

Penningpolitisk rapport

September 2021



Rättelse 21 september 2021

Tabell rättad på sida 72

Rättelse 29 oktober 2021

Underlag till diagram 41 rättat

Penningpolitisk rapport

Riksbankens penningpolitiska rapport publiceras fem gånger om året. Rapporten beskriver de överväganden Riksbanken gjort när man kommit fram till vad som är en lämplig penningpolitik¹. Rapporten innehåller en beskrivning av de framtida inflations- och konjunkturutsikterna baserad på den penningpolitik som Riksbanken för närvarande anser är väl avvägd.

Den penningpolitiska rapporten syftar till att sammanfatta underlagen för de penningpolitiska besluten och sprida kunskap om de bedömningar som Riksbanken gör. Genom att publicera rapporterna vill Riksbanken underlätta för utomstående att följa, förstå och utvärdera penningpolitiken.

Riksbanken ska minst två gånger per år lämna en skriftlig redogörelse om penningpolitiken till riksdagens finansutskott (se 6 kapitlet 4 § i lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank). Under våren sker detta i form av ett särskilt underlag för utvärdering av penningpolitiken. Under hösten utgörs redogörelsen av den penningpolitiska rapporten.

Direktionen fattade beslut om den penningpolitiska rapporten den 20 september 2021. Rapporten går att ladda ned i pdf format på Riksbankens webbplats www.riksbank.se där det också finns mer information om Riksbanken.

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

Penningpolitiken i Sverige

Penningpolitisk strategi

- Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har preciserat detta som att den årliga förändringen av konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) ska vara 2 procent.
- Samtidigt som penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas flexibel inflationsmålspolitik. Det innebär inte att Riksbanken gör avkall på att inflationsmålet är överordnat.
- Det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen och realekonomin. Därför vägleds penningpolitiken av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Riksbanken publicerar bland annat en bedömning av hur reporäntan kommer att utvecklas framöver. Denna så kallade räntebana är en prognos, inte ett löfte.
- Vid varje penningpolitiskt beslutstillfälle gör direktionen en bedömning av vilken bana för reporäntan och eventuellt vilka andra kompletterande åtgärder som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. Avvägningen handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen runt inflationsmålet och stabiliseringen av realekonomin.
- Det finns inget generellt svar på frågan hur snabbt Riksbanken siktar på att föra tillbaka inflationen till 2 procent om den avviker från målet. En snabb återgång kan i vissa lägen få effekter på produktion och sysselsättning som inte är önskvärda, medan en långsam återgång kan försvaga trovärdigheten för inflationsmålet. I allmänhet har strävan varit att penningpolitiken anpassas så att inflationen förväntas vara någorlunda nära målet om två år.
- För att illustrera att inflationen inte kommer att vara exakt 2 procent varje månad används ett variationsband som sträcker sig mellan 1 och 3 procent, vilket fångar cirka tre fjärdedelar av de historiska månadsutfallen av KPIF-inflationen. Riksbanken strävar hela tiden efter att inflationen ska nå 2 procent oavsett om den i utgångsläget ligger innanför eller utanför variationsbandet.
- I Riksbankens uppdrag ingår enligt riksbankslagen även att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Risker förknippade med utvecklingen på de finansiella marknaderna vägs in i de penningpolitiska besluten. När det gäller att förebygga en obalanserad utveckling av tillgångspriser och skuldsättning spelar dock framför allt ett väl fungerande regelverk och en effektiv tillsyn en central roll. Penningpolitiken är enbart ett komplement.
- I vissa lägen, som under den finansiella krisen 2008–2009, kan reporäntan och räntebanan behöva kompletteras med andra åtgärder för att främja den finansiella stabiliteten och säkerställa att penningpolitiken får genomslag på ett effektivt sätt.
- Riksbanken strävar efter att dess kommunikation ska vara öppen, saklig, begriplig och aktuell. Det gör det lättare för ekonomins aktörer att fatta bra ekonomiska beslut. Penningpolitiken blir också lättare att utvärdera.

Beslutsprocessen

Direktionen håller normalt fem penningpolitiska möten under ett år då man fattar beslut om penningpolitiken. I samband med dessa möten publiceras en penningpolitisk rapport. Ungefär två veckor efter varje penningpolitiskt möte publiceras ett protokoll där det går att följa den diskussion som ledde fram till det aktuella beslutet och se hur de olika direktionsledamöterna argumenterade.

Presentation av penningpolitiskt beslut

Det penningpolitiska beslutet presenteras i ett pressmeddelande kl. 9.30 dagen efter det penningpolitiska mötet. Pressmeddelandet anger också hur de enskilda direktionsledamöterna röstade och en huvudsaklig motivering till eventuella reservationer. En presskonferens hålls dagen efter det penningpolitiska mötet.

Innehållsförteckning

1	Expansiv penningpolitik för en inflation varaktigt nära målet	6
1.1	Hög global tillväxt även om pandemin inte är över	6
1.2	Nollränta och stort innehav av värdepapper för att ge stöd till inflationen	12
1.3	Mer balanserad riskbild för inflationen	17
2	Fortsatt optimism på de finansiella marknaderna trots ökad smittspridning	20
2.1	Fortsatt optimism men tecken på minskad vilja att ta risk	20
2.2	Goda finansieringsvillkor för svenska hushåll och företag	30
3	Hög tillväxt trots ökad smittspridning	34
3.1	Goda tillväxtutsikter i omvärlden trots ökad smittspridning	34
3.2	Hög tillväxt i Sverige	44
	FÖRDJUPNING – Utländska centralbankers planer för en gradvis mindre expansiv penningpolitik	60
	FÖRDJUPNING – Ny penningpolitisk strategi i euroområdet	65
	FÖRDJUPNING – Olika metoder att mäta boendekostnader i konsumentprisindex	68
	Prognostabeller	71

I KORTHET – Penningpolitiken september 2021



I takt med att allt fler människor vaccinerats och restriktionerna lättats runt om i världen har den globala tillväxten stigit, understödd av den ekonomiska politiken. Sedan det penningpolitiska mötet i juni har utfall och indikatorer fortsatt att bekräfta att återhämtningen i Sverige och omvärlden är stark.



Hastigt stigande energipriser och global efterfrågan har, i kombination med utbudsbegränsningar och logistikproblem, lett till att konsumentpriserna ökat i snabb takt på flera håll. I närtid är Riksbankens inflationsprognos uppreviderad, främst för att elpriserna stigit oväntat kraftigt. Den svenska inflationen, som de senaste månaderna legat ganska nära inflationsmålet på 2 procent, väntas bli högre än 2 procent det närmaste året, innan den sjunker tillbaka igen. Den underliggande, mer trendmässiga, inflationen är lägre och det dröjer ytterligare ett par år innan KPIF-inflationen mer varaktigt bedöms ligga nära 2 procent.



Den expansiva penningpolitiken är en förutsättning för att inflationen även på lite sikt ska vara nära målet. Direktionen har därför beslutat att behålla reporäntan på noll procent. Den väntas vara kvar på noll procent under hela prognosperioden, som sträcker sig till tredje kvartalet 2024. Riksbanken fortsätter också att köpa värdepapper under 2021 enligt tidigare beslut och direktionens prognos är att innehavet kommer att vara ungefär oförändrat under 2022.

1 Expansiv penningpolitik för en inflation varaktigt nära målet

Global tillväxt har stärkts i takt med att allt fler människor har blivit vaccinerade och restriktionerna har lättats. Men i många fattigare länder med liten tillgång till vaccin är pandemiutvecklingen alltjämt mycket besvärlig.

Sedan det penningpolitiska mötet i juni har utfall och indikatorer fortsatt att bekräfta att återhämtningen i Sverige är stark. BNP och inflation har blivit högre än väntat och i närtid är Riksbankens prognoser uppreviderade. Den svenska inflationen, som de senaste månaderna legat ganska nära inflationsmålet på 2 procent, bedöms bli högre än 2 procent det närmaste året. Främst beror detta på att elpriserna stigit kraftigt. Den underliggande, mer trendmässiga, inflationen är lägre och det dröjer ytterligare ett par år innan KPIF-inflationen mer varaktigt ligger nära 2 procent.

Den expansiva penningpolitiken är en förutsättning för att inflationen även på lite sikt ska vara nära målet. Direktionen har därför beslutat att behålla reporäntan på noll procent. Den väntas vara kvar på noll procent under hela prognosperioden, som sträcker sig till tredje kvartalet 2024. Riksbanken fortsätter också att köpa värdepapper under 2021 enligt tidigare beslut och direktions prognos är att innehavet kommer att vara ungefär oförändrat under 2022. Direktionen har också beslutat att nu avsluta lånefaciliteter som lanserades under pandemin och återställa kraven på de säkerheter som bankerna måste lämna vid lån från Riksbanken. Detta eftersom behovet av dessa åtgärder för att garantera likviditetstillgången i det finansiella systemet sedan en tid varit lågt.

1.1 Hög global tillväxt även om pandemin inte är över

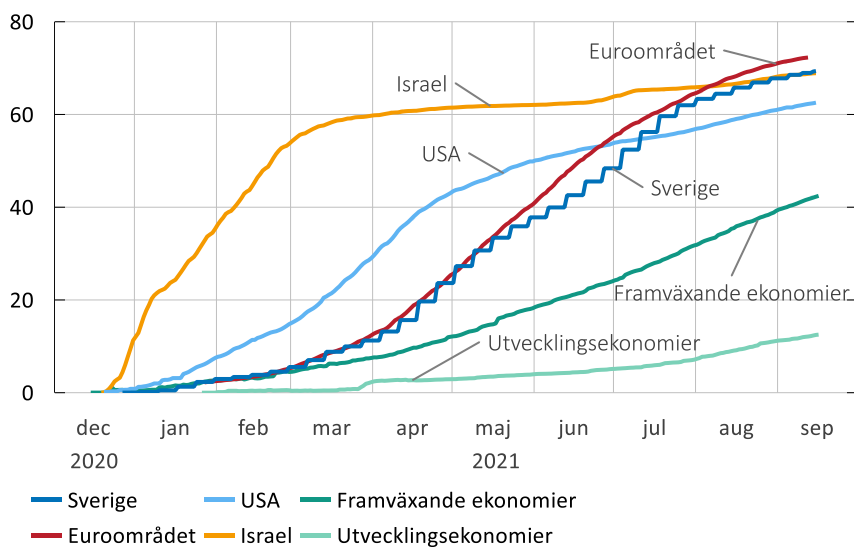
Återhämtning i olika takt

Även om takten i vaccinationerna har minskat tydligt på vissa håll fortsätter vaccinationsgraden att stiga (se diagram 1). I många länder har man lättat ytterligare på restriktionerna som hämmar den ekonomiska utvecklingen. Men det är stora skillnader mellan olika länder och i vissa delar av världen är andelen vaccinerade fortfarande låg. Nya mer smittsamma varianter av viruset innebär fortsatt risk för bakslag och på många håll har smittspridningen tagit fart igen efter sommaren. I många länder är det nu betydligt färre personer som avlider eller vårdas på intensivvårdsavdelningar, men det finns undantag. Till exempel syns en oroande utveckling i USA vilket också innebär

att tillväxtutsikterna för amerikansk ekonomi har dämpats något. I delar av Latinamerika, Asien och Afrika sprids coronaviruset snabbt och i många framväxande ekonomier och utvecklingsekonomier med låg immunitet får även denna våg av smittspridning allvarliga humanitära och ekonomiska konsekvenser. Studier tyder dock på att vaccinen ger ett gott skydd mot allvarlig sjukdom. I takt med att allt fler blir vaccinerade kan länderna därför öppna upp.

Diagram 1. Andel av befolkningen som mottagit minst en dos av vaccin

Procent av totala befolkningen



Anm. I aggregaten utvecklingsekonomier och framväxande ekonomier har data skrivits fram för några mindre länder där utfall ännu saknas.

Källa: Our World in Data.

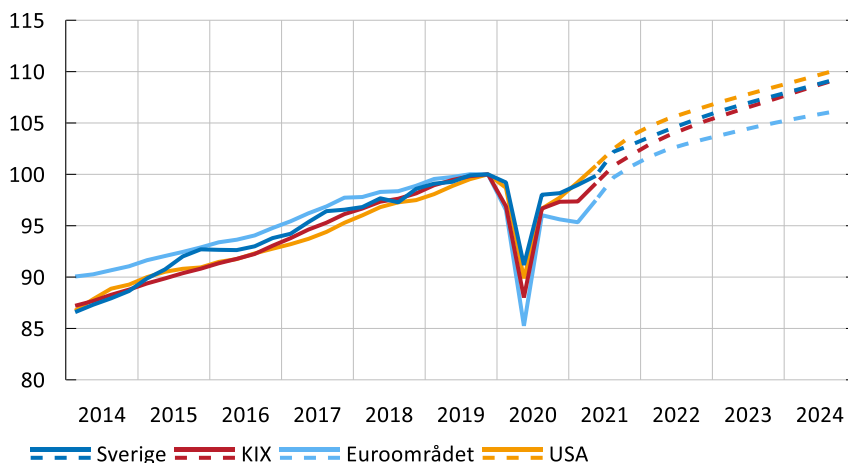
Olika länder har kommit olika långt med vaccinationer. Det bidrar till att återhämtningen från de kraftiga fallen skiljer sig åt. I de utvecklade länderna har allt fler restriktioner dragits tillbaka och optimismen bland företag och hushåll är på en hög nivå. I dessa länder stöds utvecklingen också av en fortsatt expansiv ekonomisk politik från regeringar och centralbanker. Hushållens konsumtion växer snabbt i de utvecklade ekonomierna och inom vissa varubranscher har företagen nu svårt att möta den snabbt stigande efterfrågan. Världshandeln med varor har ökat snabbt efter den kraftiga nedgången 2020 och har de senaste månaderna planat ut något på en nivå som är drygt 5 procent högre än före pandemin (se diagram 25 i kapitel 3).

Med stöd av en fortsatt expansiv ekonomisk politik väntas BNP i omvärlden (KIX-vägt) växa med drygt 5 procent i år och med drygt 4 procent nästa år. BNP växer snabbt när restriktioner lättas och hushållens konsumtionsmönster blir mer likt det som rådde före krisen. Många av de länder som är viktigast för svensk export har till stor del återhämtat fallet i ekonomisk aktivitet (se diagram 2). Mot slutet av 2021 väntas KIX-vägd BNP vara drygt 1,5 procent högre än före krisen. Tillväxten blir dock gradvis lägre under prognosperioden.

Snabbt stigande energipriser i kombination med den ökade efterfrågan, utbudsbe-
gränsningar och logistikproblem har lett till att konsumentpriserna har ökat i snabb
takt flera länder, i synnerhet USA. Men uppgångarna bedöms till stor del vara tillfäl-
liga. Under 2022 väntas inflationen i omvärlden sjunka tillbaka för att därefter ligga
nära 2 procent (se diagram 29 i kapitel 3).

Diagram 2. BNP i Sverige och omvärlden

Index, 2019 kv4 = 100, säsongsrensade data



Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

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

Svensk ekonomi – hög tillväxt och allt högre sysselsättning

Tillväxten är hög i den svenska ekonomin. BNP ökade med 0,9 procent andra kvartalet 2021, säsongsrensat, jämfört med första kvartalet. Tillväxten drevs framför allt av ökande konsumtion och investeringar. Svensk export och industriproduktion återhämtade sig snabbt under andra halvåret i fjol och är nu på högre nivåer än före krisen. Framöver väntas de växa långsammare. Bristen på halvledare och andra insatsvaror, till följd av hög efterfrågan och begränsningar i produktionskapaciteten, bidrar till en dämpad exportutveckling och industriproduktion den närmaste tiden.

Hushållens konsumtion har varit nedtryckt till följd av pandemirelaterade restriktioner sedan fallet våren 2020. Men utfall och indikatorer visar en snabb uppgång de senaste månaderna. Under sommaren har restriktioner lättats och enligt SCB:s månatliga konsumtionsindikator ökade efterfrågan inom en del av de sektorer som har drabbats hårdast av pandemin, framför allt hotell- och restaurang, kraftigt i juli.

Regeringen har, i enlighet med Folkhälsomyndighetens rekommendation, beslutat att den 29 september gå vidare i sin plan för att avveckla restriktionerna. Publikbegränsningar och begränsningar inom restaurangsektorn bedöms inte längre vara motiverade ur ett smittskydds- och folkhälsoperspektiv. Det kvarstår då inga nationella restriktioner som håller ner efterfrågan i ekonomin, även om en del allmänna rekom-

mendationer antas finnas kvar ytterligare en tid. Vissa restriktioner för till exempel utlandsresor finns också kvar men de bedöms ha små effekter på den samlade ekonomiska aktiviteten.

Tillväxten beräknas ha tagit fart ytterligare under tredje kvartalet då BNP, säsongsrensat jämfört med föregående kvartal, bedöms öka med 2,4 procent. Detta stöds av SCB:s månatliga BNP-indikator, som tyder på hög tillväxt de senaste månaderna. Senare i år väntas tillväxten gradvis dämpas i takt med att bortfallen i konsumtionen och investeringarna som följde i spåren av pandemin hämtats igen.

Den samlade bilden från olika källor över arbetsmarknadsutvecklingen är att sysselsättningen har ökat starkt sedan förra sommaren. Inom flera av de branscher som drabbats hårdast är sysselsättningen dock fortfarande lägre än före krisen. Antalet arbetade timmar i ekonomin har stigit snabbare än antalet sysselsatta, vilket främst beror på att många arbetsgivare avslutat sina korttidspermitteringar och att sjukfrånvaron till följd av covid-19 har minskat.

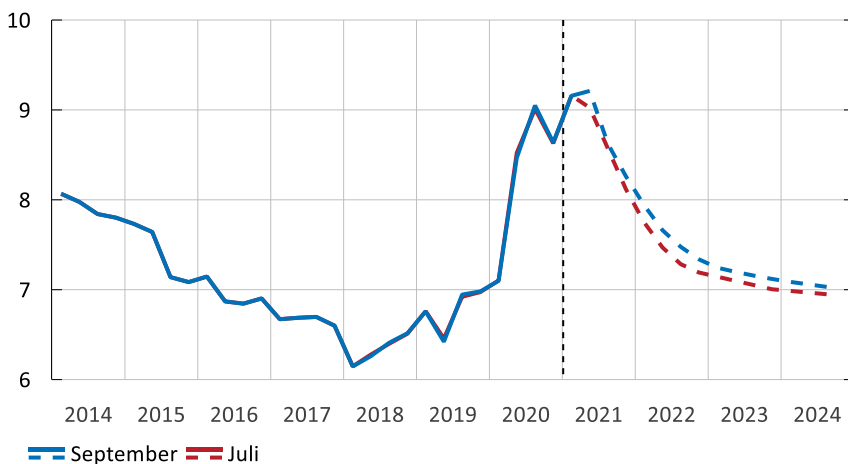
Indikatorer, som till exempel anställningsplanerna i näringslivet enligt Konjunkturbarometern, tyder på en fortsatt stark efterfrågan på arbetskraft. Sysselsättningen bedöms därför öka jämförelsevis snabbt också under andra halvåret 2021. I takt med att den ekonomiska återhämtningen fortskrider väntas sysselsättningen stiga snabbare än arbetskraften och arbetslösheten faller tillbaka. I slutet av prognosperioden väntas arbetslösheten vara ungefär 7 procent (se diagram 3).

Krisen har inneburit att inträdet och återinträdet på arbetsmarknaden har blivit svårare för vissa grupper. Det är nu fler än tidigare som har varit arbetslösa mer än tolv månader. Långa perioder i arbetslöshet kan påverka individens kunskaper och förmågor och göra det svårare att hitta ett nytt jobb. Den fortsatta ekonomiska återhämtningen i år och nästa år är viktig för att långtidsarbetslösheten ska minska och därmed för den långsiktiga utvecklingen på arbetsmarknaden. I synnerhet återhämtningen i hotell- och restaurangbranschen är betydelsefull, eftersom det är en bransch där många unga och personer som har en svag förankring på arbetsmarknaden ofta får sina första jobb.

Den högre andelen långtidsarbetslösa innebär att en del negativa effekter av pandemin antas kvarstå även på längre sikt. Detta innebär att även om den starka konjunkturuppgången får arbetslösheten att sjunka tillbaka så väntas den dröja sig kvar på en förhöjd nivå ännu en tid.

Diagram 3. Arbetslöshet i Sverige

Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos. Vertikal linje markerar tidpunkten för omläggningen av arbetsmarknadsstatistiken.

Källor: SCB och Riksbanken.

I nuläget varierar mängden lediga resurser mer än vanligt mellan olika sektorer, även om skillnaderna minskat i takt med att ekonomin har öppnat upp. Riksbankens bedömning är att det genomsnittliga resursutnyttjandet i svensk ekonomi stigit snabbt men att det fortfarande är betydligt lägre än normalt inom en del av de branscher som påverkats mest av pandemin. Understött av den expansiva ekonomiska politiken väntas resursutnyttjandet fortsätta stiga och konjunkturläget bedöms vara starkt under kommande år.

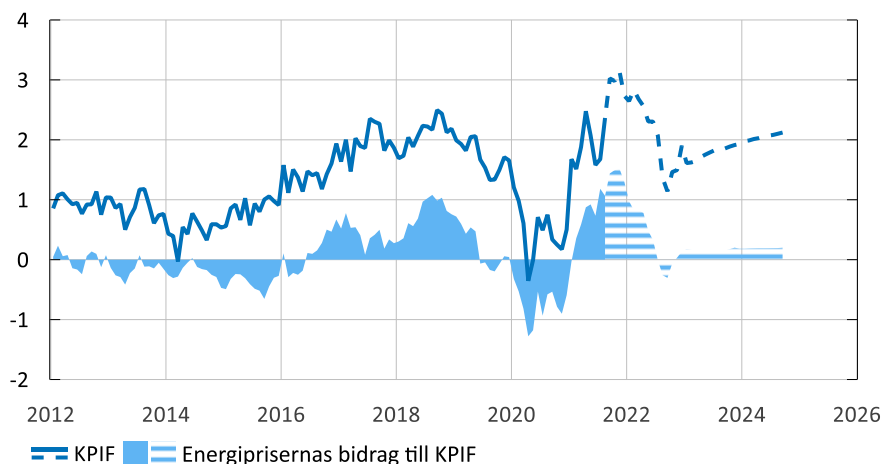
Stigande inflation och stabila inflationsförväntningar

KPIF-inflationen varierade kraftigt under 2020 (se diagram 4). I år har den varit fortsatt volatil, men stigit och uppgick i augusti till 2,4 procent. De tvära kasten i inflationssiffrorna sedan början av 2020 beror i huvudsak på kraftiga svängningar i energipriserna och förändrade konsumtionsmönster till följd av pandemin.

KPIF-inflationen väntas fortsätta stiga de närmaste månaderna och ligga runt 3 procent mot slutet av året innan den faller tillbaka under mitten av nästa år (prisnivån bedöms dock skifta upp varaktigt, se faktarutan "Sambandet mellan prisnivå och inflationstakt"). Högre energipriser fortsätter att ge ett positivt bidrag till KPIF-inflationen under det kommande året (se diagram 4). Det är speciellt elpriserna som har stigit under sommaren och väntas hålla upp KPIF-inflationen.

Diagram 4. KPIF och bidrag från energipriser

Årlig procentuell förändring och procentenheter



Anm. Energiprisernas bidrag till KPIF är i prognosen beräknat som årlig procentuell förändring i energipriserna multiplicerat med deras nuvarande vikt i KPIF. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

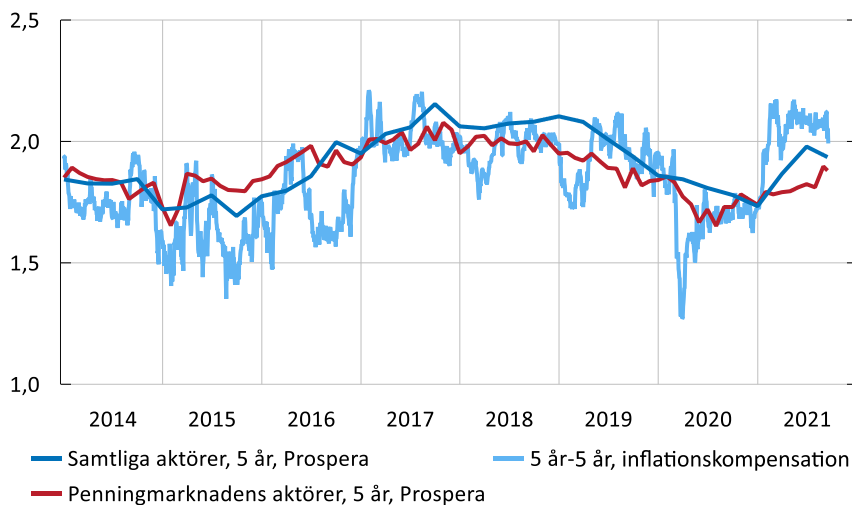
Rensat för energipriser var inflationen 1,4 procent i augusti och medianen av olika mått på underliggande inflation uppgick till 1,7 procent (se diagram 43 i kapitel 3). Uppgången i KPIF exklusive energi i augusti var relativt bred och avspeglar ett något högre inflationstryck i närtid. Riksbanken bedömer att en del av de kraftigt stigande fraktpriserna och råvarupriserna, men också prisdrivande utbudsbegränsningar, förs över på konsumenterna och leder till något högre prisökningstakt på vissa varor.² I takt med att konjunkturläget blir allt starkare, lönerna ökar snabbare och inflationen i omvärlden stiger så väntas KPIF-inflationen mer varaktigt stiga och vara nära 2 procent om ett par år. Kronans växelkurs bedöms vara relativt oförändrad framöver och antas inte påverka inflationen i någon större utsträckning kommande år.

Inflationsförväntningarna har stigit under året i såväl omvärlden som Sverige. Med tanke på den dramatiska nedgången i den ekonomiska aktiviteten och det snabba fallet i inflationen i början av krisen har olika mått på långsiktiga inflationsförväntningar varit påfallande stabila. De förväntningar som mäts genom marknadsprissättningen på olika finansiella kontrakt återhämtade största delen av det inledande fallet ganska snabbt och har i år legat strax över 2 procent (se diagram 5). Även förväntningarna enligt enkätmätningar sjönk under 2020 men har stigit tillbaka mot 2 procent i år. Den samlade bilden är att de långsiktiga förväntningarna ligger nära 2 procent.

² Se även fördjupningen "Hur påverkar högre råvarupriser och fraktkostnader svensk inflation?" i *Penningpolitisk rapport*, juli 2021, Sveriges Riksbank."

