,13)	1,74 (1,97)	1,79
Sverige	2,03	2,41 (2,53)	2,31 (2,42)	2,34
Finland	2,33	2,20 (2,30)	2,00 (2,10)	2,1
Storbritannien	4,62	3,51 (4,41)	3,09 (4,13)	3,01
Norge	3,40	3,25 (3,80)	3,15 (3,70)	3
10-årig statsobligationsränta	2023	2024p	2025p	2026p
USA	3,88	3,65 (3,65)	3,50 (3,60)	3,46
Euroområdet (Tyskland)	2,02	2,02 (2,30)	1,97 (2,14)	2,04
Sverige	2,02	2,63 (2,60)	2,60 (2,54)	2,65
Finland	2,57	2,55 (2,70)	2,40 (2,45)	2,5
Storbritannien	3,60	3,75 (4,27)	3,60 (4,15)	3,6
Norge	3,40	3,30 (3,70)	3,30 (3,60)	3
2-årig swap	2023	2024p	2025p	2026p
USA	4,07	3,25 (3,55)	2,73 (3,20)	2,69
Euroområdet	2,80	2,55 (2,78)	1,97 (2,41)	1,9
Sverige	2,91	2,72 (3,18)	2,42 (2,81)	2,42
Storbritannien	4,28	3,73 (4,62)	3,04 (4,18)	2,89
Norge	4,20	3,70 (4,20)	3,45 (3,95)	3,2
5-årig swap	2023	2024p	2025p	2026p
USA	3,53	3,12 (3,40)	2,89 (3,25)	2,88
Euroområdet	2,43	2,31 (2,64)	2,07 (2,42)	2,04
Sverige	2,38	2,72 (2,94)	2,59 (2,77)	2,59
Storbritannien	4,98	3,80 (4,41)	3,38 (4,21)	3,31
Norge	3,60	3,45 (4,00)	3,35 (3,90)	3,2
10-årig swap	2023	2024p	2025p	2026p
USA	3,47	3,29 (3,75)	3,17 (3,70)	3,16
Euroområdet	2,49	2,37 (2,76)	2,24 (2,54)	2,24
Sverige	2,35	2,90 (2,96)	2,84 (2,84)	2,85
Storbritannien	3,54	3,87 (4,19)	3,72 (4,23)	3,72
Norge	3,70	3,60 (3,90)	3,60 (3,80)	3,3

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

Handelsbanken Capital Markets, som är en division inom 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 följdskador 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 försaka 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 tredjepart 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 analytikerns 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 visseblåsarsystem (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			
Charlotte Asgermyr	Chief FI Strategist	+46 101 870 887		James Sproule	Chief Economist, UK	+44 7812 4861 87
Anders Bergvall	Senior Economist	+46 101 870 491		Daniel Mahoney	Senior Economist	+44 7890 3043 77
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		Janne Ronkanen	Senior Economist	+358 10 444 2403
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