Diagram 5. Långsiktiga inflationsförväntningar

Procent



Anm. Inflationskompensationen avser en 5-årig period med start om 5 år, räknad utifrån obligationsräntor. Både inflationskompensationen och förväntningarna från Prospera avser KPI.

Källor: Kantar Sifo Prospera och Riksbanken.

De finansiella förhållandena i Sverige och i omvärlden är fortsatt mycket expansiva. Marknadsräntorna är låga, aktiepriserna har stigit ytterligare sedan i våras och den svenska kronan har försvagats något. Räntorna till hushåll och företag är låga. Utlåningen till hushållen fortsätter att stiga och företagens möjligheter att finansiera sig via banker eller upplåning på värdepappersmarknaden förefaller vara goda.

1.2 Nollränta och stort innehav av värdepapper för att ge stöd till inflationen

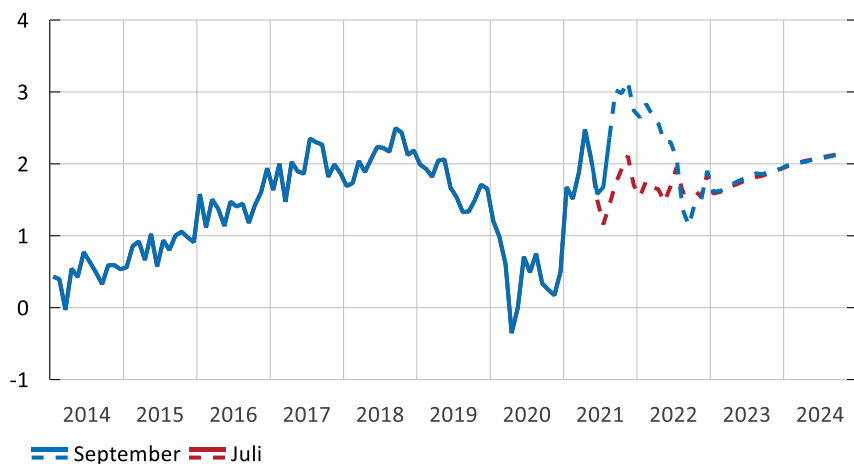
Stark återhämtning med tillfälligt hög inflation

Sedan det penningpolitiska mötet i juni har utfall och indikatorer fortsatt att bekräfta att återhämtningen är stark. Tillväxten i Sverige har blivit högre än väntat men framförallt är det inflationen som har överraskat på uppsidan jämfört med Riksbankens prognoser i juli (se diagram 6 och 7). Inflationsutsikterna är därför uppreviderade. Att KPIF-inflationen väntas bli högre det närmaste året beror till stor del på att elpriserna ökat oväntat mycket. Höga elpriser påverkar tydligt hushållens levnadskostnader men prisförändringarna bedöms vara tillfälliga och prognosen på lite sikt är i stort sett oförändrad. Penningpolitiken påverkar ekonomin med eftersläpning och behöver bortse från tillfälliga prisvariationer.

Även rensat för energipriser har Riksbankens inflationsprognos reviderats upp. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi väntas i genomsnitt vara nära 2 procent under första halvåret nästa år. Pandemirelaterade prisökningar till följd av utbudsstörningarna bedöms dock vara övergående. Därför väntas inflationen sjunka tillbaka och det dröjer ytterligare en tid innan inflationen mer varaktigt är nära 2 procent.

Diagram 6. KPIF

Årlig procentuell förändring

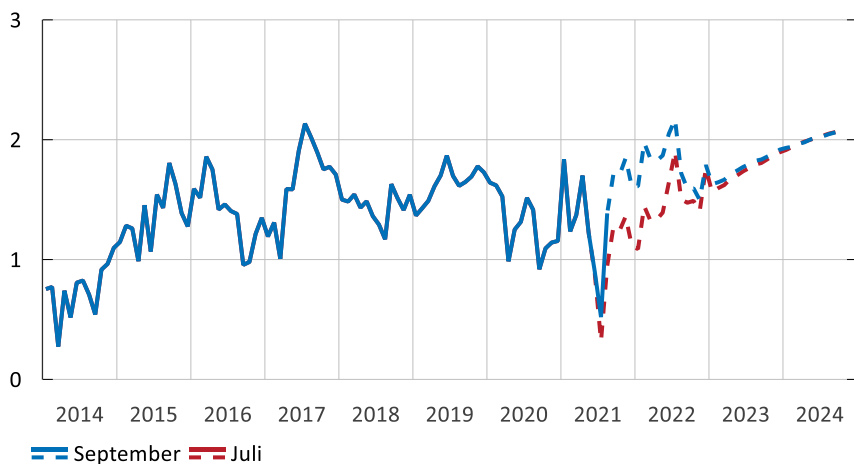


Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 7. KPIF exklusive energi

Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken.

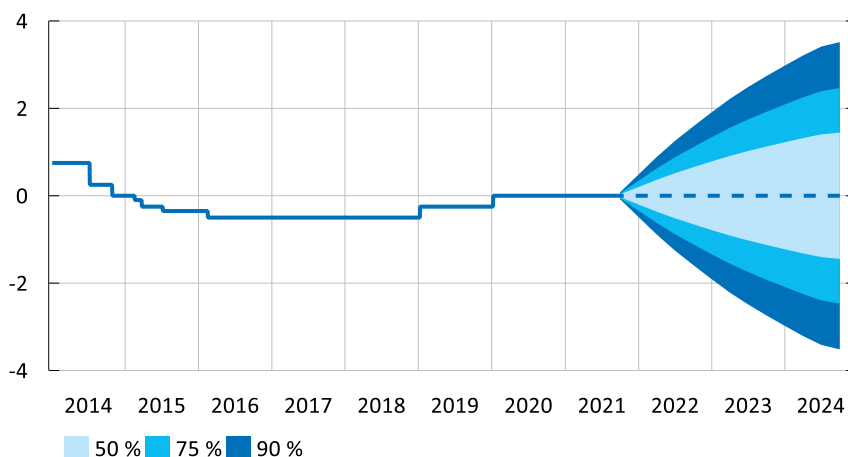
Med hjälp av ett omfattande ekonomisk-politiskt stöd blir konjunkturläget allt starkare och ett högt resursutnyttjande bidrar till att kostnadstrycket stiger. Den expansiva penningpolitiken är således en förutsättning för att inflationen mer varaktigt ska vara nära målet framöver. För att inte äventyra utsikterna för inflationen på lite längre sikt är det viktigt att de finansiella förhållandena är fortsatt expansiva. Direktionen har därför beslutat att behålla reporäntan på noll procent. Reporäntan väntas vara kvar på noll procent under hela prognosperioden, som sträcker sig till tredje kvartalet 2024 (se diagram 8). Riksbanken fortsätter också att köpa värdepapper under 2021 enligt tidigare beslut och direktionens prognos är att innehavet kom-

mer att vara ungefär oförändrat under 2022. Att påtagligt dra ner på innehavet av värdepapper under nästa år skulle kunna leda till en önskad åtstramning med räntor som i värsta fall stiger snabbt.

I Riksbankens prognos väntas inflationen ligga strax över 2 procent mot slutet av prognosperioden. Detta är inte ett skäl till att i dagsläget på olika sätt göra penningpolitiken mindre expansiv. Inflationen har under de senaste decennierna i genomsnitt understigit målet. Om inflationen överstiger målet en tid skulle detta kunna bidra till att pris- och löneförväntningarna tydligare förankras på ett sådant sätt att de är förenliga med en inflation nära målet. Riskerna med att minska stimulanserna för tidigt bedöms därför fortfarande vara större än riskerna med att behålla dem för länge.

Diagram 8. Reporänta med osäkerhetsintervall

Procent



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel samt på riskpremiejusterade terminsräntors prognosfel för perioden 1999 till dess att Riksbanken började publicera prognoser för reporäntan under 2007. Osäkerhetsintervallen tar inte hänsyn till att det kan finnas en nedre gräns för reporäntan. Utfall är dagsdata och prognos avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken.

Riksbanken avslutar lånefaciliteter där efterfrågan är mycket låg

Riksbankens åtgärder har mildrat krisens effekter på den svenska ekonomin och underlättat en återhämtning. Flera av de åtgärder som sattes in i den akuta inledningen av krisen syftade till att säkerställa genomslaget av penningpolitiken och motverka att de finansiella marknaderna fungerade dåligt, en situation som riskerade att förvärra den ekonomiska krisen. Det är åtgärder som har stärkt bankernas tillgång till likviditet i svenska kronor och amerikanska dollar, underlättat deras finansiering och gett dem stöd i rollen som kreditförsörjare för svenska företag.

Riksbankens åtgärder under pandemin sammanfattas i tabell 1.³ Där framgår också att efterfrågan på Riksbankens lånefaciliteter sedan en tid tillbaka är mycket liten. Inom programmet för företagsutlåning via bankerna har till exempel en stor andel av lånen förfallit. I dagsläget kvarstår 16 miljarder kronor inom denna lånefacilitet, där bankerna har möjlighet att låna upp till 500 miljarder kronor. Riksbanken erbjuder även bankerna månadsvis lån i amerikanska dollar och i svenska kronor med längre löptid i extraordinära marknadsoperationer. I dessa faciliteter finns nu 3 miljarder kronor utestående.

Svensk ekonomi har i huvudsak återhämtat den ekonomiska nedgången som skedde under pandemins inledning. Räntor och ränteskillnader är på låga nivåer och läget på de finansiella marknaderna har stabiliserats. I ett sådant läge är det naturligt att marknadsaktörernas framtidsoptimism gradvis stärks och att behovet av Riksbankens åtgärder för att stärka likviditetstillgången i det finansiella systemet minskar. Därför har direktionen beslutat att nu avsluta programmet för företagsutlåning via bankerna liksom de månadsvisa erbjudandena om lån i svenska kronor i extraordinära marknadsoperationer. Direktionen har också beslutat att återställa kraven på de säkerheter som bankerna måste lämna vid lån från Riksbanken till de regler som rådde före pandemin.⁴ Riksbanken kommer inte heller att förlänga erbjudandet om lån i amerikanska dollar.

Riksbanken bedömer att de här besluten i nuvarande marknadsläge inte innebär att likviditetsförsörjningen försvåras eller att sluträntor till hushåll och företag stiger. Riksbanken har dock beredskap att återinföra utlåningsfaciliteterna om det skulle uppstå nya, allvarliga problem med likviditetsförsörjningen som riskerar att få stort genomslag på konjunkturutvecklingen och därmed inflationsutsikterna.

Riksbankens köp av värdepapper sker i en långsammare takt

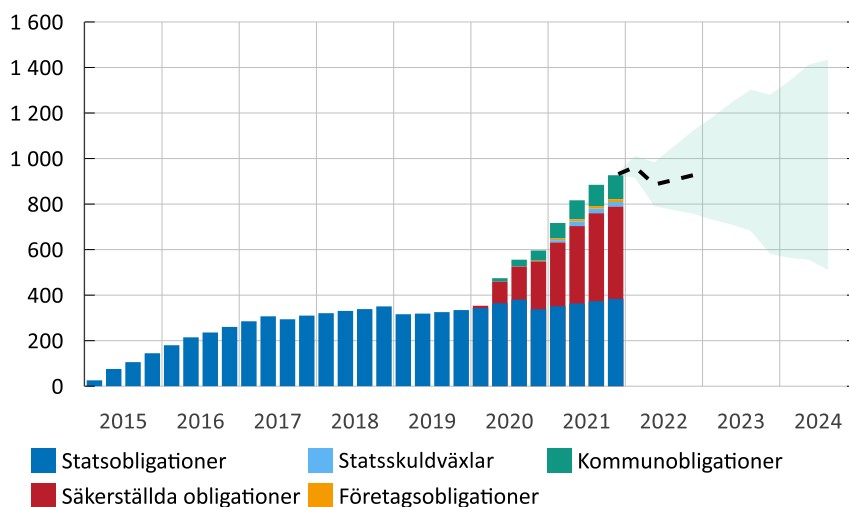
Tidigare fattade penningpolitiska beslut innebär att Riksbanken under fjärde kvartalet kommer att köpa obligationer till ett sammanlagt nominellt belopp om 68,5 miljarder kronor. Detta innebär att köptakten fortsätter att trappas ner men att ramen för Riksbankens värdepappersköp utnyttjas fullt ut under 2021. Riksbankens innehav av värdepapper väntas öka till nästan 930 miljarder kronor i slutet av året (se diagram 9).

³ Mer detaljer om Riksbankens åtgärder finns att läsa på hemsidan: [Penningpolitiska instrument | Sveriges Riksbank](#).

⁴ För att ge motparterna möjlighet till anpassning kommer de skärpta säkerhetskraven och begränsningskraven att införas 3 januari 2022. För utestående lån inom programmet för företagsutlåning via bankerna gäller befintligt krav på säkerheter tills lånet reglerats.

Diagram 9. Riksbankens innehav av värdepapper och prognos för innehav

Nominellt belopp, miljarder kronor



Anm. Staplar avser genomförda och beslutade köp. Streckad linje visar en prognos för innehavet under antagande om en jämn köptakt som gör att innehavet är på samma nivå i slutet av 2022 som i slutet av 2021. Intervallets nedre gräns är en framskrivning av innehavet under antagande att inga fler tillgångsköp görs efter 2021. Dess övre gräns reflekterar en utveckling där Riksbankens tillgångsköp fortgår i ungefär samma takt som under 2021.

Källa: Riksbanken.

Under de närmaste åren har direktionen för avsikt att föra en fortsatt expansiv penningpolitik genom att hålla en låg ränta och ett omfattande innehav av värdepapper. Innehavet behöver därmed utvecklas på ett sätt som är förenligt med fortsatt expansiva finansiella förhållanden. I praktiken bedöms detta innebära att innehavet är ungefär oförändrat under 2022 genom nya köp som kompenserar för förfall i olika tillgångsslag. Förfallen är dock ojämnt fördelade över tiden samtidigt som köpen väntas ske i en ganska jämn takt. Beslut om köp efter 2021 kommer liksom tidigare också att beakta operationella och praktiska begränsningar. Detta för med sig att Riksbankens värdepappersinnehav kommer att variera även under perioder då inriktningen är att hålla innehavet oförändrat.

Nödvändig expansiv ekonomisk politik innebär också sårbarheter

För att mildra krisen och för att stötta återhämtningen och inflationen har det varit nödvändigt att stimulera ekonomin genom att hålla ränteläget lågt och underlätta kreditförsörjningen. Men det finns sårbarheter och långsiktiga risker som kan byggas upp av mycket expansiv penningpolitik.

I kombination med stödåtgärderna från regeringarna har centralbankernas penningpolitik inneburit att många länder, företag och hushåll kraftigt ökat sina skulder.⁵ Detta kan leda till att framtida lågkonjunkturer både blir djupare och mer ut-

⁵ Se fördjupningen "Expansiv finanspolitik i omvärlden bidrar till återhämtningen" i *Penningpolitisk rapport*, juli 2021, Sveriges Riksbank.

dragna än vad som annars skulle vara fallet. Låga räntor kan dessutom leda till ett alltför stort risktagande, göra att bostäder och andra tillgångar blir övervärderade och leda till att risker blir felaktigt prissatta. Därför är det angeläget att öka motståndskraften i det finansiella systemet. Ett steg i den riktningen är att Finansinspektionen aviserat att värdet på den kontracykliska kapitalbufferten höjs till 1 procent.

Sårbarheterna kopplade till de svenska hushållens höga skuldsättning och bankernas stora exponeringar mot fastigheter har ökat ytterligare under pandemin även om räntorna inte har ändrats särskilt mycket. Bostadsmarknaden har utvecklats starkt med snabbt stigande bostadspriser trots den ekonomiska nedgången.⁶ Det finns nu tecken på att prisuppgången planar ut, men det sker på en hög nivå. Därtill har hushållens skulder ökat eftersom bostadsköpen till stor del finansieras med lån. En högre skuldsättning gör hushållen mer känsliga än tidigare för både prisfall på bostadsmarknaden och stigande räntekostnader. För att minska riskerna med hushållens skuldsättning krävs i första hand åtgärder inom bostads- och skattepolitiken.

Sårbarheter och långsiktiga risker som kan byggas upp av den expansiva penningpolitiken har varit underordnade behovet av att dämpa pandemins ekonomiska effekter. I takt med att ekonomin har återhämtat sig från krisen är det dock allt mer angeläget att sätta fokus på frågor om hur dessa sårbarheter bäst hanteras. Den samlade ekonomiska politiken behöver ta ansvar för att lindra kriser men också ta hänsyn till sårbarheter på längre sikt. Dessa motverkas lämpligast genom riktade strukturella åtgärder, väl utformade finansiella regelverk och makrotillsyn.

Finanspolitiken och penningpolitiken kompletterar varandra

Både i Sverige och i omvärlden har penningpolitiken och finanspolitiken under det senaste året kompletterat varandra och på så sätt mer effektivt kunnat lindra krisen och underlätta återhämtningen. Finanspolitiska åtgärder har större effekt på tillväxt och resursutnyttjande om styrräntan hålls oförändrad när de genomförs. Flera centralbanker har också meddelat att de har för avsikt att fortsätta att hålla styrräntorna låga och upprätthålla omfattande innehav av värdepapper, även om inflationen under en tid hamnar över målet. Det är därmed troligt att de finanspolitiska åtgärder som nu genomförs i många länder förstärks av den expansiva penningpolitiken. Det låga ränteläget och de starka offentliga finanserna i Sverige gör det möjligt att fortsätta att ge ett omfattande ekonomiskt-politiskt stöd till ekonomin.

1.3 Mer balanserad riskbild för inflationen

Det finns alltid osäkerhet kring Riksbankens prognoser på både kort och längre sikt. Utvecklingen i omvärlden är mycket betydelsefull för Sverige och fortfarande påverkas konjunktur- och inflationsutsikterna i världsekonomin av pandemin. Även om en minskad smittspridning och en stigande andel vaccinerade i världens befolkning ger hopp om att krisen går mot sitt slut så har samtidigt nya mer smittsamma varianter av viruset uppstått. I USA har antalet smittade och inlagda på sjukhus den senaste tiden

⁶ Se fördjupningen ”Snabbt stigande bostadspriser trots coronakris” i Penningpolitisk rapport, april 2021, Sveriges Riksbank.

ökat tydligt. Även i länder som Kina har smittläget förvärrats och hårdare restriktioner har därför införts. I många framväxande ekonomier och utvecklingsekonomier går vaccinationsprocessen dessutom långsamt, vilket kan hämma tillväxten även i andra länder. Mutationer av viruset kan medföra ett ökat sjukvårdsbehov och nya restriktioner även i länder som har en stor del av befolkningen vaccinerad.

Om återhämtningen blir alltför ojämn mellan länderna kan obalanser uppstå, särskilt i länder med stor upplåning i utländsk valuta. En relaterad osäkerhetsfaktor är inflationsutvecklingen, särskilt i USA. Om inflationstrycket skulle bli betydligt starkare än väntat, skulle de amerikanska räntorna kunna stiga snabbt och på så sätt skapa problem, både för USA och för andra länder. De direkta ekonomiska konsekvenserna för Sverige av en sådan utveckling är sannolikt små, men det kan inte uteslutas att problemen sprids via de finansiella marknaderna och på så sätt får förhållandevis stora konsekvenser även för svensk ekonomi.

Det finns också faktorer som skulle kunna leda till att den globala ekonomin utvecklas starkare än i Riksbankens huvudscenario. Ytterligare lättnader i den ekonomiska politiken kan inte uteslutas, inte minst i USA där osäkerheten kring finanspolitikens expansivitet är fortsatt stor.

Inflationen har de senaste månaderna blivit överraskande hög och Riksbanken har reviderat upp prognosen påtagligt för det närmaste året. Detta illustrerar osäkerheten kring inflationstrycket både i omvärlden och i Sverige. Efterfrågan växer snabbt och många företag har nu svårt att möta den. Det är besvärligt att få tag på vissa insatsvaror, inom transportsektorn finns logistikproblem och indikatorer pekar på brist på arbetskraft inom vissa branscher. Riksbanken bedömer att en del av dessa prisökningar förs över till konsumenter och leder till något högre prisökningstakt på vissa varor under det närmaste året. I prognosen antas att utbudsstörningarna är övergående och att effekterna på inflationen är tillfälliga. Om störningarna skulle lösas upp snabbare än väntat, eller elpriserna skulle falla tillbaka på samma sätt som de stigit i år, så skulle inflationen bli lägre. Å andra sidan kan utbudsproblemen bli mer utdragna än i Riksbankens bedömning och också påverka löner och inflationsförväntningar på ett sätt som ger upphov till en bredare uppgång i kostnadstryck och inflation.

Penningpolitiken behöver löpande anpassas till förändrade konjunktur- och inflationsutsikter. Direktionen kan sänka reporäntan eller på annat sätt göra penningpolitiken mer expansiv om inflationsutsikterna försvagas. Det gäller särskilt om förtroendet för inflationsmålet skulle vara hotat. En mindre expansiv penningpolitik blir motiverad om inflationen påtagligt och varaktigt väntas överstiga målet.

Tabell 1. Riksbankens åtgärder under coronakrisen

Åtgärd	Omfattning	Hittills köpt/utestående till och med den 17 september	Status
Ram för Riksbankens tillgångsköp	Ramen uppgår till 700 miljarder kronor.	Totalt ökat innehav fr o m mars 2020 med 609,2 mdr kr	Köpprogrammet gäller till 31 december 2021. Köpbeslut finns tom fjärde kvartalet 2021, därefter prognos för innehavet.
- Varav statsobligationer		79,8 mdr kr	
- Varav kommunobligationer		90,9 mdr kr	
- Varav säkerställda obligationer		380 mdr kr	
- Varav statsskuldväxlar		Innehav 17,5 mdr kr	Köp så innehavet är 20 miljarder kronor den 31 december 2021.
- Varav företagsobligationer		11,6 mdr kr	
- Varav företagscertifikat		Innehav 0,0 mdr kr	Köp upp till ett innehav om 32 miljarder kronor under återstoden av 2021.
Sänkt ränta i stående utlåningsfaciliteten	Sänkning från 0,75 till 0,10 procentenheter över reporäntan.		Förändringen är i linje med den plan för en förenkling av styrsystemet som Riksbanken beslutade i september 2019, men tidigarelades till följd av coronakrisen.
Program för utlåning till banker för att stödja företagsutlåning	Upp till 500 miljarder kronor	Utestående 16,0 mdr kr	Riksbanken erbjuder inga ytterligare lån efter den 21 september.
Veckovisa marknadsoperationer där banker erbjuds låna mot säkerhet med tre respektive sex månaders löptid till reporäntan.	Obegränsat	Utestående 3,0 mdr kr	Riksbanken erbjuder inga ytterligare lån efter den 21 september.
Lättade krav på säkerheter för att låna hos Riksbanken	—		Återställs den 3 januari 2022. (För utestående lån inom programmet för företagsutlåning via bankerna gäller kraven tills lånen reglerats, senast 2024.)
Lån i amerikanska dollar	Upp till 60 mdr USD	Utestående 0,0 mdr USD	Avslutas när nuvarande beslut löper ut den 30 september.

Anm. Med kommunobligationer avses obligationer utgivna av svenska kommuner, regioner och Kommuninvest i Sverige AB. Samtliga beslutsunderlag till de olika åtgärderna finns att läsa på Riksbankens hemsida <https://www.riksbank.se/sv/press-och-publicerat/aktuellt-om-riksbanken-och-coronapandemin/riksbankens-atgarder-i-samband-med-coronapandemin/>.

2 Fortsatt optimism på de finansiella marknaderna trots ökad smittspridning

Den ekonomiska återhämtningen och den expansiva ekonomiska politiken fortsätter att prägla utvecklingen på de internationella finansmarknaderna och bidrar till att viljan att köpa riskfyllda tillgångar är fortsatt stark. Den internationella utvecklingen har i mångt och mycket präglat utvecklingen på de svenska finansiella marknaderna under sommaren. Ränteläget är fortsatt mycket lågt, aktiepriserna har stigit och kronan har blivit svagare, till stor del på grund av en allmän dollarförstärkning. De svenska företagens värdepappersupplåning fortsätter att växa medan finansieringen via banklån är dämpad. De finansiella förhållandena bedöms vara fortsatt expansiva som ett resultat av den ekonomiska utvecklingen och en expansiv ekonomisk politik.

2.1 Fortsatt optimism men tecken på minskad vilja att ta risk

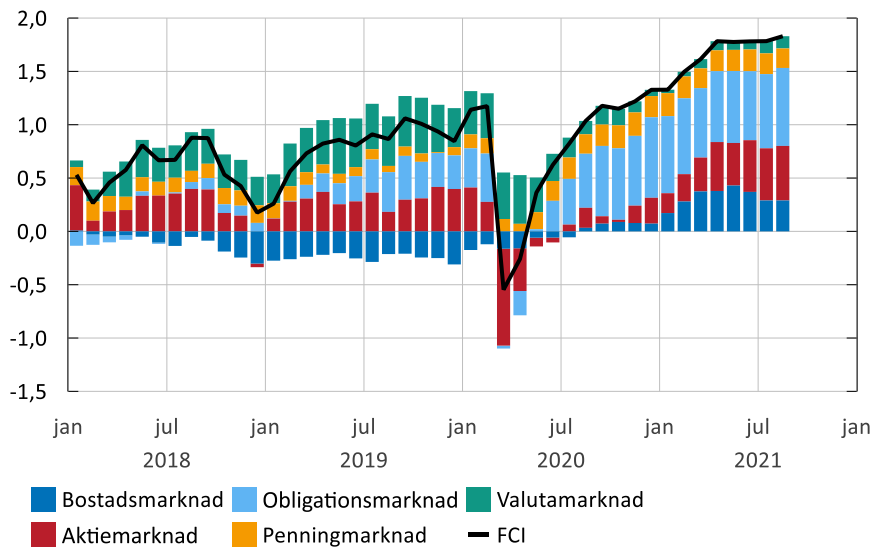
Viljan hos aktörer på de finansiella marknaderna att köpa riskfyllda tillgångar är fortsatt stark. Ränteskillnaderna mellan riskfyllda obligationer och statsobligationer är alltså mycket små och aktiepriserna har fortsatt att stiga. Spridningen av deltagarna av coronaviruset har dock tilltagit under sommaren och påverkat de finansiella marknaderna. I de utvecklade ekonomierna har investerarna sökt sig till mindre konjunkturläkliga aktier och räntorna på långa statsobligationer har sjunkit.

Inflationsutfallen under sommaren har fortsatt att vara höga, både i USA och euroområdet, och frågan om inflationsuppgången är tillfällig eller varaktig utgör fortfarande ett orosmoment för investerarna. I USA har marknadsbaserade mått på inflationsförväntningar, som ränteskillnaderna mellan långa nominella och reala statsobligationer, förändrats marginellt under sommaren. Detta tyder på att marknadsaktörernas oro för en varaktigt hög inflation finns kvar men att den i stort sett är oförändrad sedan juni.

I Sverige är ränteläget fortsatt mycket lågt. De långa obligationsräntorna har följt utvecklingen i omvärlden och ränteskillnaderna mellan riskfyllda obligationer och statsobligationer har varit fortsatt mycket små under sommaren. Det låga ränteläget är en viktig förklaring till att de finansiella förhållandena i Sverige är fortsatt mycket expansiva. Också utvecklingen på aktiemarknaden och bostadsmarknaden, likväl som kronans utveckling, bidrar till de expansiva finansiella förhållandena (se diagram 10).

Diagram 10. Index för finansiella förhållanden i Sverige

Standardavvikelser. Ett högre värde anger mer expansiva finansiella förhållanden



Källa: Riksbanken.

Centralbanker diskuterar minskning av de penningpolitiska stimulanserna

De stora centralbankerna fortsätter att föra en expansiv penningpolitik. I början av sommaren presenterade den europeiska centralbanken, ECB, förändringar i det penningpolitiska ramverket och introducerade bland annat ett nytt symmetriskt inflationsmål på 2 procent (se fördjupningen "Ny penningpolitisk strategi i euroområdet" i denna rapport). Eftersom marknadsaktörernas inflationsprognoser för 2022 och 2023 tenderar att understiga 2 procent har aktörerna tolkat beskedet som att ECB:s penningpolitik kommer vara fortsatt mycket expansiv under lång tid framöver.

Vid det penningpolitiska mötet i september meddelade ECB att man lämnar styrräntorna oförändrade på nuvarande nivåer och att man fortsätter de nettoköp om 20 miljarder euro per månad som görs inom ramen för det program för tillgångsköp som var på plats före pandemin (APP). Programmet för utlåning till hushåll och företag via bankerna (TLTRO-III) fortskrider som tidigare och man behöll även ramen på 1 850 miljarder euro för de tillgångsköp som sker inom det särskilda pandemiprogrammet (PEPP). Däremot beslöt ECB att de månatliga köpen inom pandemiprogrammet, som tidigare uppgått till runt 80 miljarder euro, nu kommer att ske i en måttligt långsammare takt än tidigare.

Vid det penningpolitiska mötet i slutet av juli lämnade den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, penningpolitiken oförändrad. Styrräntan hölls kvar inom intervallet 0,0–0,25 procent, nettoköp av statspapper fortsätter vara 80 miljarder dollar per månad och nettoköp av säkerställda obligationer och andra hypoteksbaserade

värdepapper är 40 miljarder dollar per månad.⁷ I det penningpolitiska protokollet som publicerades i mitten av augusti ansåg många av ledamöterna i den penningpolitiska kommittén att om den ekonomiska utvecklingen fortsätter ungefär enligt förväntan kan tillgångsköpen minskas senare i år (se fördjupningen "Utländska centralbankers planer för en gradvis mindre expansiv penningpolitik" i denna rapport).

Bank of England har också inlett diskussionen om hur penningpolitiken kan bli mindre expansiv framöver. Vid det senaste penningpolitiska mötet i början av augusti beslöt man att lämna penningpolitiken oförändrad men resonerade om hur tillgångsportföljen kan minskas när den tidpunkten väl är inne (se fördjupningen "Utländska centralbankers planer för en gradvis mindre expansiv penningpolitik" i denna rapport).

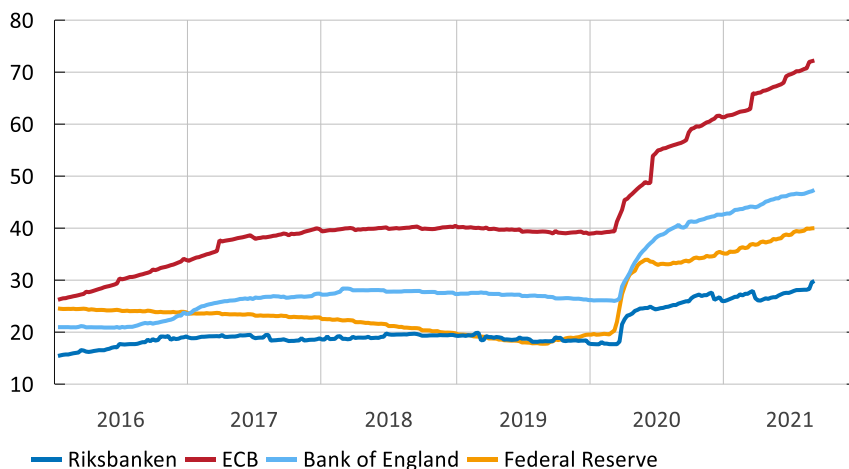
Andra centralbanker har också signalerat nedtrappningar av tillgångsköpen och i vissa fall redan inlett sådana. Den kanadensiska centralbanken, som redan tidigare minskat på takten i köpen, beslöt om ytterligare nedtrappningar av tillgångsköpen vid det penningpolitiska mötet i juli. Däremot beslutade man att inte göra några förändringar av tillgångsköpen vid septembermötet. Den australiska centralbanken beslutade vid mötet i september att fortsätta tillgångsköpen åtminstone fram till februari nästa år, men att de veckovisa köpen ska ske till ett lägre belopp än tidigare. Beslutet motiverades med att återhämtningen av ekonomin fortskrider även om spridningen av coronavirusets deltavariant har ökat riskerna för tillfälliga bakslag. En stark ekonomisk återhämtning och lägre risk för låg inflation gjorde att den nya zeeländska centralbanken i slutet av juli avslutade sina tillgångsköp. Eftersom smittspridningen ökat har dock banken hittills avvaktat med räntehöjningar men marknadsaktörerna väntar sig en räntehöjning senare under hösten. Enligt marknadsförväntningarna höjer även Norges bank styrräntan redan vid mötet i september.

Centralbankernas expansiva penningpolitiska åtgärder under pandemin har sammanlagt bidragit till att deras balansräkningar har vuxit kraftigt som andel av BNP (se diagram 11).

⁷ Som en del av det penningpolitiska beslutet i juli beslutade Fed även att sätta upp två stående marknadsvårdande faciliteter för att stödja funktionssättet på den amerikanska statspappersmarknaden i tider av stress.

Diagram 11. Centralbankers balansomslutning

Procent av BNP



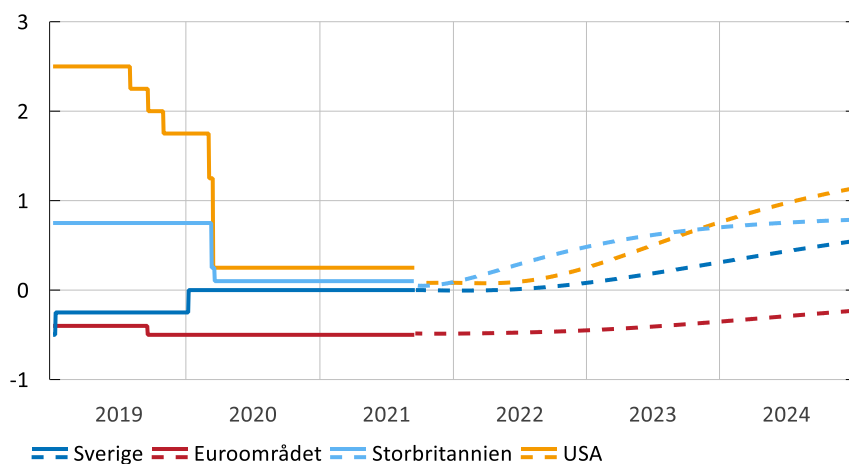
Anm. BNP beräknas som summan av innevarande kvartal och de tre föregående kvartalen. För de kvartal som BNP ännu inte publicerats används den senast publicerade BNP-statistiken.

Källor: Bank of England, ECB, Federal Reserve, Macrobond och Riksbanken.

I USA indikerar terminsräntor en hög sannolikhet för att räntehöjningar påbörjas i slutet av 2022. Enligt prissättningen på marknaden är det också en hög sannolikhet att Bank of England har höjt styrräntan då. ECB väntas höja styrräntorna betydligt senare, först under 2024. Enligt sammanställningar av marknadsaktörernas prognoser väntas centralbankerna i flera fall höja styrräntorna något senare än vad marknadsprissättningen visar. Den övergripande bilden är att centralbankernas styrräntor förblir låga under en längre tid framöver (se diagram 12).

Diagram 12. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning

Procent



Anm. Terminsräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar styrräntan. I Sverige beskriver dock terminsräntan den förväntade reporäntan. Streckade linjer avser terminsräntor 2021-09-16.

Källor: Macrobond och Riksbanken.

Penningmarknadsräntorna i Sverige är fortsatt låga

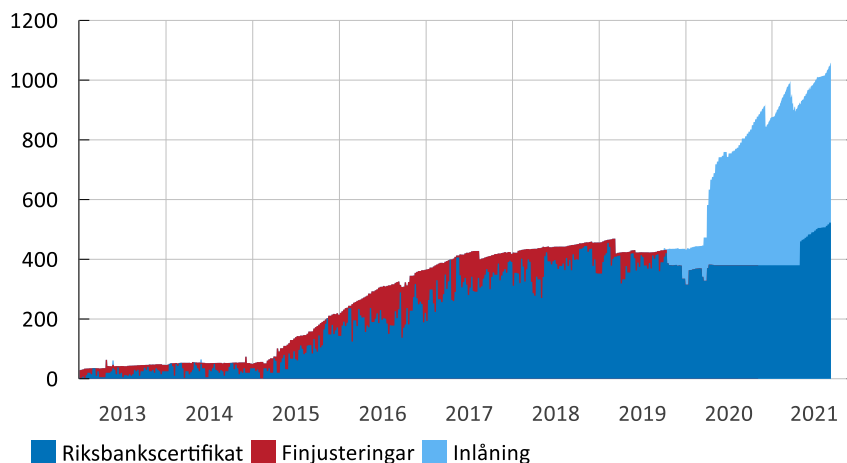
Prissättningen på marknaden tyder på att Riksbankens styrränta väntas vara ungefär oförändrad ytterligare något år men att styrräntan höjs under 2023 (se diagram 12). En liknande bild framkommer i Kantar Sifos Prosperaundersökning, som genomförs på uppdrag av Riksbanken. Enligt undersökningen i september ser penningmarknadens aktörer i genomsnitt en hög sannolikhet att reporäntan höjs till 0,25 procent om två år. Enligt medianen väntas reporäntan däremot förbli oförändrad under de kommande två åren.

Inte bara marknadsaktörernas förväntningar utan också Riksbankens tillgångsköp är en viktig förklaring till att räntorna är låga. Enligt Kantar Sifos Prosperaundersökning tyder mediansvaren på att marknadsaktörerna väntar sig att ramen för Riksbankens tillgångsköp på 700 miljarder utnyttjas och att storleken på tillgångsportföljen upprätthålls, åtminstone under den första halvan av nästa år.

Köpen av obligationer i penningpolitiskt syfte, som inleddes 2015, har inneburit att överskottslikviditeten i banksystemet har ökat. Besluten om nya tillgångsköp och utlåningsprogram som Riksbanken vidtagit under pandemin har påtagligt förstärkt denna utveckling (se diagram 13).

Diagram 13. Likviditetsöverskott i banksystemet, inlåning och Riksbankscertifikat

Miljarder kronor



Anm. Bankernas likviditetsöverskott gentemot Riksbanken representerar Riksbankens likviditetsskuld till banksystemet. Runt hälften av denna likviditetsskuld utgörs av bankernas inlåning i Riksbanken och resten utgörs av Riksbankscertifikat som är skuldebrev med en kort löptid som Riksbanken emitterar. Likviditetsöverskottet växer bland annat när Riksbanken köper värdepapper.

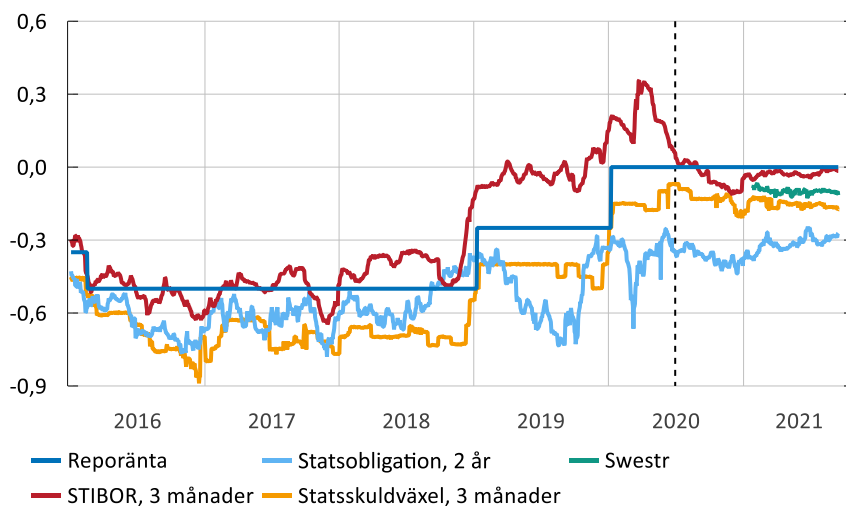
Källa: Riksbanken.

Räntorna på den svenska penningmarknaden, som STIBOR 3 månader, har varit fortsatt låga och legat i linje med reporäntan (se diagram 14). Riksbankens nya referensränta, Swestr, visar att de faktiska transaktioner som genomförs i svenska kronor från en affärsdag till nästa bankdag sker till en ränta som är nära inlåningsräntan i

Riksbankens stående facilitet, och alltså något lägre än reporäntan.⁸ Också räntorna på statspapper med löptider upp till fem år är lägre än reporäntan.

Diagram 14. Reporäntan och marknadsräntor

Procent



Anm. Den streckade linjen markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i juni.

Källor: Macrobond, Refinitiv och Riksbanken.

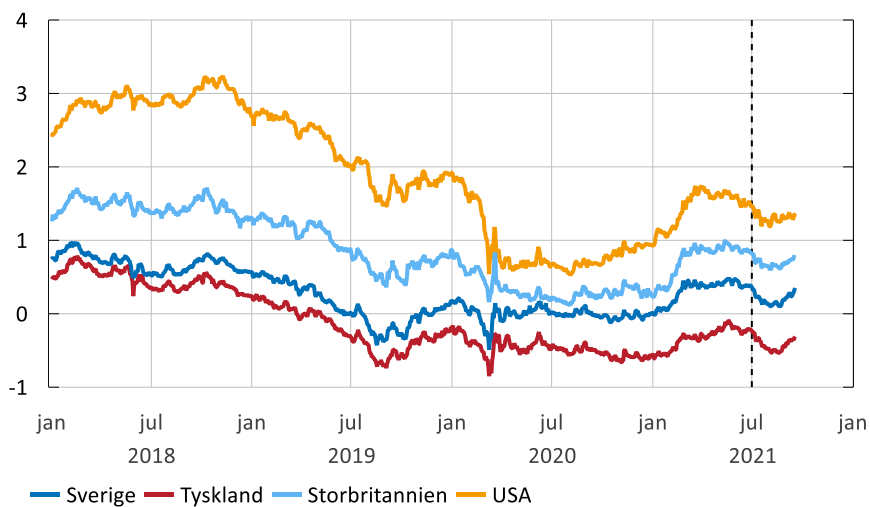
Obligationsräntorna sjönk under sommaren men har ökat den sista tiden

Statsobligationsräntorna världen över är fortsatt låga. Det beror främst på att marknadsaktörerna förväntar sig låga styrräntor framöver och att centralbankernas tillgångsköpsprogram fortsätter.

⁸ Se Riksbankens referensränta Swestr, <https://www.riksbank.se/sv/statistik/swestr/>. Reporäntan tillämpas på Riksbankscertifikat medan inlåningsräntan i den stående faciliteten tillämpas på bankernas inlåning över natten hos Riksbanken. Inlåningsräntan är 0,1 procentenheter lägre än reporäntan, för närvarande alltså -0,1 procent. Swestr har varit i närheten av inlåningsräntan sedan den infördes 1 september.

Diagram 15. Statsobligationsräntor, 10 års löptid

Procent



Anm. Nollkupongräntor för Sverige, Tyskland och Storbritannien. 10-årig benchmarkränta för USA. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i juni.

Källor: Nationella centralbanker, U.S. Treasury och Riksbanken.

Under sommaren har spridningen av coronavirusets deltavariant ökat och inledningsvis sjönk då statsobligationsräntor med lång löptid tillbaka (se diagram 15). Den senaste tiden har de stigit igen, särskilt i euroområdet, men de är alltså lägre än vid det penningpolitiska mötet i juni. Däremot är långa svenska statsobligationsräntor i stort sett oförändrade.

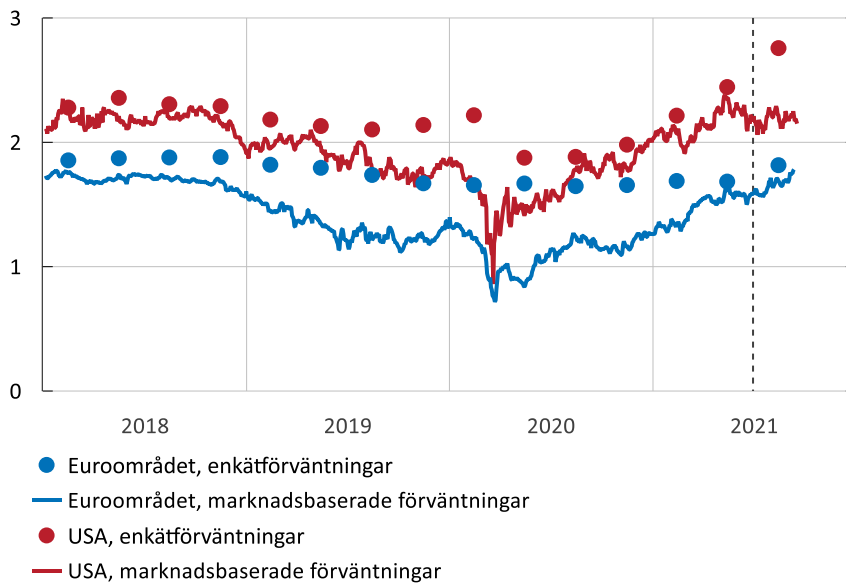
Marknadsbaserade mått på inflationsförväntningar har stigit något

Inflationen har varit fortsatt hög under sommaren, både i USA och euroområdet. Sedan det penningpolitiska mötet i juni har marknadsbaserade mått på långsiktiga inflationsförväntningar i USA förändrats marginellt men de är lägre än vad de var i våras (se diagram 16). Däremot har de enkätbaserade långsiktiga inflationsförväntningarna i USA fortsatt att stiga efter det penningpolitiska mötet i juni. I euroområdet har både marknads- och enkätbaserade mått fortsatt att stiga under sommaren, men de är alltså lägre än inflationsmålet på 2 procent som ECB annonserade i juli (se diagram 16).⁹

⁹ De marknadsbaserade måtten varierar dock relativt mycket vilket kan bero på att de också speglar hur förhållandena på marknaderna förändras. Till exempel kan utbudet av nominella och reala statsobligationer påverka vilka inflationsförväntningar som uppmäts. Se till exempel fördjupningen "What drove the recent increase in the US inflation breakeven rate?", *Quarterly Review*, mars 2021, s. 12-13, Bank for International Settlements.

Diagram 16. Långsiktiga inflationsförväntningar i euroområdet och USA

Procent



Anm. De marknadsbaserade måtten på inflationsförväntningarna avser en 5-årig period med start om 5 år. För USA är de beräknade utifrån obligationsräntor och avser KPI. För euroområdet är de beräknade från inflationsswappar och avser HIKP. Enkätförväntningarna avser den genomsnittliga inflationen de kommande 5 åren (USA) samt inflationen på 5 års sikt (euroområdet) enligt Federal Reserve Bank of Philadelphia respektive ECB:s Survey of Professional Forecasters. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i juni.

Källor: Bloomberg, Macrobond och Riksbanken.

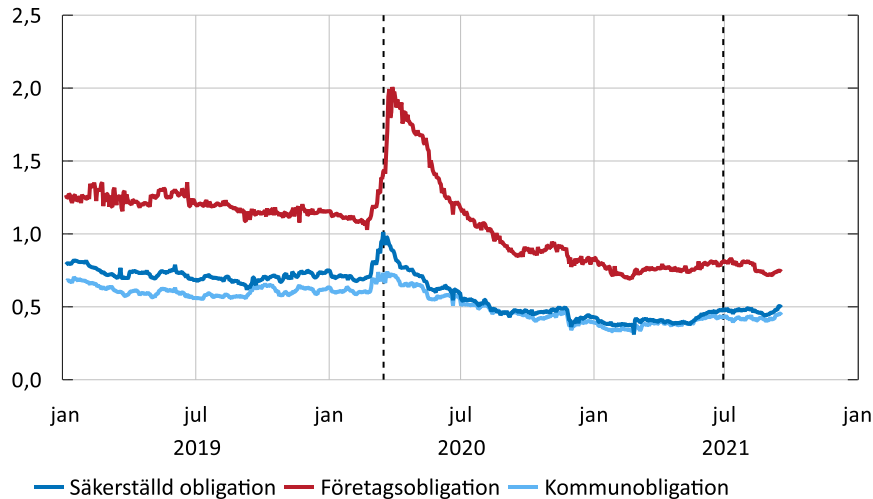
Svenska inflationsförväntningar har stigit under 2021 (se diagram 5 i kapitel 1). Sedan det penningpolitiska mötet i juni har marknadsbaserade mått på långsiktiga inflationsförväntningar i stora drag varit oförändrade. Liksom för de utländska motsvarigheterna är de marknadsbaserade måtten inte nödvändigtvis rena mått på förväntningarna eftersom de också speglar olika marknadsförhållanden. En indikation på detta är att de enkätbaserade måtten i genomsnitt ligger något lägre än de marknadsbaserade måtten. Enligt Kantar Sifos Prosperaundersökning i september förväntar sig penningmarknadens aktörer att inflationen på fem års sikt kommer att vara nära 2 procent (enligt KPI), vilket är påtagligt högre än bottennivåerna våren 2020. Undersökningen visar också att samtliga grupper som svarar på enkäten förväntar sig att inflationen på fem års sikt ligger nära 2 procent.

Riskpremierna på obligationsmarknaderna är fortfarande mycket låga

Räntorna på riskfyllda obligationer har sjunkit i linje med räntorna på statsobligationer under sommaren. Ränteskillnaderna mellan företagsobligationer och statsobligationer, som är ett mått på riskpremierna på marknaden för företagsobligationer, har därför förblivit i princip oförändrade och är mycket små i såväl USA som euroområdet. Detta gäller framför allt företagsobligationer med högt kreditbetyg. En snarlik utveckling syns i Sverige där ränteskillnaderna mellan riskfyllda obligationer och statsobligationer också är fortsatt små (se diagram 17).

Diagram 17. Ränteskillnad mellan olika obligationsslag och statsobligationer i Sverige, 5 års löptid

Procentenheter



Anm. Räntorna på säkerställda obligationer, företagsobligationer och statsobligationer är noll-kuponräntor beräknade med Nelson-Siegel-metoden. Företagsobligationer avser företag med ett högt kreditbetyg. Säkerställda obligationer avser obligationer utgivna av Stadshypotek och kommunobligationerna är utgivna av Kommuninvest i Sverige AB. Streckade linjer markerar 2020-03-16 då direktionen beslutade att utöka köpen av tillgångar till att omfatta kommunobligationer och säkerställda obligationer respektive tidpunkten för det penningpolitiska mötet i juni 2021.

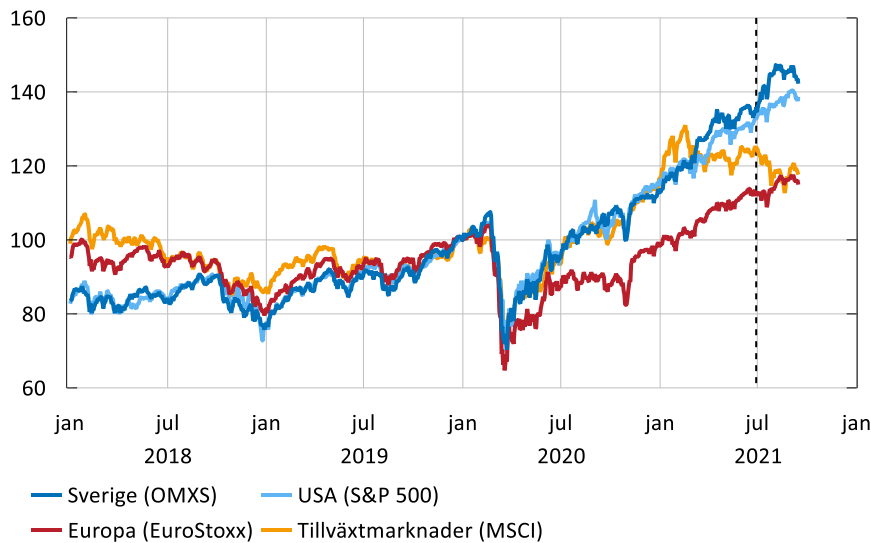
Källor: Bloomberg, Macrobond, Refinitiv och Riksbanken.

Priserna på aktiemarknaderna har fortsatt att stiga

Växande optimism inför den globala återhämtningen och förväntningar om fortsatt expansiv ekonomisk politik har bidragit till att aktiepriserna utvecklats mycket starkt sedan årsskiftet, inte minst i Sverige. Priserna på många aktiemarknader har fortsatt att stiga under sommaren och både det svenska aktieindexet OMXS30 och flera amerikanska index nådde rekordnoteringar under augusti (se diagram 18).

Diagram 18. Börsutveckling i inhemsk valuta

Index, 2019-12-31 = 100



Anm. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i juni.

Källa: Macrobond.

De finansiella kontrakt som handlas på marknaden och som speglar förväntade variationer i börsvärdet har stigit något sedan junimötet och det finns tecken på att riskviljan på aktiemarknaderna inte är riktigt lika hög som tidigare. Det är framför allt priserna på de större och välkända företagens aktier som har ökat medan priserna på de mindre företagens aktier inte har ökat i samma utsträckning. Det finns också indikationer på att priserna på konjunkturokänsliga aktier, som relateras till hälsovård och dagligvaruhandeln, ökat mer än aktiepriser i allmänhet. Detta kan tyda på en högre grad av försiktighet på finansmarknaderna. Under sommaren har även de kinesiska myndigheterna infört regleringar som riktats mot de inhemska företagen. Detta har tyngt den kinesiska börsen men också påverkat andra börser, framför allt i de framväxande ekonomierna.

Den svenska kronan i stort sett oförändrad

Efter den snabba krishanteringens våren 2020 återvände investerarnas riskvilja. Räntorna på mer riskfyllda obligationer sjönk då, och aktiepriserna steg. Också kronan, som av investerare normalt betraktas som en mer riskfylld valuta än till exempel dollarn och euron, stärktes avsevärt. Efter det penningpolitiska mötet i juni försvagades den svenska kronan i termer av växelkursindexet KIX (se diagram 19). Även om det inte var någon större försvagning kan utvecklingen vara ett tecken på att riskviljan på de finansiella marknaderna inte var lika hög under sommaren. Något som stärker den bilden är att den amerikanska dollarn stärkts mot flertalet valutor under samma period, något som är vanligt när riskviljan minskar. Efter KPI-utfallet för augusti stärktes dock kronan och är nu endast något svagare än vid det penningpolitiska mötet i juni.

Diagram 19. Nominell växelkurs, KIX

Index, 1992-11-18 = 100



Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt mot valutor i 32 länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i juni.

Källor: Nationella källor och Riksbanken.

2.2 Goda finansieringsvillkor för svenska hushåll och företag

De svenska bankerna har låga finansieringskostnader

En viktig förutsättning för att hushåll och företag ska kunna få lån är att bankerna vill och har möjlighet att låna ut pengar. De mycket låga räntorna på den svenska penningmarknaden bidrar till att det är billigt för bankerna att få finansiering, vilket gör det möjligt för dem att fortsätta erbjuda låga räntor i utlåningen till hushåll och företag. De svenska bankerna finansierar sig kortfristigt inte bara i kronor utan till stor del även genom upplåning i andra valutor, som amerikanska dollar och euro. Deras kostnader mätta i svenska kronor för att finansiera sig i utländsk valuta är mycket låga och är något lägre än räntorna för att finansiera sig i kronor.

Bankernas mer långfristiga finansiering sker till stor del genom att de ger ut säkerställda obligationer. Även räntorna på denna typ av finansiering fortsätter att vara mycket låga, bland annat som en följd av Riksbankens penningpolitik (se diagram 14 och diagram 17). Till exempel har räntan på en säkerställd obligation i svenska kronor med 2 års löptid varit lägre än reporäntan sedan hösten 2020. Bankerna kan även finansiera sig via inlåningen från hushåll och företag. Inlåningen har ökat de senaste åren, bland annat som en följd av Riksbankens tillgångsköp.

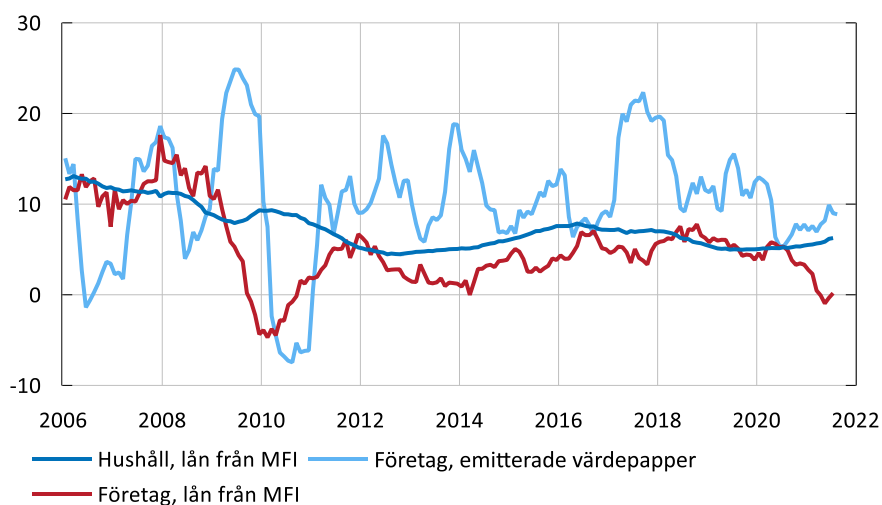
Det är lätt och billigt för hushåll och företag att låna

Ett syfte med många av de åtgärder som Riksbanken satte in strax efter pandemins utbrott förra året var att kreditförsörjningen skulle fortsätta fungera. Detta har varit centralt för att undvika en ännu kraftigare nedgång av den ekonomiska aktiviteten.

Merparten av de svenska hushållens skuld hos MFI (monetära finansinstitut) består av bolån. Bostadspriserna har stigit under pandemin och eftersom hushållen till stor del finansierar bostadsköpen med lån har också deras skulder fortsatt att stiga. Jämfört med juli förra året ökade bostadsutlåningen från MFI till hushållen med 6,4 procent. Även rena konsumtionskrediter, även kallade blancolån, ökade relativt snabbt med 5,8 procent. Ökningen av hushållens totala skulder var således bred och den sammanlagda årliga tillväxten var 6,3 procent i juli vilket är högre än före pandemin (se diagram 20).

Diagram 20. Hushållens och företagens upplåning

Årlig procentuell förändring



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

Källa: SCB.

Svenska företag använder alltjämt banklån som den främsta finansieringskällan. På senare år har dock många, framför allt större, företag i en högre grad valt att använda sig av marknadsfinansiering. Under de senaste månaderna har tillväxten i utestående volym emitterade värdepapper fortsatt att stiga och i augusti var ökningen nästan 9 procent jämfört med samma månad för ett år sedan. Utlåningen från banker och andra monetära finansiella institut, MFI, var däremot ungefär oförändrad i juli jämfört med ett år sedan (se diagram 20). Sammantaget innebär detta att företagens totala upplåning fortsätter att växa långsammare nu än före krisen.

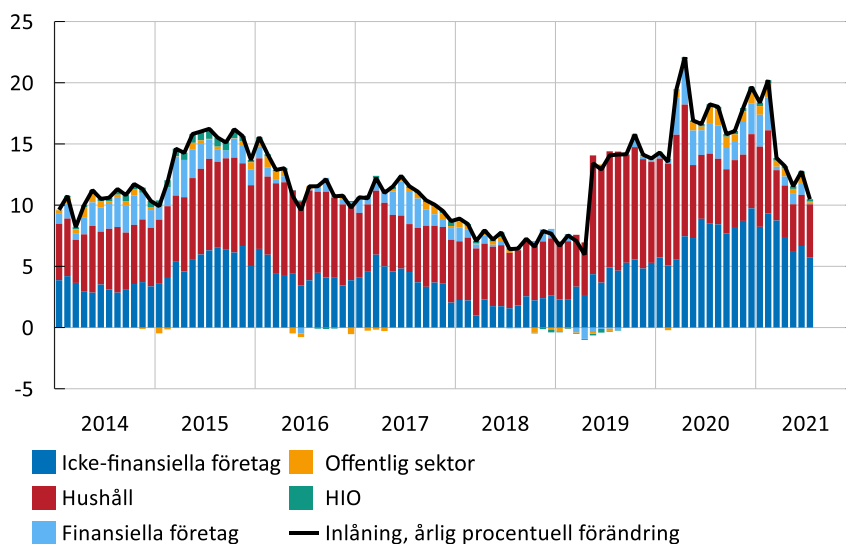
Att utlåningen från MFI inte ökar kan bero på att företagen inte efterfrågar lika mycket lån som tidigare, att kreditinstituten stramar åt utlåningen, eller en kombination av de båda. Men den huvudsakliga anledningen är av allt att döma inte en kreditåttstramning. Under våren 2020 var upplåningen ovanligt hög, och den nuvarande låga utlåningstillväxten tycks alltså vara mer ett resultat av hög upplåning för ett år sedan än att upplåningen skulle vara ovanligt låg för närvarande. Denna slutsats stöds av att

det främst är stora och privatägda företag som minskat sin upplåning de senaste månaderna i termer av årlig tillväxttakt. Detta är samma grupp av företag som ökade sin upplåning särskilt mycket under pandemins inledande månader. Mindre företag har istället ökat sina lån under 2021, men står för en betydligt mindre del av den totala utlåningen än de stora bolagen. Företag inom vissa sektorer har även utnyttjat tillfälliga stödåtgärder för att minska sina löpande kostnader, vilket minskar behovet av finansiering. Det är även tänkbart att vissa företag valt att avvakta med att investera på grund av osäkerheten kring den ekonomiska utvecklingen.

Inlåningen från icke-finansiella företag till MFI är också högre än före krisen även om inlåningstillväxten har dämpats de senaste månaderna (se diagram 21).

Diagram 21. Inlåning och bidrag till inlåning i monetära finansiella institut

Årlig procentuell förändring och procentenheter



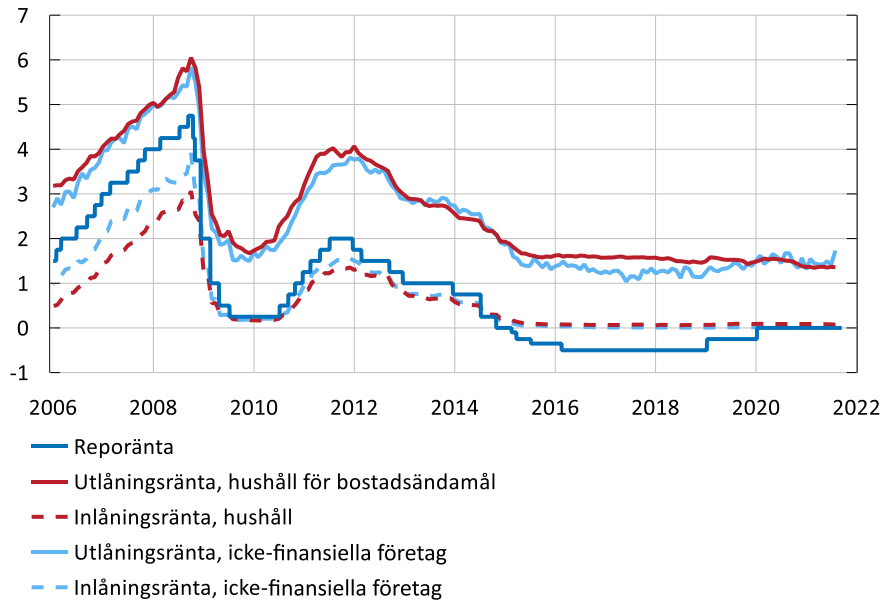
Anm. Inlåning avser här avistainlåningen som utgör en del av penningmängdsmåttet M1. Hushåll avser hushåll exkl. hushållens icke-vinstdrivande organisationer (HIO). Finansiella företag avser finansiella företag exkl. MFI. Från maj 2019 har en revidering gjorts på uppgifter avseende flytt från inlåning med vissa villkor till avistakonto. Revideringen påverkar främst övriga hushåll men även andra finansiella företag, icke-finansiella företag och företagarhusåll.

Källa: SCB.

Den genomsnittliga räntan för hushållens nya eller omförhandlade bolån för samtliga räntebindingstider var 1,36 procent i juli (se diagram 22). Utlåningsräntorna till såväl hushåll som företag är fortsatt låga och har i stora drag varit oförändrade under en längre tid (se diagram 22). Att bankräntor till företag har varit relativt stabila det senaste året utgör ytterligare stöd för bedömningen att kreditinstituten inte stramat åt utlåningen.

Diagram 22. Reporänta samt genomsnittlig in- och utlåningsränta till hushåll och företag, nya och omförhandlade lån

Procent



Anm. In- och utlåningsränta är volymviktade medelvärden av monetära finansiella instituts in- respektive utlåning på samtliga löptider.

Källor: SCB och Riksbanken.

Inte heller Konjunkturinstitutets enkätundersökningar tyder på att företagen, i genomsnitt, upplever någon kreditåtstramning. Inom vissa branscher, särskilt tjänstenäringen, uppger företagen visserligen fortfarande att de har svårare att finansiera sig än före pandemin men situationen har förbättrats påtagligt sedan våren 2020. Dessutom har räntorna på lån från MFI till såväl små som medelstora och stora företag minskat från de högre nivåer som rådde under inledningen av pandemin, och har förblivit låga under 2021. Riksbankens samlade bedömning är alltså att det inte finns några tecken på att bankerna stramat åt sin kreditgivning.

3 Hög tillväxt trots ökad smittspridning

Återhämtningen i omvärlden har tagit fart igen efter inbromsningen i början på året. Tillväxten drivs till stor del av tjänstebanscher och den stöds av en expansiv ekonomisk politik. Under sommaren har smittspridningen visserligen ökat snabbt i ett flertal länder. Men vaccinationsgraden stiger och tillväxtutsikterna är goda i de flesta länder som är viktiga för Sveriges handel. I USA och euroområdet har den snabbt stigande efterfrågan, tillsammans med utbudsproblem i vissa branscher, lett till högre inflation. Men uppgången i prisökningstakten bedöms vara övergående och under 2022 väntas inflationen i omvärlden sjunka tillbaka.

Tillväxten i Sverige är hög. Detta hänger främst samman med att vaccinationerna och därmed lättade restriktioner gör att aktiviteten inom de pandemidrabbade branscher har återhämtat sig snabbt. Framåtblickande indikatorer pekar på att läget på arbetsmarknaden kommer att fortsätta förbättras under året, även om en del effekter av pandemin antas bli mer långvariga. Energipriserna stiger i år och bidrar till att inflationen blir hög i år men lägre nästa år. KPIF-inflationen uppgick till 2,4 procent i augusti och väntas fortsätta stiga de närmaste månaderna och ligga runt 3 procent mot slutet av året innan den faller tillbaka under mitten av nästa år. Även rensat för energipriserna väntas inflationen stiga. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi väntas i genomsnitt vara nära 2 procent under första halvåret nästa år innan den faller tillbaka igen. Från 2023 väntas inflationen stiga gradvis i takt med att efterfrågan stärks och lönerna ökar snabbare. Först mot slutet av prognosperioden bedöms inflationen mer varaktigt vara nära målet på 2 procent.

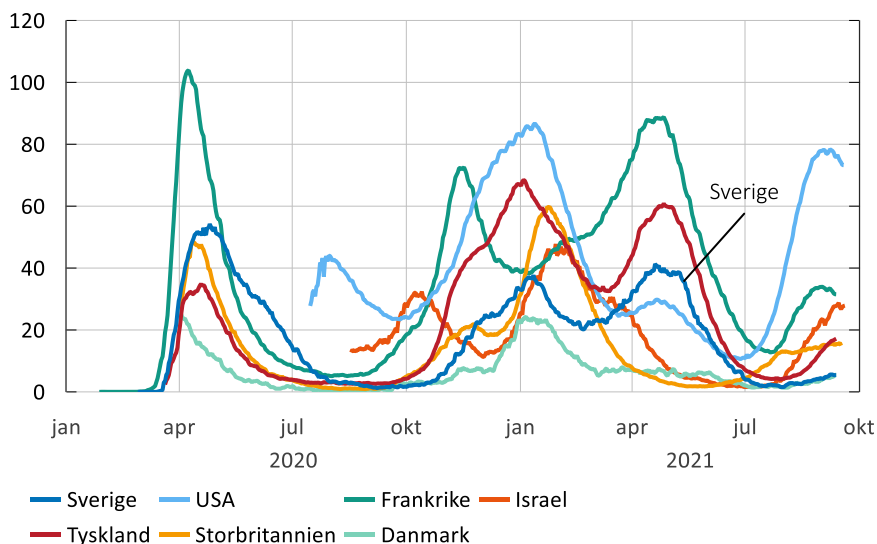
3.1 Goda tillväxtutsikter i omvärlden trots ökad smittspridning

I Västeuropa har vaccinationerna fortsatt i en ganska god takt under sommaren (se diagram 1 i kapitel 1) och trots en ökad smittspridning är det än så länge en förhållandevis liten andel av de som insjuknat som uppvisar allvarliga symptom. I USA har dödstaten däremot stigit på ett oroväckande sätt och antalet patienter i behov av intensivvård har de senaste veckorna nästan nått samma höga nivå som vid årsskiftet (se diagram 23). Vaccinationsgraden varierar betydligt mellan olika delar av USA och i flera delstater är ännu mindre än hälften av befolkningen fullt vaccinerad.

Vetenskapliga studier visar å ena sidan att flera av de mest använda vaccinen ger ett mycket gott och bestående skydd mot allvarlig sjukdom. Å andra sidan indikerar resultaten att skyddet mot att smittas har minskat över tid. Att många människor smittas och insjuknar innebär en ökad risk för nya, farliga mutationer.

Diagram 23. Antalet patienter som vårdas på intensivvårdsavdelning för covid-19

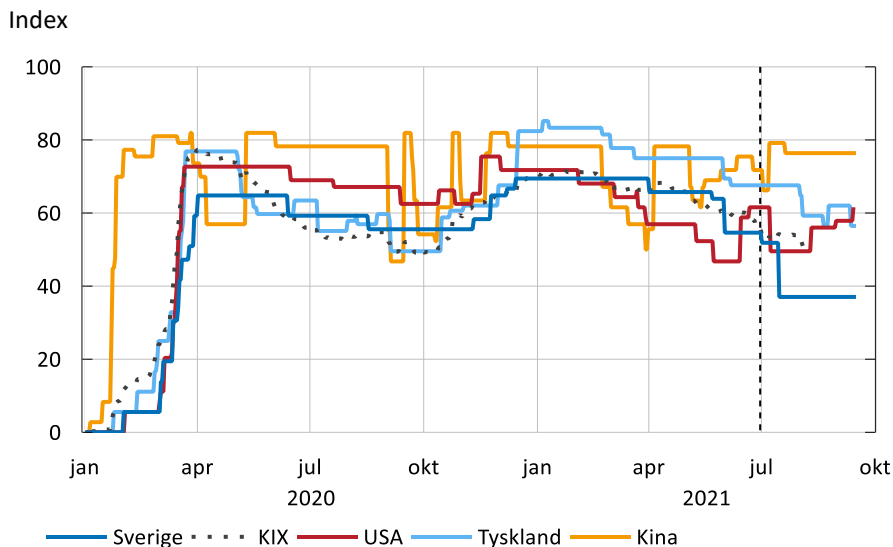
Per en miljon invånare



Anm. Serierna visar antal patienter som vårdas på intensivvårdsavdelning för covid-19 till och med vecka 36 2021. De senaste veckornas utfall är behäftade med osäkerhet till följd av eftersläpning i rapporteringen.

Källa: Our World in Data.

Den ekonomiska utvecklingen under slutet av 2021 och början av 2022 kommer delvis att bero på hur smittspridningen utvecklas. Men mer betydelsefulla blir myndigheters beslut om fortsatta lättnader av restriktioner och konsumenters och företags bedömningar av de risker som uppstår då mer kontaktintensiva aktiviteter återupptas. Det blir därför mycket viktigt hur fort vaccinationsprocessen går i olika delar av världen. Exempelvis är hushåll och företag mer optimistiska i länder där många har hunnit bli vaccinerade. I USA, Kina och i en del länder i Europa har de senaste månadernas ökade smittspridning visserligen lett till skärpningar av en del restriktioner. Men i Västeuropa är många länder i färd med att lätta på begränsningsåtgärderna. I de flesta av de länder som är viktiga för Sveriges handel är restriktionerna nu mindre strikta, eller omfattar nu en mindre del av befolkningen, än vid tidpunkten för det penningpolitiska mötet i juni (diagram 24).

Diagram 24. Grad av statliga restriktioner för att dämpa smittspridningen

Anm. Indexet mäter omfattningen av åtgärder för att motverka spridningen av covid-19. Indexet består av nio komponenter som beskriver olika typer av restriktioner, till exempel stängning av skolor och reseförbud. För varje komponent finns vanligtvis en tregradig skala motsvarande "ingen åtgärd", "någon slags uppmaning" och "ett förbud". Indexet motsvarar genomsnittet av samtliga komponenter. KIX avser här en sammanvägning av 32 länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden. Vertikalt streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i juni.

Källor: Oxford COVID-19 Government Response Tracker (OxCGRT) och Riksbanken.

Vissa begränsningsåtgärder kommer sannolikt att kvarstå en längre tid framöver. Men i prognosen antas att restriktionerna i omvärlden lättas påtagligt i år, alternativt att de drabbar en allt mindre del av befolkningen. Myndigheterna har också med tiden blivit bättre på att utforma träffsäkra åtgärder, och företagen har lärt sig att organisera sitt arbete så att produktionen kan hållas igång samtidigt som smittriskerna begränsas. Färre och mer riktade begränsningsåtgärder innebär att aktiviteten inom kontaktintensiva tjänstebanscher kan fortsätta att öka gradvis i år och nästa år. I Sverige har regeringen och Folkhälsomyndigheten meddelat att nästan alla av de kvarvarande restriktionerna tas bort från och med den 29 september.

Utbuds begränsningar inom industrin och stabilisering av råvarupriserna

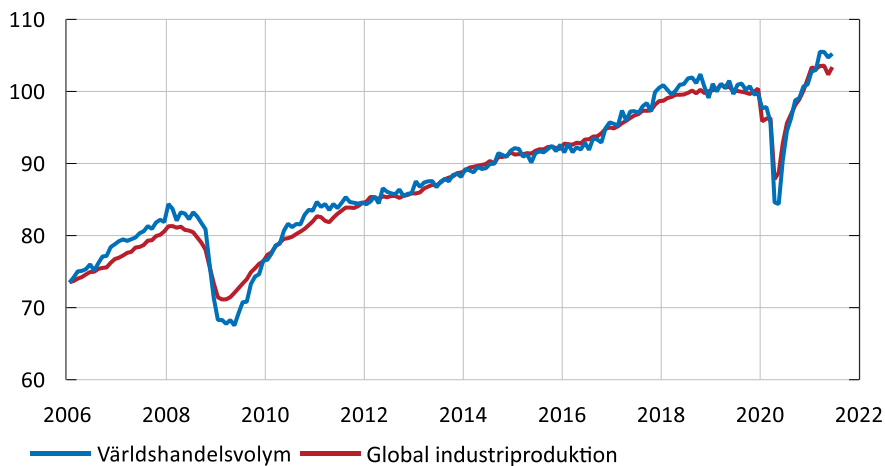
Den globala industriproduktionen återhämtade sig snabbt under andra halvåret i fjol och första kvartalet i år. Men produktionen stagnerade under andra kvartalet (se diagram 25), något som delvis kan förklaras av att det var svårt att få tag på insatsvaror. Problemen, som bland annat beror på brist på halvledare och på störningar i globala logistikkedjor, har under sommaren fortsatt att begränsa produktionen och varuhandeln. Under det andra kvartalet i år sjönk tillväxten i världshandeln med varor till 1,3 procent, efter en tillväxt på 3,5 procent under det första kvartalet (diagram 25).

Under pandemin har efterfrågan på många varor varierat kraftigt och det har varit svårt för producenter och fraktsbolag att snabbt anpassa sitt utbud. Problemen har för-

värrats av naturkatastrofer och av utbrott av covid-19 i hamnar och viktiga produktionsanläggningar. Inom vissa råvarubranscher går det jämförelsevis snabbt att öka utbudet då efterfrågan stiger, men inom andra branscher är det betydligt svårare att snabbt öka volymerna. Produktionen av just halvledare är högt specialiserad och kapitalintensiv och endast ett fåtal bolag har tillgång till den know-how som krävs. Bristen på halvledare har skapat stora bekymmer bland annat inom fordonsindustrin och flera av världens största biltillverkare har den senaste tiden tvingats till tillfälliga stopp i produktionen. I prognosen antas att utbudsstörningarna är av övergående natur och att världshandeln med varor fortsätter att växa i år och under kommande år. Osäkerheten om hur länge utbudsstörningarna påverkar den globala ekonomin är emellertid stor.

Diagram 25. Världshandelsvolym och global industriproduktion

Index, 2019 kv4 = 100



Anm. Världshandeln avser handel med varor.

Källa: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

De senaste månaderna har priserna på flera råvaror stabiliserats. Oljepriset har fallit tillbaka något sedan slutet på juli och ett fat olja kostar nu runt 75 dollar. I juli kom länderna i OPEC+ överens om att öka produktionen för att möta en ökande efterfrågan, och dessutom kan oro för smittläget ha lett till att förväntningar om den framtida efterfrågan har dämpats. Terminspriserna indikerar att oljepriset de kommande åren förväntas falla till en nivå strax över 60 dollar per fat. Priserna på andra råvaror, som industrimetaller och livsmedel, steg kraftigt i våras och ligger nu på en högre nivå än före pandemin. De senaste månaderna har dock priserna på flera industrimetaller stabiliserats, och världsmarknadspriset på järnmalm har sjunkit kraftigt på grund av minskad stålproduktion i Kina (se diagram 26).

Konsumtionen av tjänster driver den fortsatta återhämtningen

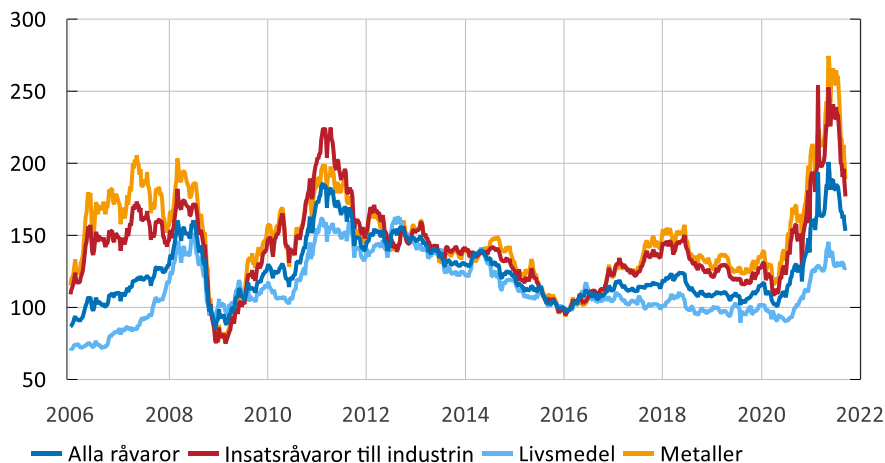
Återhämtningen i Sveriges handelsviktade omvärld (KIX) stannade upp i slutet av 2020 och början av 2021, då smittspridningen var hög och begränsningsåtgärderna i flera länder var strama. Men tillväxten har tagit fart igen och under andra kvartalet steg

KIX-viktad BNP med 1,8 procent, säsongrensad och jämfört med första kvartalet, vilket var något mer än vad som antogs i den penningpolitiska rapporten i juli. I den nu aktuella prognosen har tillväxten för det innevarande kvartalet skrivits ned men Riksbanken bedömer alltjämt att tillväxten kommer att vara stark under de kommande åren. BNP i omvärlden väntas nu nå en något högre nivå 2024, jämfört med vad som antogs vid tiden för det penningpolitiska mötet i juni. Lättnader i restriktioner och minskad oro för smittspridning innebär att konsumtionen av tjänster växer i en snabbare takt än vanligt de kommande åren. Den ökade aktiviteten i tjänstebranscherna medför i sin tur att investeringarna ökar och att efterfrågan på varor stiger. I prognosen antas att penningpolitiken i omvärlden fortsätter att vara expansiv och att de omfattande finanspolitiska stimulanserna avvecklas gradvis. BNP i omvärlden (KIX) bedöms växa med nästan 5,5 procent i år och med drygt fyra procent nästa år. Med tiden blir hushållens konsumtionsmönster alltmer likt det som rådde före pandemin och tillväxten sjunker därför gradvis under prognosperioden. 2023 väntas BNP i omvärlden öka med knappt 2,5 procent.

Snabbt stigande efterfrågan, utbudsbegränsningar och logistikproblem har lett till att konsumentpriserna nu ökar snabbt i USA. Även i euroområdet har inflationen stigit på sistone. Inflationen i Sveriges handelsviktade omvärld (KIX) väntas i år stiga till 2,3 procent, från 1,1 procent i fjol. Men i prognosen antas att man så småningom får bukt med de flesta av de utbudsproblem som nu driver upp inflationen och att inflationen i omvärlden under 2022 och 2023 uppgår till 2,1 respektive 1,9 procent.

Diagram 26. Råvarupriser i amerikanska dollar

Index, 2015 vecka 52 = 100



Källa: The Economist.

Återhämtningen fortsätter i euroområdet

Under det andra kvartalet växte BNP i euroområdet med 2,2 procent, säsongrensad och jämfört med första kvartalet (se diagram 27). Tillväxten drevs främst av hushållens konsumtion, som ökade med 3,7 procent. I Tyskland, Frankrike och Italien har återhämtningen nu kommit ganska långt och BNP närmar sig de nivåer som rådde

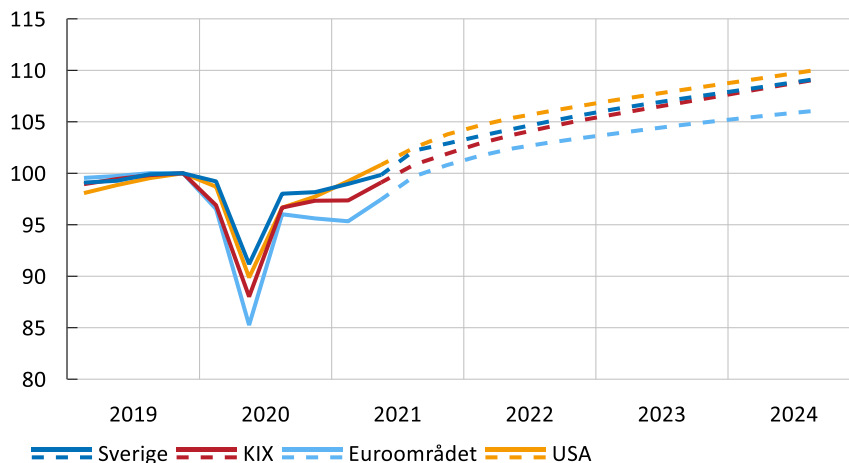
före pandemin. Men i Spanien, vars näringsliv är mer beroende av internationell turism, är BNP fortfarande nästan 7 procent lägre jämfört med nivån i det fjärde kvartalet 2019. Under sommaren har spridningen av coronaviruset ökat i de flesta länder, men antalet nya smittade är lågt jämfört med de toppar som uppmätts tidigare och i flera länder har antalet nya fall åter börjat sjunka. Vaccinationsprocessen fortskrider och hittills har uppgången i antalet inlagda för intensivvård och antalet döda varit förhållandevis begränsad. I flera länder använder myndigheterna nu vaccinationspass i syfte att lätta på restriktionerna för den majoritet av invånarna som är fullt vaccinerad.

Efterfrågan på arbetskraft har stigit snabbt och i juli sjönk arbetslösheten i euroområdet till 7,6 procent (se diagram 28), vilket innebär att arbetslösheten nu är en procentenhet lägre än för ett år sedan. Korttidspermitteringarna har också minskat och inom vissa branscher uppger en hel del företag att det är svårt att hitta lämpliga personer att anställa.

Än så länge syns få tecken på att sommarens ökade smittspridning skulle ha försämrat tillväxutsikterna. I juli sjönk visserligen omsättningen i detaljhandeln med 2,3 procent jämfört med juni, men mer högfrekvent data indikerar att hushållens samlade konsumtion fortsatte att växa. Förtroendet är högt både bland hushåll och företag. Hushållens sparkvot steg påtagligt under pandemins mest akuta fas eftersom hushållen då drog ner på konsumtionen betydligt mer än vad inkomsterna föll. Det högre sparatet innebär goda förutsättningar för en fortsatt uppgång i hushållens konsumtion. Högre efterfrågan väntas i sin tur bidra till en fortsatt förbättring på arbetsmarknaden och till att hushållens inkomster fortsätter att öka.

Diagram 27. BNP i Sverige och omvärlden

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data

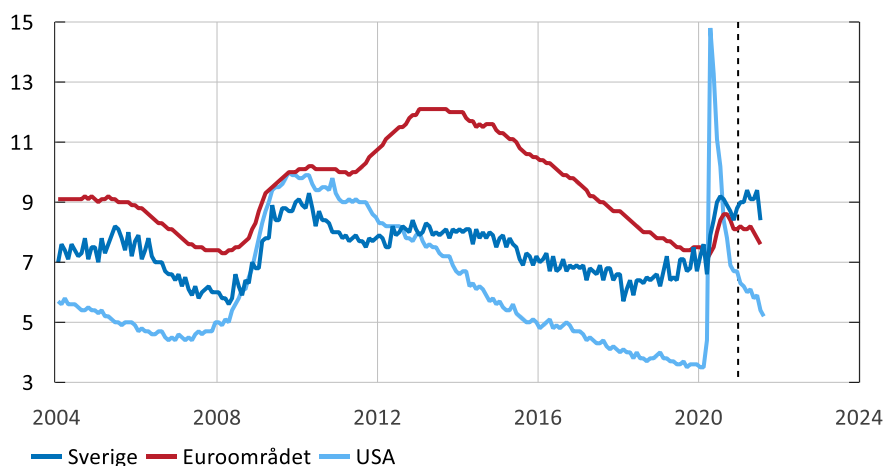


Anm. KIX är en sammanvägning av 32 länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

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

Diagram 28. Arbetslöshet i Sverige, euroområdet och USA

Procent av arbetskraften, säsongrensade data



Anm. För euroområdet och Sverige avses 15–74 år och för USA 16 år och äldre. Vertikal linje markerar tidpunkten för omläggningen av arbetsmarknadsstatistiken inom EU.

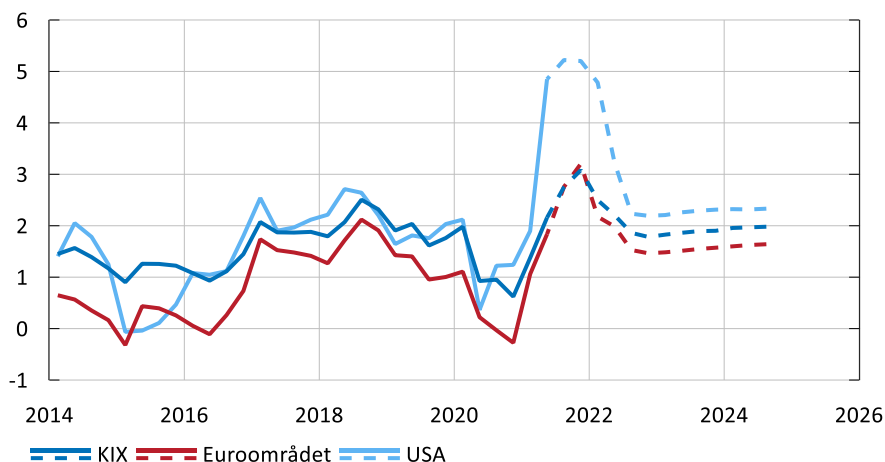
Källor: Eurostat, SCB och U.S. Bureau of Labor Statistics.

Sammantaget bedöms BNP i euroområdet stiga med drygt 5 procent i år och med cirka 4,5 procent nästa år, efter ett fall på mer än 6 procent i fjol. Den ökade aktiviteten förklaras till stor del av att rörligheten i samhället ökar då restriktionerna lättas och oron för smitta avtar. Konsumtionen och investeringarna växer därför i en jämförelsevis snabb takt i år och nästa år. De positiva effekterna på tillväxten avtar successivt och 2023 sjunker BNP-tillväxten till knappt 2 procent. Återhämtningen stöds av en expansiv penningpolitik och av EU:s gemensamma finanspolitiska satsning, ”Next Generation EU”. De omfattande finanspolitiska stödåtgärder som i fjol och i år sattes in av de enskilda länderna i euroområdet kommer framöver att avvecklas. Exempelvis väntas många företag, som under krisen fått hjälp med krediter och anstånd med skattebetalningar, att börja betala av sina skulder. I prognosen antas att åtgärderna avvecklas gradvis, på ett sätt som inte äventyrar återhämtningen.

I augusti steg HIKP-inflationen till 3,0 procent, från 2,2 procent i juli. Uppgången förklaras delvis av snabba prisuppgångar på energi och högre livsmedelspriser. Men i augusti skedde en markant uppgång även i den underliggande inflationen. Den årliga ökningstakten i HIKP exklusive energi, livsmedel, alkohol och tobak steg då till 1,6 procent, vilket ska jämföras med en ökningstakt i juli på 0,7 procent. Flera tillfälliga faktorer bidrar till att inflationen i euroområdet nu är högre än den varit på flera år. Det handlar bland annat om en tidigare momshöjning i Tyskland och om att många företag för ett år sedan, på grund av smittspridning och tidigare nedstängningar, var mycket försiktiga med att höja sina priser. I prognosen dämpas den månatliga prisökningstakten under hösten och den underliggande inflationen bedöms i år uppgå till 1,3 procent. De kommande åren sker sedan en gradvis uppgång då den fortsatta återhämtningen bidrar till att löner och andra kostnader stiger. Den underliggande inflationen väntas 2023 uppgå till 1,5 procent. HIKP väntas stiga med 2,2 procent i år, knappt 2 procent nästa år och med cirka 1,5 procent 2023 (se diagram 29).

Diagram 29. Konsumentpriser i olika länder och regioner

Årlig procentuell förändring



Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

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

Tecken på att tillväxten mattas av i USA

I flera delstater i USA är ännu mindre än hälften av befolkningen fullt vaccinerad. Deltavariantens spridning har lett till många allvarliga sjukdomsfall och till att flera sjukhus haft svårt att hantera det stora inflödet av nya patienter. Antalet covid-19-patienter i intensivvård har under sensommaren stigit till nivåer som är jämförbara med de som rådde kring årsskiftet, under pandemins andra våg (se diagram 23). Smittspridningen tycks nu dämpa både hushållens efterfrågan och företagets framtidstro.

Under andra kvartalet steg dock hushållens konsumtion i en jämförelsevis snabb takt, delvis som en följd av de direkta kontantstöd som den federala regeringen betalade ut i mars. BNP steg med 1,6 procent mellan första och andra kvartalet, vilket var något mindre än i Riksbankens prognos från juli. Tillväxten hämmades något av komponentbrist och långa leveranstider inom tillverkningsindustrin. Dessa problem, i kombination med att företagets lager börjar tömmas, indikerar att man fortsatt kommer att ha svårt att möta efterfrågan. Industriproduktionen har annars återhämtat sig väl sedan fallet i april förra året.

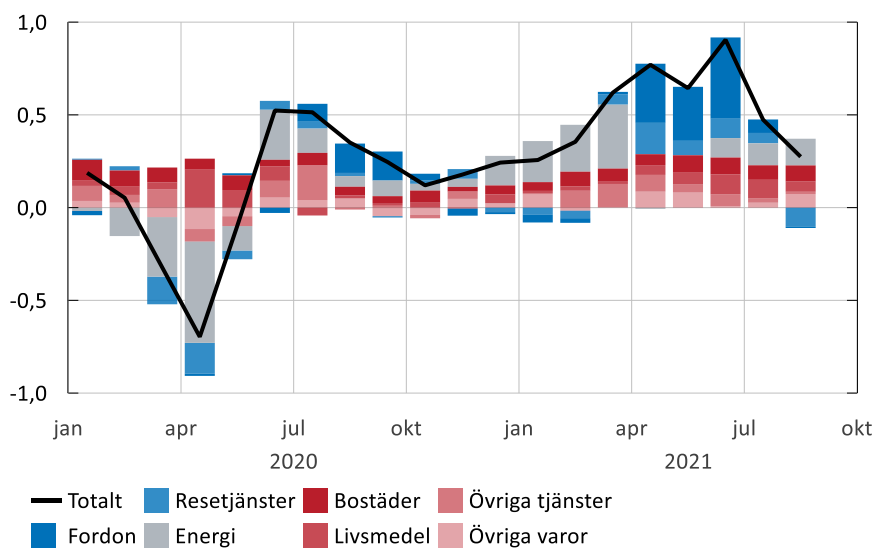
Efterfrågan på arbetskraft har stigit kraftigt i USA sedan våren 2020, då många arbetstillfällen inom tjänstebranscherna försvann och arbetslösheten steg till nästan 15 procent. Arbetslösheten har fortsatt sjunka och uppgick till 5,2 procent i augusti (se diagram 28). Detta beror till största del på att antalet sysselsatta ökade betydligt. Men under krisen har många personer i arbetsför ålder valt att lämna arbetskraften, något som också bidragit till att det nu är färre personer som söker jobb. Att arbetskraftsdeltagandet är lågt beror exempelvis på alltför tidiga pensionsavgångar, på rädsla för viruset och på att många föräldrar varit hemma med sina barn när skolorna varit stängda. Trots att sysselsättningsgraden har ökat under återhämtningen, från 51,3 procent i april förra året till drygt 58,5 procent i augusti i år, är den fortfarande ett par

procentenheter lägre än före krisen. Antalet sysselsatta väntas visserligen fortsätta att öka de kommande åren, men ökningen riskerar att dämpas eftersom det blir allt svårare att matcha jobbsökande med vakanser.

Det finanspolitiska stimulanspaket som godkändes av kongressen i mars bidrar nu till att höja tillväxten. Stimulanserna kommer att få positiva effekter på BNP även 2022 och 2023. Men inriktningen på amerikansk finanspolitik håller nu på att ändras, med färre inslag av stabiliseringspolitiska åtgärder och mer fokus på investeringar och på reformer av socialförsäkringssystemen. Ett exempel är den partiöverskridande uppgörelse som under sommaren nåtts i senaten och som väntas leda till en betydande ökning av de federala anslagen till infrastrukturinvesteringar. Paketet bidrar i viss mån till att stärka tillväxtutsikterna för de kommande åren, men satsningarna sprids över många år och finansieras i betydande utsträckning av intäktsökningar. Förändringarna väntas sammantaget innebära att den offentliga sektorns konjunkturjusterade sparande ökar från och med nästa år, om än från låga nivåer. Amerikansk BNP-tillväxt väntas i år uppgå till drygt 6 procent för att sedan växla ned till 4 procent 2022 och 2 procent 2023 (se diagram 27). Prognosen är dock osäker, bland annat på grund av de förhandlingar om nya reformer och skattehöjningar som nu pågår i den amerikanska huvudstaden.¹⁰

Diagram 30. Konsumentpriser i USA

Månatlig förändring, procent. Säsongsrensade data



Anm. Heldragen svart linje visar den procentuella, månatliga ökningstakten i KPI. Staplarna visar bidragen till prisökningstakten från olika kategorier av produkter i KPI. Priser särskilt påverkade av coronapandemin är markerade i blå nyans.

Källor: U.S. Bureau of Labor Statistics och Riksbanken.

¹⁰ Med utgångspunkt i president Bidens American Jobs and Families Plan utarbetar demokraterna i kongressen nu ett förslag om ytterligare betydande, federala utgiftsökningar. Ännu är det oklart exakt hur stora utgiftsökningar som föreslås och i vilken utsträckning de planeras att mötas med högre skatter och andra intäktsökningar. Genomförandet förväntas ske över en period om cirka tio år.

KPI-inflationen har ökat påtagligt i USA under våren och uppgick i både juni och juli till 5,4 procent (se diagram 29). Det är den högsta ökningstakten i KPI som uppmätts sedan augusti 2008. I augusti var KPI-inflationen 5,3 procent och den underliggande inflationen, mätt med KPI exklusive energi och livsmedel, uppgick till 4 procent.

I takt med att ekonomin åter öppnas upp har efterfrågan stigit inom flera av de tjänstenäringar som drabbades hårdast i fjol, som hotell och flyg. Kraftiga prishöjningar på begagnade bilar har bidragit till att även varuinflationen har stigit (se diagram 30). Den höga efterfrågan på begagnade bilar kommer delvis från hyrbilsfirmor, som minskade sina bilflottor i krisens mest akuta skede men som nu har behövt öka dem igen. Men marknaden för begagnade bilar påverkas även av bristen på halvledare, som lett till störningar i produktionen av nya bilar.

I KPI-utfallen för juli och augusti finns tecken på att inflationen nu har börjat mattas av. I augusti föll priserna på just begagnade bilar, jämfört med nivån i juli, och det samma gäller priserna på resor (diagram 30). Men även om de senaste månadernas ovanligt snabba prisökningar bedöms vara övergående har det under våren och sommaren också förekommit vissa uppgångar i kostnadsökningen för boende och i prisökningstakten på andra varor än begagnade bilar. Riksbanken bedömer att KPI-inflationen i USA blir 4,3 procent i år, för att därefter falla tillbaka och uppgå till strax över 2 procent i slutet av prognosperioden (se diagram 29).

Snabb smittspridning hämmar återhämtningen i framväxande ekonomier

I delar av Latinamerika och Asien sprids coronaviruset nu mycket snabbt. En bidragande orsak är att relativt få individer i dessa världsdelar har vaccinerats mot covid-19 (se diagram 1 i kapitel 1). I de flesta framväxande ekonomier har de ekonomisk-politiska stimulanserna också varit betydligt mer begränsade än i ekonomiskt mer utvecklade länder. Detta innebär sammantaget att den globala ekonomiska återhämtningen blir ojämn och att det i många länder tar tid innan produktionen närmar sig de trender som prognostiserades före pandemins utbrott.

Den kinesiska ekonomin har återhämtat sig snabbt och under andra kvartalet i år var BNP cirka nio procent högre än före pandemin. BNP steg med drygt 1,5 procent mellan första och andra kvartalet, vilket var starkare än väntat. Tillväxten väntas emellertid sjunka gradvis de kommande åren och det finns tecken på att en inbromsning sker redan under innevarande kvartal. Ökningstakten i både industriproduktionen och detaljhandelsförsäljningen har sjunkit. Nedgången beror delvis på att smittspridningen ökat och på översvämningar. Importen av olika råvaror har också dämpats de senaste månaderna och kreditillväxten har sjunkit, om än från en hög nivå. En åtstramning av finanspolitiken väntas bromsa investeringstillväxten, som hittills har varit dragloket i den kinesiska ekonomins återhämtning. BNP-tillväxten bedöms bli omkring nio procent i år och strax under 6 procent under de två kommande åren, vilket är i linje med den kinesiska regeringens tillväxtmål. På senare tid har likviditetsproblem i ett av Kinas största fastighetsbolag bidragit till en svagare börsutveckling. Det finns en risk att detta får spridningseffekter till andra delar av ekonomin och att tillväxten därmed skulle bli lägre än i Riksbankens prognos.

3.2 Hög tillväxt i Sverige

Snabb tillväxt när restriktionerna lättas

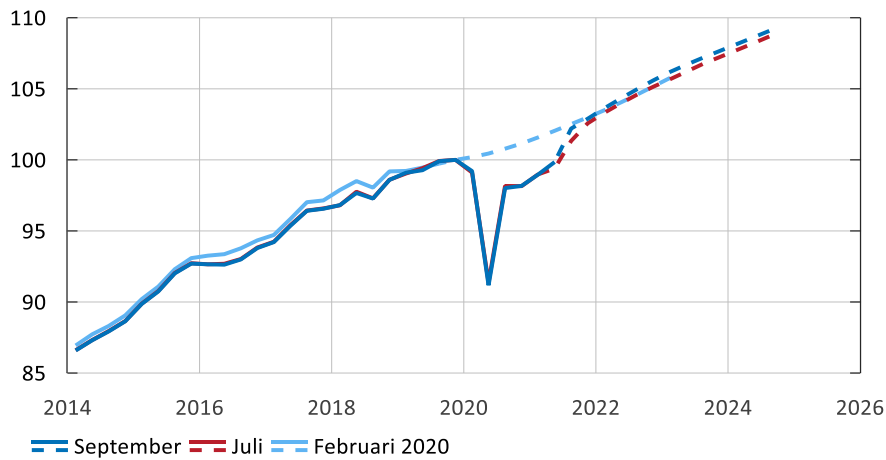
Tillväxten är hög i den svenska ekonomin. Många företag, inte minst inom besöksnäringen och butikshandeln, har drabbats hårt av pandemin och det är också främst inom dessa sektorer återhämtningen har skett de senaste månaderna. Låg smittspridning, stigande vaccinationsgrad och borttagandet av nationella restriktioner är viktiga förklaringar till att efterfrågan stigit under sommaren. Dessa omständigheter är även viktiga förutsättningar för att den höga efterfrågan består framöver. Vissa restriktioner för till exempel utlandsresor finns kvar men de bedöms ha små effekter på ekonomin, även om de kan vara kännbara för enskilda aktörer i ekonomin.

Finanspolitiken fortsätter att stötta ekonomin. För att motverka och lindra de ekonomiska konsekvenserna av pandemin har regeringen satt in omfattande finanspolitiska åtgärder. Under fjolåret vidtogs flera tillfälliga åtgärder för att begränsa smittspridning, öka resurserna i vården och motverka stigande arbetslöshet. Åtgärderna för 2021 och 2022 inriktas i större utsträckning på återstart av ekonomin. I år bedöms kostnaden för de statliga åtgärderna uppgå till cirka 190 miljarder kronor. Under kommande år väntas ytterligare åtgärder. Regeringens budget för 2022 väntas innehålla ofinansierade åtgärder för 74 miljarder kronor. Prognosen för den ekonomiska utvecklingen bygger på att Riksdagen antar en budget som innehåller åtgärder i motsvarande storleksordning. Tillsammans med åtgärderna som presenterades i budgetpropositionen för i år innebär det fortsatta finanspolitiska stimulansåtgärder, även om kostnaderna för åtgärderna väntas bli mindre omfattande nästa år än i år och förra året.

BNP ökade med 0,9 procent andra kvartalet 2021, säsongrensat och jämfört med första kvartalet, och tillväxten drevs framför allt av ökande konsumtion och investeringar. Tillväxten beräknas ha tagit fart ytterligare under tredje kvartalet då BNP bedöms öka med 2,4 procent i kvartalstakt. Detta stöds av SCB:s månatliga BNP-indikator, som tyder på hög tillväxt de senaste månaderna. Under loppet av andra halvåret väntas tillväxten gradvis dämpas i takt med att bortfallen i konsumtionen och investeringarna som följde i spåren av pandemin hämtats igen (se diagram 32).

Diagram 31. BNP i Sverige

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



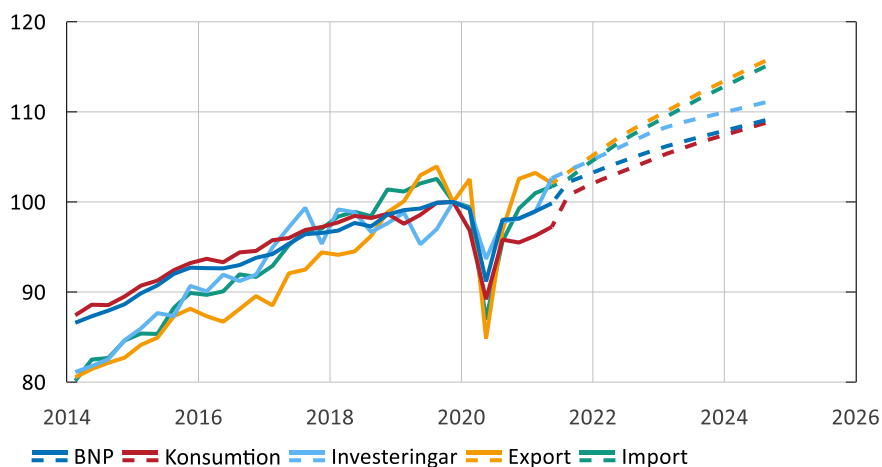
Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

I pandemins inledande skede drabbades i princip alla delar av ekonomin och såväl den inhemska efterfrågan som exporten föll kraftigt (se diagram 32). Under andra kvartalet i år var det framför allt delar av hushållens konsumtion, till exempel konsumtionen av hotell- och restaurangtjänster samt kläder och skor, som fortfarande inte hade återhämtat fallet under 2020.

Diagram 32. BNP, konsumtion, investeringar, export och import

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



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

Källor: SCB och Riksbanken.

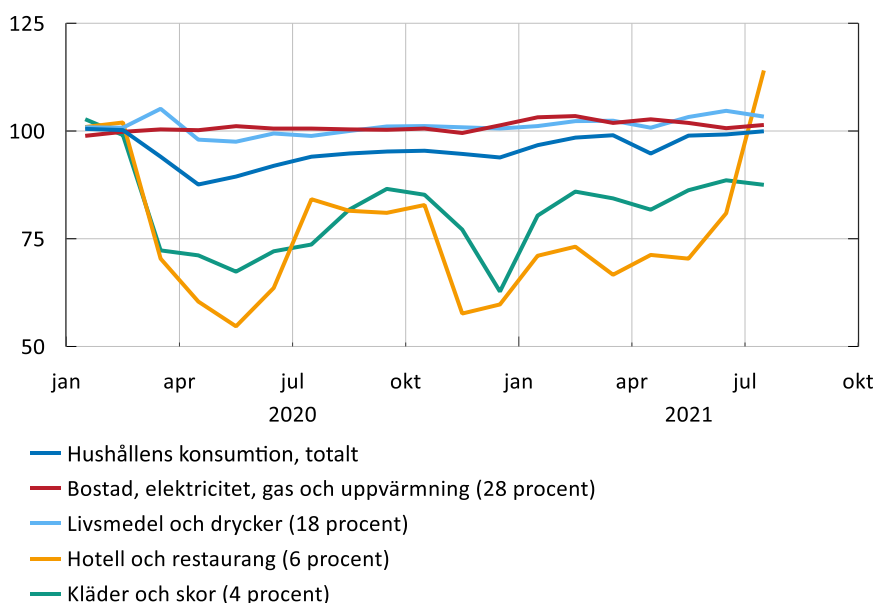
Konsumtionen har ökat snabbt sedan i våras och enligt SCB:s månatliga konsumtionsindikator var hushållens konsumtion i juli 2021 tillbaka på nivån före pandemin (se diagram 33). Inom den hårt pandemidrabbade hotell- och restaurangbranschen var till-

växten särskilt hög under sommaren. I juli ökade konsumtionen på hotell och restauranger i Sverige mycket snabbt och var 40 procent högre än månaden före och 14 procent högre än före pandemin enligt säsongsrensad statistik (se diagram 33). Den snabba uppgången i juli hänger till stor del samman med låg smittspridning, stigande vaccinationsgrad och slopandet av restriktioner som gjort det möjligt för hushållen att ta igen en del av den konsumtion som skjutits upp under pandemin. Därutöver bedöms det vackra vädret och att många svenskar semestrade i Sverige ha bidragit till att tillfälligt lyfta efterfrågan i juli. Statistik över korttransaktioner från Swedbank tyder på att konsumtionen av hotell- och restaurangtjänster har varit något lägre i augusti och september.

Vissa delar av konsumtionen är fortsatt dämpad jämfört med före pandemin, till exempel kläder och skor och transporttjänster. Inom dessa branscher väntas återhämtningen fortsätta under andra halvåret i takt med att människors beteende gradvis återgår till hur det var innan pandemin, till exempel när de gradvis återgår till sina arbetsplatser. Samtidigt väntas konsumtionen av en del produkter som varit ovanligt hög under pandemin, såsom vitvaror, hemelektronik och fritidsartiklar dämpas något.

Sammantaget väntas hushållens konsumtion öka i snabb takt tredje kvartalet. Utöver indikatorer på hushållens konsumtion stöds detta även av att företagen inom till exempel detaljhandeln och besöksnäringen är mer optimistiska än normalt.

Diagram 33. Hushållens totala konsumtion samt några utvalda undergrupper
Index, 2019 kv4 = 100, säsongsrensade data



Anm. Inom parentes anges undergruppernas andel av hushållens totala konsumtionsutgifter (exklusive utlandsposter) under 2020.

Källa: SCB.

Hushållen har också sparat mycket under pandemin, eftersom deras inkomster har ökat snabbare än deras konsumtion när det inte har varit möjligt att konsumera vissa

tjänster. Hushållens konsumtion väntas öka snabbare än inkomsterna den närmaste tiden och sparandet minskar. Sett till utvecklingen från månad till månad bedöms dock tillväxttoppen ligga bakom oss och konsumtionen väntas öka i en mer historiskt normal takt framöver.

Exporten och industriproduktionen har vuxit snabbt

Företag inom näringslivet är optimistiska om både läget idag och utvecklingen de kommande månaderna. Inom den exportberoende tillverkningsindustrin är till exempel produktionsförväntningarna och orderingången fortsatt högre än normalt, enligt Konjunkturbarometern. Detta signalerar att exporten och industriproduktionen kommer att utvecklas starkt den närmaste tiden. Samtidigt är båda redan tillbaka på normala nivåer efter en brant uppgång under andra halvåret 2020 och det finns inget uppenbart pandemirelaterat bortfall kvar att hämta igen, vilket avspeglas i att exportorderingången enligt inköpschefsindex har dämpats från en hög till en mer normal nivå. Exporten och industriproduktionen väntas därmed inte växa lika snabbt framöver som de gjorde i slutet av fjolåret, även om de dock samtidigt gynnas av att den globala ekonomiska aktiviteten ökar (se diagram 34).

Det finns flera rapporter om att delar av industriproduktionen och exporten, framför allt inom fordonsindustrin, dämpas av brist på halvledare. Under 2020 berodde bristen på att tillverkningen stängdes ner på olika håll till följd av pandemin. Idag beror den snarare på en kombination av hög efterfrågan och mer bestående begränsningar i produktionskapaciteten. Utan dessa begränsningar hade både exporten och industriproduktionen vuxit snabbare den närmaste tiden.

Diagram 34. Export och svensk exportmarknad

Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Anm. Svensk exportmarknad avser att mäta importefterfrågan i de länder som Sverige exporterar till. Den beräknas genom en sammanvägning av importen i de länder som inkluderas i KIX och täcker cirka 85 procent av den totala svenska exportmarknaden. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken.

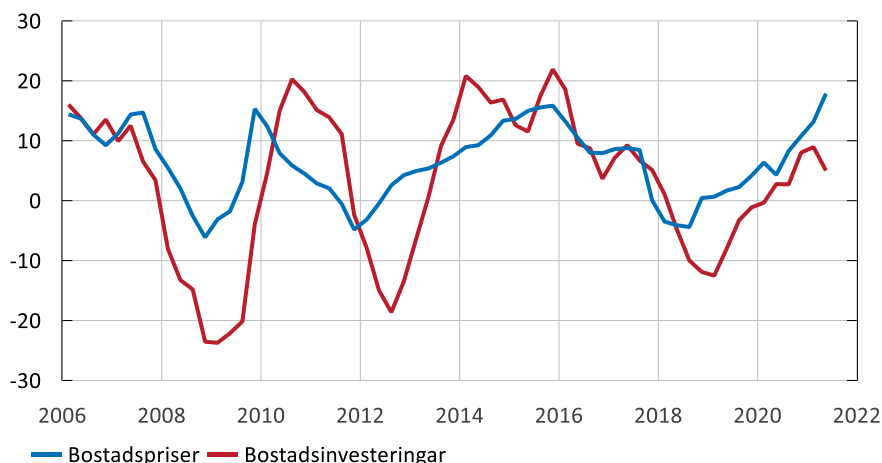
Ökad produktion och höga bostadspriser bidrar till stigande investeringar

Investeringarna i näringslivet exklusive bostäder är tillbaka på ungefär samma nivå som före pandemin. Företagen lär dock även framöver behöva komma ikapp med sina investeringar efter pandemin, då en del investeringar sköts på framtiden. Detta, tillsammans med stigande produktion och optimism bland företagen, gör att företagens investeringar fortsätter att öka i god takt. Företagen uppger samtidigt att de har god tillgång till krediter med låg ränta. Ökningstakten dämpas dock gradvis under prognosperioden, när företagen har genomfört större delen av de investeringar som sköts på framtiden under pandemin samtidigt som tillväxten i produktionen avtar.

Bostadsmarknaden har utvecklats starkt under pandemin. Hög efterfrågan på boende har bidragit till att både bostadspriserna och bostadsinvesteringarna stigit snabbt (se diagram 35). Det finns nu tecken på att prisuppgången planar ut men det sker på en hög nivå, vilket talar för att bostadsbyggandet kommer att vara fortsatt lönsamt och fortsatt högt. Prognosen för bostadspriser och bostadsbyggande utgår från bedömningen att efterfrågan på bostäder kommer att vara fortsatt hög de närmaste åren.¹¹

Diagram 35. Bostadspriser och bostadsinvesteringar i Sverige

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Valueguard.

Stark återhämtning i sysselsättningen

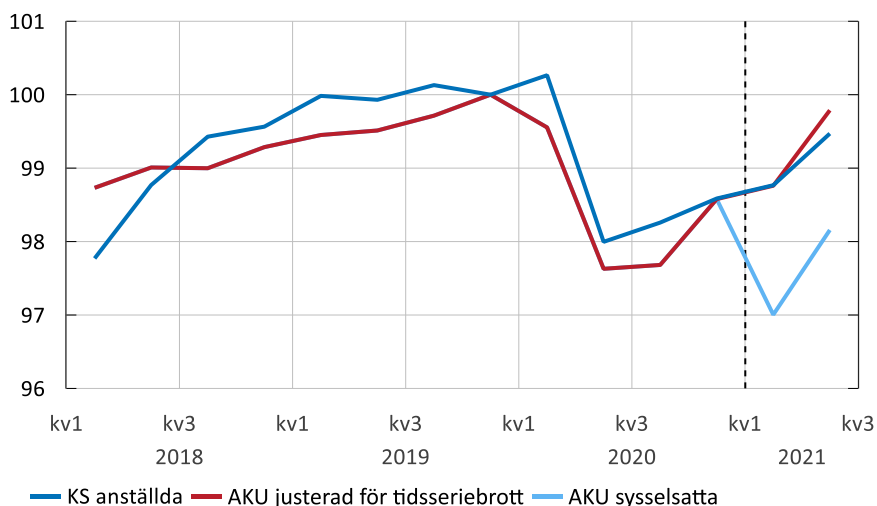
Utvecklingen på arbetsmarknaden sedan årsskiftet är svårtolkad eftersom Arbetskraftsundersökningen (AKU) nu använder nya beräkningsmetoder. Den samlade bilden från både AKU och den kortperiodiska sysselsättningsstatistiken (KS) är dock att sysselsättningen ökade starkt under andra kvartalet (se diagram 36). Den ökade framför allt bland visstidsanställda. En del av det kraftiga fallet på drygt 80 000 visstidsanställda under pandemins inledning har därmed återhämtats. Stora bidrag till sysselsättningsutvecklingen inom näringslivet det andra kvartalet kom från branscherna

¹¹ Se diskussion i fördjupningen "Stark bostadsmarknad trots coronakris" i *Penningpolitisk rapport*, april 2021, Sveriges riksbank.

vård och omsorg och hotell och restaurang. Även i juli steg sysselsättningen i snabb takt enligt AKU, och återhämtningen bland visstidsanställda fortsatte.

Diagram 36. Olika mått på sysselsättning

Index, 2019 kv4=100, säsongrensade data



Anm. KS står för kortperiodisk sysselsättningsstatistik och den är säsongrensad av Riksbanken. I AKU-serien justerad för tidsseriebrott har SCB justerat för den uppskattade effekten av förändringen av sysselsättningsdefinitionen. Man har använt RAMS som tidigare användes som hjälpinformation istället för AGI samt korrigerat för förändringar i målpopulationen. Dessa justeringar är inte heltäckande, till exempel har inte justeringar för förändringar i arbetslöshetsfrågan kunnat göras. Vertikal linje markerar tidpunkten för omläggningen av arbetsmarknadsstatistiken (AKU).

Källor: SCB och Riksbanken.

Efter att ha fallit kraftigt under pandemins inledning har antalet arbetade timmar successivt stigit. De har stigit snabbare än antalet sysselsatta, vilket främst förklaras av att många arbetsgivare avslutat sina korttidspermitteringar och att sjukfrånvaron till följd av covid-19 har minskat. Enligt Tillväxtverket omfattades cirka 600 000 personer av korttidspermittering någon gång under 2020. Riksbanken bedömer, givet hittills inkomna ansökningar, att antalet korttidspermitterade minskat i år och att de uppgick till i genomsnitt cirka 80 000 under andra kvartalet. Det förstärkta stödet för korttidspermitteringar som infördes till följd av pandemin upphör i september. Därefter gäller det ordinarie systemet som är betydligt mindre generöst. Antalet permitterade anställda väntas fortsätta minska avsevärt till slutet av året.

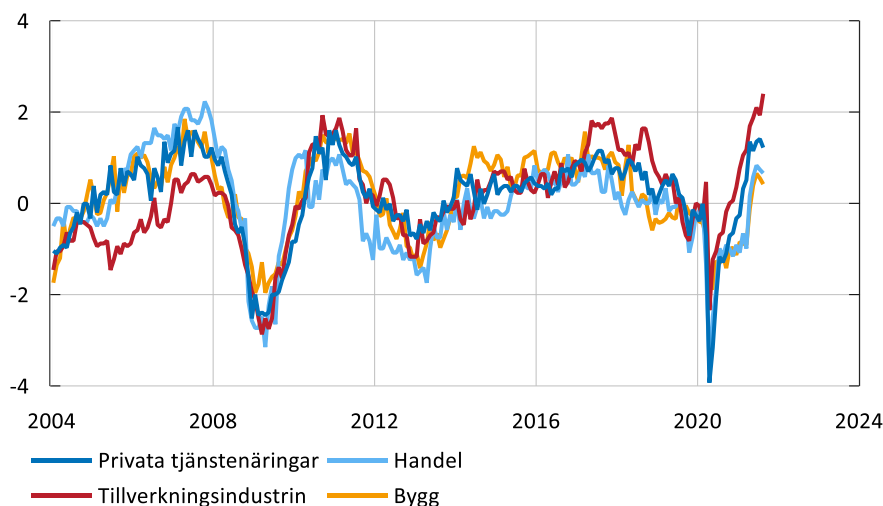
Fortsatt hög efterfrågan på arbetskraft kommande månader

Anställningsplanerna inom näringslivet enligt Konjunkturbarometern är mer optimistiska än normalt och tyder på att sysselsättningen kommer att öka i många branscher de närmaste månaderna (se diagram 37). Bland annat pekar anställningsplanerna inom hotell- och restaurangbranschen på att de planerar att fortsätta att anställa personal i snabb takt. Även nyanmälda lediga platser enligt Arbetsförmedlingen och anta-

let lediga jobb enligt SCB har ökat mycket samtidigt som varslen är på mycket låga nivåer. Sammantaget tyder indikatorerna på en stark efterfrågan på arbetskraft, och sysselsättningen bedöms därför öka förhållandevis snabbt under andra halvåret 2021.

Diagram 37. Anställningsplaner i olika branscher

Standardavvikelser, säsongrensade netttotal



Anm. Serierna är normaliserade så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1 sedan 2002.

Källa: Konjunkturinstitutet.

Splittrad bild av utvecklingen i arbetslösheten den senaste tiden

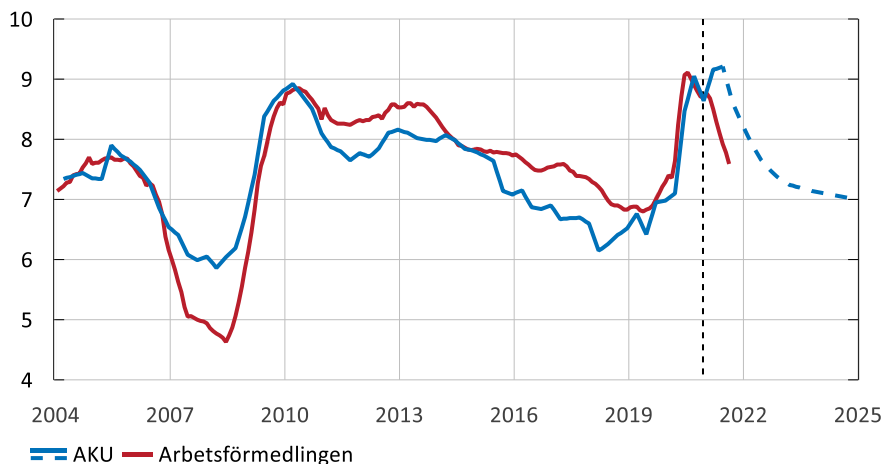
Enligt Arbetsförmedlingens statistik har arbetslösheten sjunkit tillbaka sedan toppnoteringen förra sommaren och uppgick i augusti till 7,6 procent. Enligt AKU har arbetslösheten däremot legat kvar på en högre nivå under inledningen av 2021 och uppgick till 8,4 procent i juli. Olika mätmetoder och täckning förklarar en stor del av skillnaden då AKU i högre utsträckning fångar unga som inte är inskrivna på Arbetsförmedlingen. Bland unga i åldern 15–24 år, som i större utsträckning arbetar i pandemidrabbade branscher såsom hotell och restaurang, är arbetslösheten fortfarande förhöjd. Sedan början av året har samtidigt antalet i arbetskraften som nu söker arbete ökat oväntat mycket enligt AKU. En del av den uppmätta uppgången bedöms bero på nya beräkningsmetoder i AKU.¹² I takt med att den ekonomiska återhämtningen fortskrider vän-

¹² Från och med januari 2021 frågar AKU "har du sökt eller försökt hitta ett arbete de senaste 4 veckorna?". Tidigare ställdes frågan "har du sökt arbete de senaste 4 veckorna?". Förändringen gör att begreppet blir bredare. Om respondenten svarar ja på frågan ställdes tidigare en öppen fråga om hur de har sökt jobb. Idag frågar intervjuaren i stället om konkreta söksätt, till exempel om man har läst annonser, uppdaterat sitt CV på nätet eller frågat vänner och bekanta om lediga arbeten. Även ordningen på frågorna i enkäten har ändrats. Sammantaget bedömer Riksbanken att detta ökat den potentiella arbetskraften och höjt den långsiktigt hållbara arbetslösheten såsom den mäts enligt AKU. Storleken på effekten är dock svår att bedöma. Se även diskussion i fördjupningen "AKU-omläggningen och Riksbankens arbetsmarknadsbedömning" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2021, Sveriges riksbank.

tas dock sysselsättningen stiga snabbare än arbetskraften och arbetslösheten falla tillbaka. I slutet av prognosperioden väntas arbetslösheten vara 7 procent (se diagram 38).

Diagram 38. Arbetslöshet enligt AKU och Arbetsförmedlingen

Procent av arbetskraften, 15–74 respektive 16–64 år, säsongrensade data



Anm. Arbetslösa enligt Arbetsförmedlingen avser öppet arbetslösa samt deltagare i arbetsmarknadspolitiska program. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos. Vertikal linje markerar tidpunkten för omläggningen av arbetsmarknadsstatistiken (AKU).

Källor: Arbetsförmedlingen, SCB och Riksbanken.

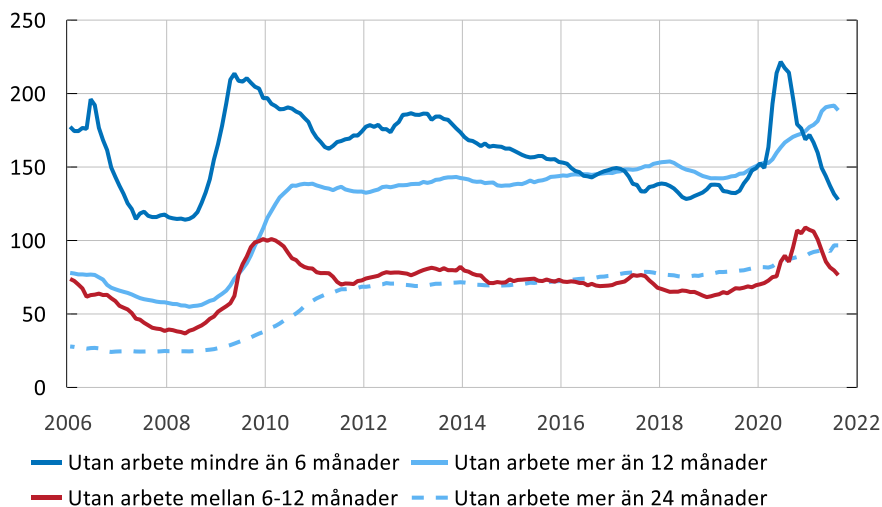
Fler långtidsarbetslösa

Pandemin har fått arbetslösa som varit arbetslösa i mer än 12 månader att öka i snabb takt och de utgör nu en mycket stor andel av de inskrivna arbetslösa. Nedgången i arbetslösheten har enligt Arbetsförmedlingen framför allt skett bland de med kortare arbetslöshetstider, medan antalet personer med arbetslöshetstider längre än 12 månader har fortsatt att stiga (se diagram 39).

Långa perioder i arbetslöshet kan påverka individens kunskaper och förmågor och göra det svårare att hitta ett nytt jobb. Det innebär att den långsiktiga arbetslöshetsnivån riskerar att stiga. Den fortsatta ekonomiska återhämtningen i år och nästa år är därför viktig för den långsiktiga utvecklingen på arbetsmarknaden. I synnerhet är återhämtningen i hotell- och restaurangbranschen viktig, eftersom det är en bransch där många unga och personer som har en svag förankring på arbetsmarknaden får sina första jobb. En del negativa effekter från pandemin antas dock dröja sig kvar även på längre sikt, bland annat för att antalet personer som har varit arbetslösa mer än tolv månader har ökat relativt mycket.

Diagram 39. Arbetslösa inskrivna på Arbetsförmedlingen

Tusental, säsongrensade data



Anm. Säsongrensade av Riksbanken.

Källor: Arbetsförmedlingen och Riksbanken.

Resursutnyttjandet är ungefär normalt

Hur mycket lediga resurser det finns i ekonomin kan inte mätas exakt men är viktigt att veta eftersom det påverkar hur löner och inflation kommer att utvecklas på lite sikt. Riksbanken bedömer därför resursutnyttjandet utifrån en mängd olika indikatorer, och dessa pekar på att resursutnyttjandet har fortsatt att stiga den senaste tiden och att det nu är ungefär normalt.

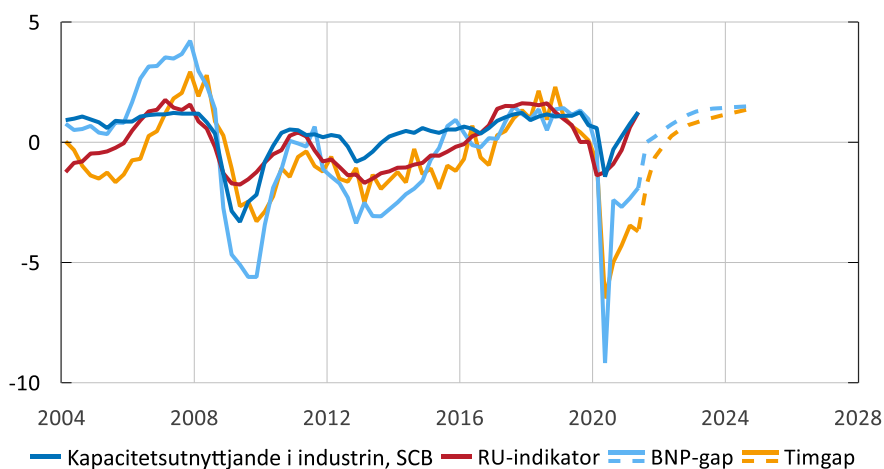
Indikatorer på resursutnyttjandet i ekonomin, som till exempel Riksbankens resursutnyttjandeindikator, olika kapacitetsutnyttjandemått för industrin och indikatorer på brist på arbetskraft har stigit och är högre än historiska genomsnitt. Dessa mått bedöms dock inte fullt ut fånga utvecklingen inom vissa av de delar av tjänstesektorn som varit mest utsatta i den här krisen. I nuläget varierar mängden lediga resurser mellan olika sektorer. Framför allt avspeglas det i att sysselsättningsnivåerna inom vissa tjänstebanscher fortfarande är låga samtidigt som andra redan återhämtat sig.

Riksbanken bedömer att det samlade resursutnyttjandet i svensk ekonomi stiger snabbt under andra halvåret, men att det fortfarande är lägre än normalt inom en del av de branscher som påverkats mest av pandemin. För vissa branscher, exempelvis flygbranschen, väntas effekterna av pandemin bli långvariga.

Krisen har också inneburit att inträdet och återinträdet på arbetsmarknaden försvårats för vissa grupper, bland annat på grund av utdragna arbetslöshetstider. Trots att efterfrågeläget är starkt väntas arbetslösheten därför dröja sig kvar på en förhöjd nivå även under nästa år. Understött av den expansiva ekonomiska politiken väntas resursutnyttjandet fortsätta att stiga och konjunkurläget bedöms vara starkt under kommande år. Detta illustreras i Riksbankens prognoser för BNP- och timgapet (se diagram 40).

Diagram 40. Mått på resursutnyttjandet

Procent respektive standardavvikelser



Anm. Gapen avser BNP:s och antalet arbetade timmars avvikelse från Riksbankens bedömda trender. RU-indikatorn är ett statistiskt mått på resursutnyttjandet. RU-indikatorn och kapacitetsutnyttjandet i industrin är normaliserade så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1 sedan 1996. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Löneökningstakten stiger

Löneökningstakten har stigit under det första halvåret och bedöms i genomsnitt ha uppgått till 2,9 procent enligt konjunkturlönestatistiken, vilket är en uppväxling jämfört med fjolåret då lönerna ökade med i genomsnitt 2,1 procent.

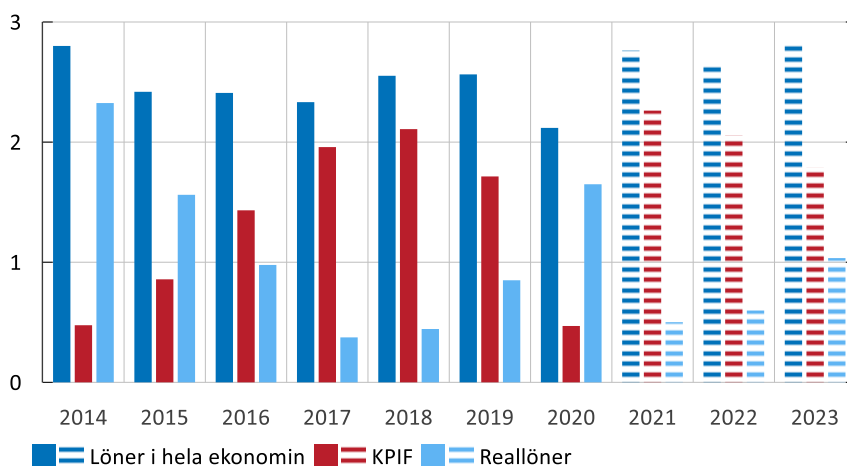
Löneavtalen, som förhandlades fram under slutet av 2020, resulterade i att de centralt avtalade lönerna ökar med i genomsnitt cirka 2 procent årligen fram till och med första kvartalet 2023. Dessutom enades arbetsmarknadens parter om ökade avsättningar till pensioner motsvarande en ökning av arbetskostnaderna med ytterligare ett par tiondelars procentenheter per år.¹³

När avtalen för 2023 och framåt ska förhandlas väntas konjunkturläget vara bättre och arbetslösheten betydligt lägre än när nuvarande avtal slöts. Eftersom även konjunkturen i omvärlden förbättras väntas lönerna i omvärlden öka snabbare, vilket påverkar avtalsförhandlingarna i Sverige. Löneökningstakten stiger därför de närmaste åren. Efter att under 2020 ha uppgått till drygt 2 procent väntas den uppgå till knappt 3 procent de närmaste åren enligt konjunkturlönestatistiken (se diagram 41). Eftersom inflationen stiger under samma period ökar reallönerna, det vill säga löneökning minus inflation, ändå måttligt.

¹³ Den totala löneökningstakten bestäms inte bara av de centralt avtalade lönerna utan även av lokala lönerevisioner. Storleken på dessa påverkas av utbudet av olika kompetenser och efterfrågeläget på arbetsmarknaden.

Diagram 41. Löner, KPIF och reallöner

Årlig procentuell förändring



Anm. Reallönerna är beräknade som differensen mellan löneökningstakten och ökningstakten i KPIF, det vill säga blå stapel minus röd stapel. Heldragna staplar avser utfall, streckade staplar avser Riksbankens prognos. Utfallet för lönerna 2020 är preliminärt.

Källor: SCB, Medlingsinstitutet och Riksbanken.

Kronan väntas vara kvar på dagens nivå de närmaste åren

Den svenska kronan stärktes under fjolåret. Bidragande förklaringar kan vara en hög riskvilja och en stark utveckling på de finansiella marknaderna. Under sommaren har kronan försvagats något.¹⁴ Den reala växelkursen bedöms fortfarande vara något svagare än vad som kan förväntas med tanke på exempelvis svensk produktivitet i relation till omvärldens. I år har växelkursen varit jämförelsevis stabil. I handelsvägda termer väntas kronan ligga kvar på ungefär dagens nivå de närmaste tre åren (se diagram 42).

¹⁴ Se även diskussion i kapitel 2 i denna rapport.

Diagram 42. Nominell växelkurs, KIX

Index, 1992-11-18 = 100



Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt mot valutor i 32 länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken.

Tillfälligt högre inflation det närmaste året

Inflationen var låg under 2020 och uppgick till i genomsnitt 0,5 procent mätt med KPIF. KPIF-inflationen har stigit under 2021 och uppgick i augusti till 2,4 procent, vilket var 1 procentenhet högre än i prognosen från den penningpolitiska rapporten i juli. Drygt halva prognosfelet förklaras av att elpriserna blev högre än väntat. Rensat för energipriserna var KPIF-inflationen lägre och uppgick till 1,4 procent i augusti, vilket var 0,4 procentenheter högre än väntat.

KPIF-inflationen väntas fortsätta stiga de närmaste månaderna och ligga runt 3 procent under slutet av året innan den faller tillbaka tydligt under nästa år (prisnivån bedöms dock skifta upp varaktigt, se faktarutan "Sambandet mellan prisnivå och inflationstakt"). Det är främst energipriserna som bidrar till detta förlopp. Elpriserna började stiga i våras och väntas ligga kvar på en hög nivå det närmaste året. Detta bidrar till att hålla upp KPIF-inflationen den närmaste tiden. Det finns flera orsaker till att elpriserna stiger, men huvudförklaringen är att nivåerna i vattenmagasinen i Norge och Sverige är ovanligt låga för årstiden.¹⁵

Även rensat för energipriserna väntas inflationen stiga under det närmaste året. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi stiger till drygt 2 procent i mitten av nästa år. Riksbanken bedömer att inflationstrycket kommer att vara tillfälligt förhöjt under det närmaste året. Det finns flera skäl till det. Priserna på frakter har fortsatt att stiga brant under sommaren på grund av störningar i den globala handeln. Samtidigt är råvarupriserna fortsatt höga, även om de sjunkit något efter den snabba uppgången i

¹⁵ De låga vattennivåerna leder till att kapaciteten i Norden minskar. Det i sin tur leder till att priser på utsläppsätter och kol, som har stigit tydligt sedan våren 2021, påverkar elpriset i större utsträckning.

våras. En del av dessa prisökningar kommer att föras över till konsumenterna och leda till högre prisökningstakt på vissa varor under det närmaste året. Det rapporteras också på vissa håll om brist på en del varor i butiker som bland annat har att göra med fraktproblem och sämre skördar för vissa livsmedel. Samtidigt har till exempel efterfrågan på hotell- och restaurangtjänster stigit snabbt den senaste tiden vilket också har gett ett tryck uppåt på priserna. Dessa utbudsproblem samt de höga fraktkostnaderna och råvarupriserna bedöms klinga av ganska snabbt i linje med historiska mönster.¹⁶ En lugnare tillväxttakt i konsumtionen bedöms reducera flaskhalsar inom till exempel transportsektorn och inom de tjänstebanscher som växer snabbt just nu. Sammantaget bedöms därför de månatliga prisökningstakterna avta de närmaste månaderna och den årliga ökningstakten i KPIF exklusive energi faller därför tillbaka under slutet av 2022.

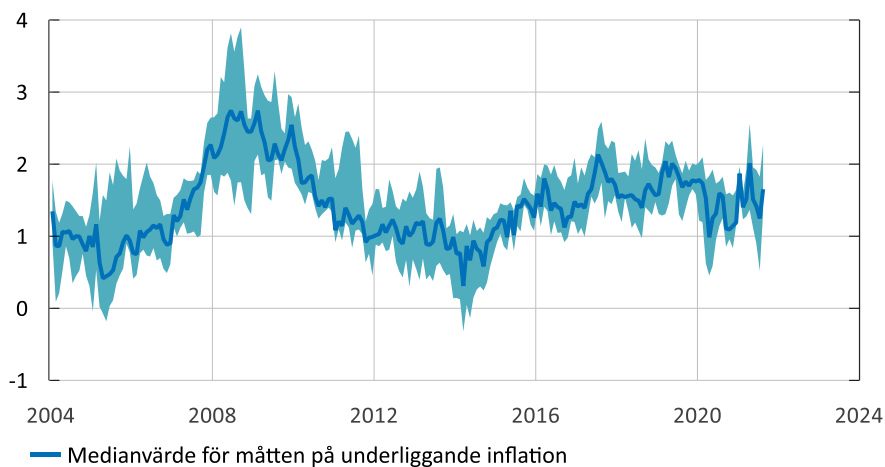
Att inflationen kommer stiga det närmaste året stöds av indikatorer för prisutvecklingen i tidigare led än i konsumentledet och av barometerdata. Producentpriserna stiger nu i snabb takt. Ökningstakten i priserna på konsumtionsvaror som är producerade och sålda i Sverige är fortsatt högre än sitt historiska genomsnitt, medan priserna i producentledet på importerade konsumtionsvaror har slutat falla på årsbasis. Enligt Konjunkturbarometern är det nu samtidigt allt fler företag som planerar prishöjningar. Detta gäller såväl i näringslivet i stort som inom detaljhandeln.

Liksom många andra centralbanker beräknar och publicerar Riksbanken olika mått på så kallad underliggande inflation. Dessa mått, som exkluderar eller minskar betydelsen av priser som tidigare visat sig variera kraftigt, har sedan våren 2020 blivit mindre stabila. Detta har sannolikt att göra med förändrade vikter och olika mätproblem under pandemin. Måtten indikerar att den mer varaktiga inflationen steg i augusti. Medianen av de olika måtten uppgick till 1,7 procent (se diagram 43). De mått som visat sig vara bäst i utvärderingar (UND24 och KPIFPC) ligger på 2,0 respektive 1,3 procent.

¹⁶ Se fördjupningen "Hur påverkar högre råvarupriser och fraktkostnader svensk inflation?" i *Penningpolitisk rapport*, april 2021, Sveriges riksbank.

Diagram 43. Olika mått på underliggande inflation

Årlig procentuell förändring



Anm. Fältet visar det högsta och lägsta utfallet bland 7 olika mått på underliggande inflation: KPIF exkl. energi, UND24, Trim85, KPIF exkl. energi och färskvaror, persistensviktad inflation (KPIFPV), faktor från principalkomponentanalys (KPIFPC) och viktad medianinflation (Trim1).

Källor: SCB och Riksbanken.

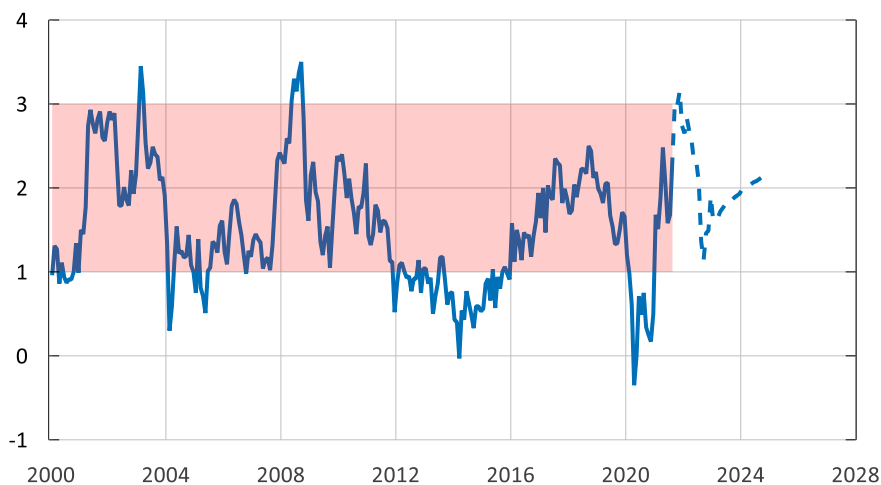
Inflationen stiger under 2023 och 2024

Från och med 2023 stiger inflationen i takt med att efterfrågan stärks, lönerna ökar snabbare och inflationen i omvärlden stiger (se diagram 44). Kronans växelkurs antas vara relativt oförändrad framöver och väntas därför inte påverka inflationen i någon större omfattning (se diagram 42). KPIF ökar något snabbare än KPIF exklusive energi mot slutet av prognosperioden till följd av att drivmedelspriserna bedöms öka något snabbare än övriga priser (se diagram 4 i kapitel 1).¹⁷

¹⁷ Riksdagen beslutade i juni 2021 att införa en ökad reduktionsplikt för drivmedel. I korthet innebär beslutet att drivmedelsleverantörerna succesivt ska öka inblandningen av förnybara eller andra fossilfria drivmedel i bensinen och dieseln. Detta väntas leda till att priset på bensin och diesel stiger snabbare än vad de annars skulle ha gjort. Sammantaget bedöms detta bidra till KPIF-inflationen med cirka en halv tiondels procentenhet per år under hela prognosperioden.

Diagram 44. KPIF och variationsband

Årlig procentuell förändring



Anm. Det rosa fältet visar Riksbankens variationsband och täcker ungefär tre fjärdedelar av utfallen sedan januari 1995. Variationsbandet är ett sätt att visa om avvikelsen från inflationsmättet är ovanligt stor. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

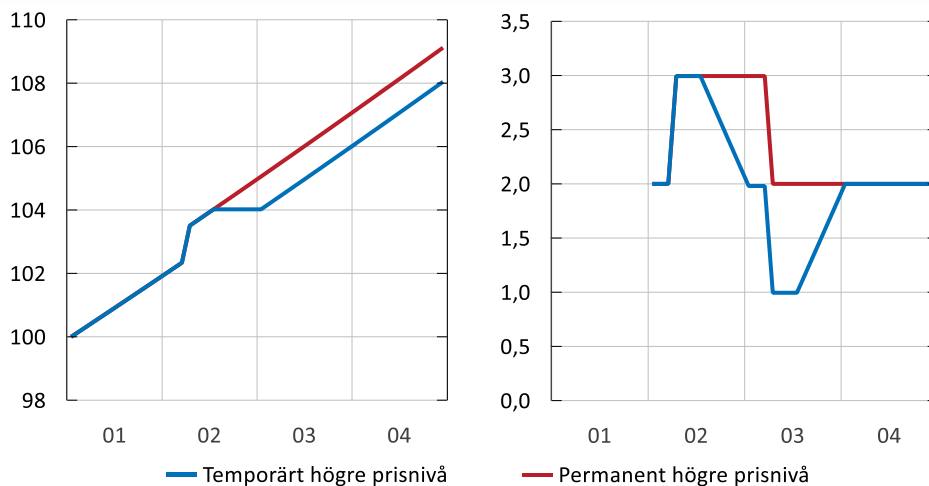
FAKTA – Sambandet mellan prisnivå och inflationstakt

KPIF-inflationen anges oftast som den årliga procentuella förändringen i KPIF. Det i sin tur motsvarar (ungefär) summan av de 12 senaste procentuella månadsförändringarna. En uppgång i nivån i KPIF en månad kommer alltså påverka inflationen under 12 månader framöver. Det som ser ut som högre inflation under ett helt år, innan inflationstakten sjunker tillbaka igen, kan alltså i själva verket vara en uppgång i prisnivån en enskild månad.

För att förtydliga hur förändringar i prisnivån och den årliga procentuella förändringen förhåller sig till varandra visas två olika exempel nedan (se diagram 45). Utvecklingen i prisnivån illustreras i det vänstra diagrammet och inflationstakten, uttryckt i årlig procentuell förändring, syns i det högra. I det första exemplet (röda linjer) växer prisnivån trendmässigt med 2 procent per år. I månad 4 år 2 höjs plötsligt några priser så att prisnivån hoppar upp med 1 procent relativt trenden, för att sedan fortsätta att växa med 2 procent per år. I exemplet är prishöjningen alltså permanent och prisnivån återgår inte till den gamla trenden. I det andra exemplet (blåa linjer) ökar återigen prisnivån med 1 procent men här faller istället prisnivån tillbaka till den ursprungliga trenden igen efter ett par månader. Dessa två indexförlopp ger upphov till två olika profiler på inflationstakten. I exemplet där prisnivån skiftar upp varaktigt får vi tillfälligt högre inflationstakt under ett år efter prisuppgången. I exemplet där prisnivån succesivt återgår blir inflationsdynamiken mer komplex. Den årliga procentuella förändringen går nu först upp för att sedan successivt sjunka och därefter under en tid bli lägre än vad den tidigare varit. Detta trots att prisnivån aldrig sjunker under den ursprungliga trenden.

Diagram 45. Exempel på förlopp för index och inflationstakt

Indexnivå (vänster bild) respektive årlig procentuell förändring (höger bild)



Källa: Egna beräkningar.

Hur oväntat höga inflationsutfall påverkar prognosen på lite sikt beror alltså på hur varaktig prisökningen bedöms bli. Om prisnivån väntas sjunka tillbaka så kommer inflationstakten efter ett tag att falla under den gamla prognosen. Om prisnivån istället väntas bli permanent högre så kommer inflationstakten ansluta till den gamla, lägre, banan efter 12 månader. Det är viktigt att notera att inflationstakten inte ökar permanent i något av fallen. För detta krävs att prisnivån inte bara blir högre utan därefter också följer en brantare trend än tidigare. Man kan uttrycka det som att prisbildningen i det här fallet måste förändras på ett mer fundamentalt sätt.

I prognoserna som presenteras i denna rapport väntas den årliga ökningstakten i KPIF falla tillbaka snabbt nästa år och bli lägre än i föregående prognos under några månader. Detta hänger samman med att årets elprisökningar faller ur tolv månadersjämförelserna samtidigt som elprisnivån väntas sjunka tillbaka något det närmaste året. Utvecklingen här påminner alltså en hel del om det andra exemplet (blå linjer) i diagram 1.

Prognosen för den årliga ökningstakten i KPIF exklusive energi väntas däremot vara högre under ett år för att sedan återgå till ungefär samma prognos som i förra rapporten. Det beror på att prisnivån i det här fallet inte väntas sjunka tillbaka, ungefär som i det första exemplet (röda linjer) i diagram 1. Antagandet som görs är alltså att pandemin driver upp vissa priser på varor och tjänster permanent, men att priserna inte för alltid ökar i en snabbare takt än tidigare.

FÖRDJUPNING – Utländska centralbankers planer för en gradvis mindre expansiv penningpolitik

Under coronakrisen har centralbanker bedrivit en expansiv penningpolitik genom att hålla styrräntorna låga och, i många fall, genom att köpa såväl offentligt som privat emitterade värdepapper. Centralbankerna har köpt värdepapper för att göra penningpolitiken mer expansiv när styrräntorna bedömts vara vid eller nära sin effektiva nedre gräns. Ett annat syfte har varit att förbättra penningpolitikens effektivitet genom att stötta specifika kreditmarknader som fungerat dåligt. Centralbankernas innehav av värdepapper är nu stort. Hur innehaven utvecklas framöver kommer därför att påverka de globala finansiella förhållandena.

Många ekonomier har kommit långt i återhämtningen efter coronakrisen och de innehav av värdepapper som främst köpts i marknadsvårdande syfte har på flera håll redan avvecklats eller är under avveckling. I takt med att det ekonomiska läget fortsätter att förbättras aktualiseras frågan om vad centralbankerna kommer att göra med de stora obligationsinnehaven och sina styrräntor. Den information som centralbankerna hittills har kommunicerat har vissa gemensamma drag. Flera centralbanker har beslutat eller kommunicerat att det första steget är att sänka takten i obligationsköpen ("tapering") för att sedan under en tid hålla innehaven konstanta genom att återinvestera vid förfall. Några av centralbankerna räknar med att i nästa steg se till att styrräntan befinner sig en bit över sin effektiva nedre gräns innan de börjar minska obligationsinnehaven. Det finns också skillnader i centralbankernas agerande och planer, bland annat rörande köpen av privata tillgångar och hur avvecklingen av värdepappersinnehaven ska gå till.

Historiskt stora värdepappersinnehav och låga styrräntor

Många centralbanker, inklusive Riksbanken, har använt en rad olika penningpolitiska verktyg under coronakrisen. Generellt har centralbankerna sänkt sina styrräntor till nivåer där ytterligare sänkningar inte bedömts vara effektiva (se diagram 12 i kapitel 2). Dessutom har centralbankerna köpt betydande volymer värdepapper, med såväl offentliga som privata emittenter, för att hålla nere räntenivåer och underlätta genomslaget av penningpolitiken genom att motverka försämrad funktionalitet på specifika marknader som är viktiga för kreditförsörjningen i ekonomin. I liknande syfte skapade centralbankerna under fjolåret olika faciliteter för att underlätta tillgången

på likviditet på viktiga delar av de finansiella marknaderna. Sammantaget bedöms åtgärderna ha bidragit till den snabba återhämtningen i världsekonomin genom att förhindra att coronapandemins hårda slag mot ekonomin resulterade i en finansiell kris. En viktig del av detta har varit att säkerställa att tillgången till krediter till låga räntor varit god, trots den kraftiga störningen som pandemin innebar.

Centralbankernas innehav av värdepapper är nu mycket stora (se diagram 11 i kapitel 2) och inkluderar även olika typer av tillgångar. Vad de stora centralbankerna väljer att göra med sina värdepappersinnehav när de bedömer att penningpolitiken behöver göras mindre expansiv kan därför få betydande konsekvenser för räntenivåer och den ekonomiska utvecklingen globalt.

Flera verktyg är tillgängliga för att så småningom minska stimulanserna

Pandemins hämmande inverkan på de utvecklade ekonomierna börjar nu avta, sysselsättningen stiger och inflationen överstiger centralbankernas mål i flera länder. I det läget har de stora centralbankernas planer för en mindre expansiv penningpolitik hamnat i fokus hos marknadsaktörer och andra ekonomiska bedömare.

Centralbanker ställs i detta läge inför flera frågor och avvägningar, som till exempel hur förändringar av styrräntan och storleken på värdepappersinnehavet ska användas för att reglera hur expansiv penningpolitiken är. En annan fråga är hur stort innehavet bör vara på längre sikt och hur snabbt det ska tillåtas minska. Här kan också den återstående löptiden i centralbankens innehav påverka avvägningen. Om innehavet består av obligationer med en lång återstående löptid skulle försäljning kunna vara mer aktuell. Både i vilket skede och på vilket sätt en avveckling bör ske skulle dessutom kunna skilja sig åt mellan tillgångsslag. När en marknad åter fungerar väl kan till exempel värdepapper som främst köpts för att motverka en tillfällig störning på denna marknad komma att avvecklas tidigare och snabbare än värdepapper som köpts i syfte att sänka det allmänna ränteläget.¹⁸

Bank of England har i sin senaste penningpolitiska rapport tydligt redogjort för sin strategi för att gradvis minska den penningpolitiska stimulansen och preciserat i vilken ordning man bedömer att styrräntan kommer att höjas och värdepappersinnehavet minskas.¹⁹ Med hänvisning till att det med större säkerhet går att bedöma effekterna av förändringar i styrräntan än av förändringar i värdepappersinnehavet, och att det därtill är enklare och går snabbare att genomföra styrränteförändringar, räknar Bank of England med att höja styrräntan innan värdepappersinnehavet börjar avvecklas. Detta för att skapa utrymme att senare använda räntan för att motverka eventuella oväntade negativa effekter av att värdepappersinnehavet minskar eller om det uppstår andra störningar som kräver ytterligare stimulans. När Bank of England har höjt styrräntan till 0,5 procent är det sedan meningen att avvecklingen av värdepappersinnehavet ska påbörjas, initialt genom att man upphör med att återinvestera vid

¹⁸ För en översikt över möjliga skäl att i ett tidigt skede påbörja en minskning av värdepappersinnehav, se K. Forbes, "Unwinding Monetary Stimulus in an Uneven Economy: Time for a New Playbook?", augusti 2021, www.kansascityfed.org/documents/8341/Forbes_Unwinding_Stimulus_in_an_Uneven_Economy_final.pdf.

¹⁹ "Box A: The MPC's strategy for the mix of monetary policy instruments to deliver tighter policy", Monetary Policy Report, augusti 2021.

förfall. I ett senare skede, när styrräntan nått 1 procent, kan det bli aktuellt med en snabbare avveckling genom aktiv försäljning. Bank of England förväntar sig dock inte att sälja av mer än att balansräkningen förblir betydligt större än vad den var före finanskrisen.

Andra centralbankers strategier och planer

Den amerikanska centralbanken Federal Reserve fortsätter för närvarande att nettoköpa (det vill säga utöka innehavet av) statsobligationer och bostadsobligationer. Man har däremot avslutat köpen och minskat innehaven av företagscertifikat och företagsobligationer samt räntebärande papper med kort löptid utgivna av delstater och lokala myndigheter.²⁰ Federal Reserve har uttryckt villkor som behöver vara uppfyllda för att man ska dra ner på sina nettoköp och ytterligare villkor för när det senare kan bli aktuellt att höja styrräntan (se också kapitel 2).²¹ I protokollet från det penningpolitiska mötet i juli framkom att Federal Open Market Committee (FOMC), som beslutar om penningpolitiken, diskuterade om ekonomin närmat sig målen för sysselsättning och inflation tillräckligt mycket för att det ska vara lämpligt att börja köpa värdepapper i långsammare takt.²² Kommittén diskuterade också om köpen av bostadsobligationer borde trappas ned snabbare än köpen av statsobligationer.

Federal Reserve har inte kommunicerat i vilket skede innehaven av statsobligationer och bostadsobligationer ska börja avvecklas. När detta senast var aktuellt, 2014, efter några år av återhämtning efter finanskrisen, förklarade man att flera höjningar av styrräntan skulle genomföras innan tillgångsportföljen skulle tillåtas minska.²³ Avvecklingen av tillgångsportföljen skulle ske genom förfall snarare än aktiv försäljning och man räknade med ett långsiktigt värdepappersinnehav som var betydligt mindre än det då rådande, men större än före den finansiella krisen. På lång sikt skulle innehavet främst vara inriktat mot statsobligationer, för att undvika en bestående inverkan på allokeringen av krediter mellan olika sektorer. Efter de nya värdepappersköp som vidtogs för att lindra de ekonomiska konsekvenserna av coronakrisen och den nyligen genomförda strategiöversynen har Feds kommunikation inte innehållit motsva-

²⁰ Köpen av företagscertifikat, företagsobligationer och räntebärande papper med kort löptid utgivna av delstater och lokala myndigheter genomfördes efter godkännande av, och i vissa fall med kapital från, det amerikanska finansdepartementet som sedermera meddelat att dessa godkännanden och stöd skulle upphöra vid olika tidpunkter under 2021.

²¹ Se tal av J. H. Powell, 27 augusti 2021, www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20210827a.htm.

²² Med nettoköp avses de totala köpen (bruttoköp) minus de förfall som äger rum under samma period. Nettoköp av en tillgång leder med andra ord till en ökning av innehavet av den tillgången. Med uttrycket "tapering" menas normalt en nedtrappning av nettoköpen och därmed en sänkning av takten med vilken innehavet ökar. En närmare beskrivning av FOMC-diskussionerna återfinns i protokollet från FOMC:s möte i juli 2021.

²³ "Policy Normalization Principles and Plans", daterad den 17 september 2014 med tillägg daterade den 18 mars 2015 och 13 juni 2017, www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomc_policynormalization.pdf.

rande tydliga indikationer på i vilket skede en eventuell minskning av värdepappersinnehavet ska inledas. Samtidigt har man gjort klart att det dröjer länge innan en första räntehöjning blir aktuell.²⁴

Den europeiska centralbanken (ECB) har två program för tillgångsköp: APP (Asset Purchase Programme) som initierades 2014 och PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) som initierades i mars 2020 för att lindra de ekonomiska konsekvenserna av pandemin. Inom båda dessa program pågår fortfarande nettoköp av både offentliga och privata värdepapper. Inom ramen för PEPP räknar ECB med att nettoköpa värdepapper tills coronakrisen bedöms vara över och åtminstone till och med mars 2022. Vid septembermötet beslutade ECB att rekalkulera månadsköpen till en lägre köptakt. Beträffande nettoköpen av tillgångar inom ramen för APP har ECB-rådet indikerat att man förväntar sig att avsluta dem strax innan styrräntorna börjar höjas. Värdepappersinnehavet under APP ska bibehållas under en längre tid efter att höjningar av styrräntorna har inletts. Förfall av det som köpts under PEPP ska återinvesteras till fullo åtminstone till slutet av 2023 och "utfasningen av PEPP-portföljen ska därefter hanteras så att den inte inverkar på den lämpliga penningpolitiska inriktningen".²⁵ Det är i dagsläget alltså inte tydligt uttryckt vad detta kommer att innebära för PEPP-innehavet.

Bank of Canada har tidigare under året avslutat de program som varit avsedda att stödja funktionaliteten hos viktiga finansiella marknader, däribland ett program för köp av bostadsobligationer och företagspapper. Man köper alltjämt statsobligationer men takten i dessa köp har successivt trappats ned med hänvisning till en allt starkare ekonomi. I mars i år påpekade vice centralbankschefen Gravelle i ett tal att man räknar med att övergå från att nettoköpa statspapper till att upprätthålla innehavet genom att återinvestera vid förfall en tid innan man börjar höja styrräntan.²⁶

De stora centralbankerna bedriver en fortsatt expansiv penningpolitik

Få centralbanker har redogjort i någon större detalj för sina exakta planer eftersom den ekonomiska utvecklingen alltid är osäker och penningpolitiken behöver kunna anpassas till ny information. I det som kommunicerats går det dock att uppfatta vissa gemensamma drag när det gäller de stora obligationsinnehaven. Flera av centralbankerna är tydliga med att de ser framför sig en försiktig och gradvis hantering av dessa

²⁴ Exempelvis sade Federal Reserve-ordföranden Jerome Powell vid en presskonferens den 16 juni 2021 att det man nu fokuserar på är tillgångsköpen och att en första räntehöjning ligger en bra bit in i framtiden ("well into the future"), se www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20210616.pdf.

²⁵ Se ECB:s ekonomiska rapport, mars 2021, www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/ecb/svenska/2021/ecbs-ekonomiska-rapport-mars-2021.pdf.

²⁶ Andra centralbanker har inte kommunicerat lika mycket om sina strategier och planer för värdepappersinnehavet på sikt men det kan vara värt att notera att Reserve Bank of Australia har sänkt takten i sina värdepappersköp med hänvisning till en starkare återhämtning; att Reserve Bank of New Zealand nyligen upphörde med sina tillgångsköp och har aviserat att styrräntehöjningar är på väg redan under det närmaste året; och att Norges Bank, som sänkte sin styrränta till 0 procent i samband med coronapandemin men inte haft något program för värdepappersköp, har kommunicerat att det snart kommer att vara lämpligt att höja styrräntan.

innehav. Initialt ska takten i nettoköpen minska, vilket innebär att innehaven fortsätter att öka, om än i avtagande takt.²⁷ Vidare har de större centralbanker som tydligt kommunicerat något om saken, närmare bestämt ECB och Bank of England, indikerat att man räknar med att styrräntan ska höjas innan man låter obligationsinnehaven minska. Bank of England har tydliggjort att syftet med detta är att styrräntan ska ha hunnit höjas ytterligare en bit ovanför sin effektiva nedre gräns innan tillgångarna avvecklas så att man återfår möjligheten att använda just styrräntan för att vid behov justera penningpolitikens expansivitet. Vidare har de centralbanker som berört frågan om värdepappersinnehavets framtida storlek indikerat att de räknar med att det kommer att vara betydligt mindre på lång sikt än idag men större än före finanskrisen.

Samtidigt som det finns vissa gemensamma drag i det centralbankerna kommunicerat om hur de ser på värdepappersinnehavets utveckling framöver, så framträder också skillnader. Flera centralbanker har redan avslutat de köp av privata värdepapper som påbörjades under coronakrisen i marknadsvårdande syfte, såsom köpen av företagspapper. Men detta gäller inte alla – exempelvis köper ECB alltjämt en bred uppsättning offentliga och privata värdepapper. Det finns också tecken på att centralbankerna till viss del har olika planer för om värdepappersinnehaven alltid ska hållas till förfall eller om innehaven även kan minskas genom försäljningar. Det är naturligt att man kan komma till olika bedömningar i den här frågan, bland annat eftersom erfarenheterna av hur minskade innehav kommer att påverka ekonomierna är begränsade och eftersom de finansiella systemen har olika egenskaper i olika länder.

De många viktiga och svåra frågorna gör att det finns anledning att vänta sig mer diskussion och fler klargöranden om centralbankernas planer för styrräntor och värdepappersinnehav framöver.

²⁷ I forskningslitteraturen är det vanligen storleken på centralbankens innehav som är avgörande för hur värdepappersköpen påverkar räntor och i förlängningen ekonomin i stort. Se vidare J. Alsterlind, H. Erikson, M. Sandström och D. Vestin, "Hur kan köp av statsobligationer göra penningpolitiken mer expansiv?", *Ekonomiska kommentarer* nr 12, 2015. I den mån det är innehavets andel av utestående stock som avgör expansiviteten så blir i praktiken även den utestående stockens utveckling betydelsefull – om statsskulden växer kan nettoköp krävas för att bibehålla graden av expansivitet. Själva köptakten kan ha betydelse för räntenivåer och därmed expansivitet även av andra skäl, i synnerhet på marknader med låg likviditet under stressade marknadsförhållanden. Ytterst är betydelsen av innehav respektive köptakter en empirisk fråga och här är faktaunderlaget inte så stort och definitiva slutsatser därför svåra att dra.

FÖRDJUPNING – Ny penningpolitisk strategi i euroområdet

Den europeiska centralbanken (ECB) beslutade den 8 juli om en ny penningpolitisk strategi. Enligt den nya strategin når man prisstabilitet bäst genom att sikta på 2 procents inflation på medellång sikt. Till skillnad från tidigare, då målet var att inflationen skulle vara under men nära 2 procent, är inflationsmålet nu symmetriskt. Det innebär att varaktiga avvikelser både uppåt och neråt från målet på medellång sikt är lika oönskade. ECB:s nya inflationsmål blir därmed mer likt det som Riksbanken har. Strategin slår fast att styrräntan fortsatt är det primära penningpolitiska instrumentet men att andra instrument som använts det senaste decenniet kommer att fortsätta vara en del av ECB:s verktygslåda och användas när det bedöms vara lämpligt. ECB understryker också i sin nya strategi vikten av att inflationen inte varaktigt hamnar under målet när styrräntan är nära den nedre gränsen, och att penningpolitiken därför kan behöva bedrivas på ett sådant sätt att inflationen under en period ligger något över målet.

ECB:s nya penningpolitiska strategi omfattar också en åtgärdsplan mot klimatförändringar. Utöver att integrera klimatfaktorer i de penningpolitiska bedömningarna kommer ECB att väga in klimathänsyn vid bland annat sina riskbedömningar, ramverket för säkerheter och vid köp av företagsobligationer.

Symmetriskt mål om 2 procents inflation

Den 8 juli 2021 publicerade ECB resultatet av sin översyn av den penningpolitiska strategin.²⁸ Översynen inleddes i januari 2020 och är ECB:s första strategiöversyn sedan 2003. Strategin kommer att utvärderas mer regelbundet framöver. Nästa översyn planeras till 2025.

Inflationsmålet, som tidigare var formulerat som att inflationen skulle vara under, men nära 2 procent, blir symmetriskt och sätts till 2 procent. Avsikten med förändringen är att tydliggöra vilken inflationsnivå som ECB siktar mot. Den nya strategin innebär också en viss höjning av inflationsmålet. En konsekvens av förändringen är att ECB:s inflationsmål blir mer likt det som Riksbanken har. Symmetrin innebär att både negativa och positiva avvikelser från målet på medellång sikt är lika oönskade. På kort sikt kommer inflationen dock att variera eftersom ekonomin ständigt påverkas av

²⁸ Se ECB:s uttalande om den penningpolitiska strategin [The ECB's monetary policy strategy statement \(europa.eu\)](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/2021/070821/monetary-policy-strategy-statement/html/index.en.html) och *Economic Bulletin*, 5/2021, Europeiska centralbanken.

olika oväntade störningar som inte fullt ut motverkas av penningpolitiken. ECB poängterar att inflationsmålet ger ett tydligt ankare för inflationsförväntningarna. Väl-förankrade inflationsförväntningar gör pris- och lönesättningen mer stabil och det blir lättare att upprätthålla prisstabilitet på medellång sikt.

ECB betonar vikten av att ta hänsyn till den markanta nedgången i den globala långsiktiga realräntan eftersom den innebär att den effektiva nedre gränsen för nominella räntor sannolikt oftare kommer att begränsa penningpolitiken. När räntan är nära den nedre gränsen behövs kraftfulla eller ihållande penningpolitiska åtgärder för att undvika att negativa avvikelser från inflationsmålet blir långvariga. Detta kan även medföra att penningpolitiken utformas så att inflationen under en period ligger något över målet.

Styrräntan förblir det primära penningpolitiska instrumentet för ECB. Andra instrument, som kommunikation om den troliga utvecklingen för styrräntan, så kallad "forward guidance", köp av tillgångar och långfristig utlåning till banker kommer dock även framöver att vara en del av ECB:s verktygslåda och användas vid behov. Så är framför allt fallet när styrräntan är på eller nära sin nedre gräns. ECB bedömer att också finanspolitiken i sådana lägen har en viktig roll i stabiliseringen av den makroekonomiska utvecklingen.

Kostnader för att bo i egenägt boende ska inkluderas i HIKP

Det harmoniserade indexet för konsumentpriser (HIKP) kommer även fortsättningsvis att vara ECB:s målvariabel, men man rekommenderar att kostnader för att bo i egenägt boende inkluderas i HIKP framöver. Dessa kostnader har inte tidigare ingått i HIKP, vilket ECB ser som en brist då dessa står för en relativt stor andel av hushållens totala utgifter. Det bedöms dock vara ett flerårigt projekt att integrera dessa kostnader i HIKP och under tiden kommer ECB att använda preliminära uppskattningar av dessa kostnader i sina penningpolitiska bedömningar. Riksbanken bedömer att effekterna av förändringen är relativt små för hela euroområdets uppmätta inflation, men de kan variera något över tid och mellan olika länder. Riksbankens målvariabel KPIF inkluderar redan i dagsläget hushållens kostnader för att bo i egenägd bostad, om än mätta på ett annat sätt än med den metod ECB förespråkar (se fördjupningen "Olika metoder att mäta boendekostnader i konsumentprisindex").

Finansiell stabilitet är en förutsättning för prisstabilitet

ECB:s penningpolitiska beslut ska enligt den nya strategin baseras på en integrerad bedömning av alla relevanta faktorer, inklusive beslutens proportionalitet. Med proportionalitet menas att olika penningpolitiska åtgärders avsedda effekter på inflation och finansiella förhållanden vägs mot oavsedda effekter på real ekonomi och finansiella system. Bedömningen om proportionalitet tar också hänsyn till den osäkerhet som finns om olika åtgärders effektivitet och sidoeffekter samt risken för att förtroendet för inflationsmålet försämras. Det ömsesidiga beroendet mellan den ekonomiska utvecklingen, penningmängden och andra monetära och finansiella faktorer ska därför analyseras och beaktas. Hänsynen till den finansiella stabiliteten kommer att hanteras flexibelt i de penningpolitiska övervägandena. ECB vill alltså varken systematiskt

strama åt penningpolitiken för att motverka att finansiella obalanser byggs upp, eller vänta med att agera tills obalanserna eventuellt har resulterat i en kris. I stället kommer ECB i varje situation att bedöma vilken politik som är lämplig utifrån de förutsättningar som råder.

Visualiserad och anpassad kommunikation för att nå en bredare publik

Kommunikationen av de penningpolitiska besluten har blivit viktigare över tid och påverkar penningpolitikens effektivitet. ECB anpassar därför sin kommunikation för att återspegla den reviderade penningpolitiska strategin. För att säkerställa förståelsen och förtroendet för ECB:s åtgärder hos en bredare publik kommer man att arbeta med penningpolitisk kommunikation som är visualiserad och anpassad för olika målgrupper och informationskanaler. Man kommer också att göra uppsökande verksamhet till ett bestående inslag i Eurosystemets kontakter med allmänheten. Exempel på sådan verksamhet är olika events för bredare publik för att förklara penningpolitiken.

Klimatrelaterad handlingsplan läggs fram

ECB lägger också fram en klimatrelaterad handlingsplan. ECB:s ambition är att inom sitt mandat säkerställa att Eurosystemet tar full hänsyn till de konsekvenser som klimatförändringar och koldioxidutsläpp kan få för penningpolitik och centralbanksverksamhet, och därmed arbeta i linje med EU:s klimatmål. ECB kommer att förbättra sin analyskapacitet och makroekonomiska modeller samt utveckla statistiska indikatorer för att förstå vilka konsekvenser som klimatförändringar kan få på makroekonomin, inflationen och den finansiella stabiliteten. Utöver att integrera klimatkriterier i de penningpolitiska bedömningarna kommer ECB att väga in klimathänsyn vid bland annat sina riskbedömningar, ramverket för säkerheter och vid köp av företagsobligationer.

FÖRDJUPNING – Olika metoder att mäta boendekostnader i konsumentprisindex

I ECB:s nya penningpolitiska strategi betonas att det är önskvärt att kostnader för egenägt boende tas in i det harmoniserade konsumentprisindexet (HIKP). Detta är redan inkluderat i många länders inflationsmått, bland annat i KPIF i Sverige. Hur man ska mäta kostnaden för att bo i egenägt boende är dock inte självklart. Olika metoder har sina för- och nackdelar och metodvalet beror på vad prisindexet avser att mäta. I KPIF används en kostnadskalkyl som i praktiken innebär att boendekostnaden följer ett långt glidande medelvärde av bostadsprisutvecklingen. Då bostadspriserna har stigit i en relativt snabb takt under en lång period ökar även boendekostnaden snabbt, vilket har gett ett positivt bidrag till inflationsutvecklingen de senaste åren.

Boendekostnader kan mätas på olika sätt i prisindex

Hur man ska mäta kostnaden att bo i egenägt hem i ett index för konsumentpriser är inte självklart. Det har att göra med att man inte konsumerar boende under samma period som man köper det. En liter mjölk köps och konsumeras vid (ungefär) samma tidpunkt medan ett boende konsumeras under kanske 20–30 år. Att priset på hus står idag uppfattas därför inte nödvändigtvis som en stigande kostnad för de konsumenter som redan äger sitt hus.²⁹ Det finns ett flertal olika ansatser för att mäta boendekostnaderna där olika länder och institutioner har gjort olika vägval. I grunden beror valet av mätmetod på vad prisindexet avser att mäta.

I ECB:s nya penningpolitiska strategi presenteras en plan för hur kostnader för egenägt boende ska kunna inkluderas i det harmoniserade konsumentprisindexet (HIKP). Dessa kostnader har inte ingått tidigare. När kostnader för egenägt boende inkluderas bedöms HIKP bättre fånga den prisutveckling som hushållen faktiskt möter.³⁰ Den metod som ECB förespråkar för att mäta dessa kostnader är den så kallade nettoanskaffningsmetoden. Förenklat kan man beskriva denna metod som att man behandlar boende som vilken vara eller tjänst som helst. Det innebär alltså att man, likt prismätningar på till exempel en liter mjölk, mäter priset på nybyggda bostäder varje månad. Priset på försäljningar av befintliga bostäder mellan privatpersoner inkluderas alltså inte. Ett inköp av en bostad anses dock till viss del vara en investering, vilken man inte

²⁹ Detta problem gäller även för vissa varaktiga varor som till exempel bilar och tvättmaskiner, men i betydligt mindre omfattning. För dessa varor mäts priset under samma månad som inköpet sker.

³⁰ Redan sedan tidigare har dock vissa bostadskostnader ingått, t.ex. hyror, uppvärmning och försäkringskostnader.

vill ska fångas i HIKP. Därför ska exempelvis markvärdet exkluderas från det uppmätta huspriset i nettoanskaffningsmetoden.³¹

Konsumentprisindex (KPI) i Sverige och i många andra länder syftar till att mäta utvecklingen i det genomsnittliga hushållets levnadskostnader.³² I ett levnadskostnadsindex betraktas ett bostadsköp som en investering, vilken ger hushållet ett flöde av bostadstjänster. Boendekostnaden för en egenägd bostad antas därför bero på konsumtionen av de tjänster som bostaden genererar och inte på det faktiska inköpet av bostaden. Det ligger därför i linje med indexets syfte att mäta priset på det tjänsteflöde som genereras av att bo i den egna bostaden. Måttet HIKP avser istället att vara ett så kallat inflationsindex och skiljer sig därför, i vissa avseenden, från prisindex som syftar till att mäta levnadskostnader.³³

Det är främst synen på kapitalkostnaden för att bo i egenägt hem som skiljer sig åt mellan olika metoder.³⁴ Det finns i huvudsak tre olika ansatser som används för att mäta dessa kostnader.

Kostnadskalkyl (user cost) – hushållens kostnader för att bo i ett egenägt hem mäts direkt. Dessa kostnader är till exempel kapitalkostnader och försämringskostnader. Denna metod är förenlig med teorin för levnadskostnadsindex och är därför lämplig att använda om det är det indexet är tänkt att mäta. En svårighet med metoden är att priset på boendetjänster inte är direkt observerbart utan behöver uppskattas, och det påverkas därmed av vilka olika antagande som görs om till exempel försämringsgrad eller innehavstid för bostaden.

Hyresekvivalensansats – hushållens kostnader för att bo i ett egenägt hem mäts indirekt genom att följa hur hyrorna utvecklas på jämförbara objekt. Även denna metod är teoretiskt konsistent med kostnadskalkylen vid en fri marknad med perfekt konkurrens och svarar då på den hypotetiska frågan ”vad hade jag krävt för hyra om jag hade hyrt ut mitt boende istället för att bo i det?”. Ett problem med metoden är att om det, som i exempelvis Sverige, inte finns någon fungerande hyresmarknad för småhus att följa blir den svår att tillämpa. Och även om det hade funnits en marknad är objekten som hyrs ändå inte nödvändigtvis jämförbara med de objekt som ägs.³⁵

Nettoanskaffningsmetod – kostnaderna för att bo i ett egenägt hem mäts genom att följa prisutvecklingen på nybyggda bostäder där värdet av marken som huset står på

³¹ Arbetet med att inkludera boendekostnaderna kommer dock att ske stegvis och enligt ECB:s tidsplan väntas kostnader för egenägt boende vara fullt ut inkluderat i HIKP tidigast 2027. För mer information se artikeln ”An overview of the ECB monetary policy strategy” i Economic Bulletin nr 5 2021, ECB.

³² I korthet kan teorin om levnadskostnadsindex sammanfattas som att index ska ange förhållandet mellan de penningbelopp som erfordras för att i två prissituationer upprätthålla samma konsumtionsstandard, eller samma nyttonivå. Se till exempel diskussion i avsnitt 2.2 i ”Översyn av konsumentprisindex”, SOU 1999:124.

³³ Se ”Harmonized Indexes of Consumer Prices: Their Conceptual Foundations”, *ECB Working Paper* No. 130, 2002.

³⁴ Det vill säga det som ingår i COICOP-gruppen 04.X. i den svenska nomenklaturen för indelning av konsumtionsändamål som används i KPI.

³⁵ I Sverige användes fram till 2017 en hyresekvivalensansats för att mäta kostnaden för att bo i bostadsrätt. Från och med 2017 används i stället en kostnadskalkyl.

ska räknas bort.³⁶ Denna metod fångar aktuella priser. Dagens bostadspriser speglar dock inte kostnaden för att bo för ett genomsnittligt hushåll, vilket inte är konsistent med teorin för levnadskostnadsindex och därför inte lämpar sig för den typen av index. Det kan även vara svårt att särskilja markpriset från det totala fastighetspriset.

I tabellen nedan visas hur ett urval av länder har valt att hantera kostnaderna för att bo i ett egenägt hem i sina huvudsakliga inflationsmått.

Tabell 2. Metoder för att mäta boendekostnader i respektive lands inflationsmått

Land/Region	Metod
Sverige, Kanada	Kostnadskalkyl
USA, Japan, Norge	Hyresekvivalensansats
Australien, Nya Zeeland	Nettoanskaffningsmetod
Euroområdet (HIKP)	Utelämnas, men nettoanskaffningsmetod förordas

Källor: Respektive lands statistikmyndighet

Boendekostnader är redan inkluderade i KPIF

I svenska KPI och KPIF inkluderas alltså redan mått på kostnaden för boende i egenägt hem med en så kallad kostnadskalkyl. Kapitalkostnaderna fångas upp i ett räntekostnadsindex, som är en funktion av ränteläget (räntesatsindex) och hur stort kapital som lagts ned i boendet (kapitalstocksindex). I KPIF hålls räntesatsindexet konstant och därför är det bara utvecklingen av kapitalstocksindexet som påverkar utvecklingen av KPIF. Kapitalstocksindex mäter utvecklingen över tid i anskaffningspriser för stocken av småhus och bostadsrätter. För detta använder sig Statistiska centralbyrån (SCB) av en modell som huvudsakligen baseras på prisindex för bostäder. I praktiken följer kapitalstocksindexets utveckling långa glidande medelvärden av bostadsprisutvecklingen. Längden på dessa medelvärden speglar hur länge folk bor i sin bostad och är därför längre för småhus (cirka 30 år) än för bostadsrätter (cirka 10 år). Med andra ord fångar KPIF redan idag upp utvecklingen i bostadspriserna, dock med ganska lång tidsförskjutning. Eftersom bostadspriserna har stigit i en relativt snabb takt under en lång period ökar kapitalstocksindex i nuläget med nästan 6 procent, vilket sammanfaller med en genomsnittlig ökningstakt i indexet sedan 2005. Detta har i sin tur inneburit att bidraget från kapitalstocksindex till KPIF-inflationen i genomsnitt varit drygt 2 tiondelar av en procentenhet under samma period.³⁷

³⁶ I indexet ingår vanligen också prisutvecklingen för förvaltning av egna hem innefattande underhåll och reparationer samt fastighetsförsäkringar.

³⁷ Vikten för kapitalstockindex i KPIF är densamma som räntekostnadsindex i KPI och påverkas därför av ränteläget. Det gör att vikten och därmed bidraget från kapitalstockindex har varierat relativt mycket (från 0,1 till 0,5 procentenheter) under perioden. Vikten är nu ca 3,4 procent, vilket är något lägre än vad den varit historiskt medan bidraget är nära snittet på 0,2 procentenheter.

Prognostabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2021kv1	2021kv2	2021kv3	2022kv3	2023kv3	2024kv3
Reporänta	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)

Källa: Riksbanken.

Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2019	2020	2021	2022	2023
KPIF	1,7 (1,7)	0,5 (0,5)	2,3 (1,8)	2,1 (1,7)	1,8 (1,8)
KPIF exkl. energi	1,6 (1,6)	1,3 (1,3)	1,4 (1,2)	1,8 (1,5)	1,8 (1,7)
KPI	1,8 (1,8)	0,5 (0,5)	2,0 (1,6)	2,1 (1,7)	1,8 (1,8)
HIKP	1,7 (1,7)	0,7 (0,7)	2,5 (2,0)	2,0 (1,6)	1,6 (1,7)

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

Källa: SCB och Riksbanken.

Tabell 3. Försörjningsbalans

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2019	2020	2021	2022	2023
Hushållens konsumtion	0,7 (0,7)	-4,7 (-4,8)	5,1 (4,0)	4,6 (5,2)	2,6 (2,6)
Offentlig konsumtion	0,3 (0,3)	-0,6 (-0,5)	3,1 (2,3)	1,9 (1,6)	0,6 (0,4)
Fasta bruttoinvesteringar	-0,3 (-0,3)	-0,4 (-0,5)	5,5 (3,3)	3,9 (4,3)	2,2 (2,4)
Lagerinvesteringar*	-0,1 (-0,1)	-0,7 (-0,6)	0,1 (0,2)	0,1 (0,0)	0,0 (0,0)
Export	6,0 (6,0)	-4,6 (-4,6)	7,1 (9,5)	4,1 (4,1)	3,4 (3,2)
Import	2,1 (2,1)	-5,7 (-5,7)	7,6 (8,5)	4,5 (5,0)	3,4 (3,5)
BNP	2,0 (2,0)	-2,8 (-2,8)	4,7 (4,2)	3,6 (3,7)	2,0 (1,9)
BNP kalenderkorrigerad	2,0 (2,0)	-3,0 (-3,0)	4,6 (4,1)	3,6 (3,7)	2,2 (2,1)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	0,3 (0,3)	-2,4 (-2,4)	4,4 (3,2)	3,5 (3,8)	1,8 (1,9)
Nettoexport*	1,8 (1,8)	0,3 (0,3)	0,1 (0,8)	0,0 (-0,1)	0,1 (0,0)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	5,2 (5,2)	5,6 (5,7)	5,9 (6,4)	5,7 (6,0)	5,7 (5,8)

* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

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

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 4. Produktion och sysselsättning

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2019	2020	2021	2022	2023
Folkmängd 15-74 år***	0,7 (0,7)	0,4 (0,4)	-0,3 (-0,2)	0,2 (0,2)	0,2 (0,2)
Potentiellt arbetade timmar	0,9 (0,8)	0,8 (0,6)	0,7 (0,4)	0,5 (0,4)	0,4 (0,5)
Potentiell BNP	1,9 (1,9)	1,8 (1,7)	1,8 (1,6)	1,7 (1,5)	1,7 (1,7)
BNP kalenderkorrigerad	2,0 (2,0)	-3,0 (-3,0)	4,6 (4,1)	3,6 (3,7)	2,2 (2,1)
Arbetade timmar kalenderkorrigerad	-0,2 (-0,2)	-3,8 (-3,8)	2,4 (3,2)	3,3 (2,1)	1,1 (0,9)
Sysselsatta***	0,7 (0,7)	-1,3 (-1,3)	0,1 (-0,2)	2,1 (1,7)	0,9 (0,6)
Arbetskraft***	1,1 (1,1)	0,3 (0,3)	0,6 (0,3)	0,7 (0,3)	0,4 (0,2)
Arbetslöshet*, ***	6,8 (6,8)	8,3 (8,3)	8,8 (8,7)	7,6 (7,4)	7,2 (7,1)
BNP-gap**	1,2 (1,2)	-3,6 (-3,5)	-1,0 (-1,1)	0,8 (1,0)	1,4 (1,5)
Tim-gap**	0,6 (0,8)	-4,1 (-3,7)	-2,4 (-1,0)	0,3 (0,7)	1,0 (1,1)

*Procent av arbetskraften **Avvikelse från Riksbankens bedömda potentiella nivåer, i procent ***Till följd av en statistikomläggning påverkas prognosen för främst 2021 av ett tidsseriebrott. För mer information se faktarutan i Penningpolitisk rapport april samt fördjupningen "AKU-omläggningen och Riksbankens arbetsmarknadsbedömning" i Penningpolitisk rapport februari.

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

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 5. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

	2019	2020	2021	2022	2023
Timlön KL	2,6 (2,6)	2,1 (2,1)	2,8 (2,7)	2,7 (2,6)	2,8 (2,7)
Timlön NR	3,9 (3,9)	4,9 (4,8)	2,2 (1,6)	2,2 (2,2)	2,8 (2,7)
Arbetsgivaravgifter*	-0,2 (0,1)	-0,8 (-1,1)	0,7 (0,7)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Arbetskostnad per timme NR	3,8 (4,0)	4,0 (3,7)	3,0 (2,3)	2,3 (2,2)	2,8 (2,7)
Produktivitet	2,2 (2,2)	0,8 (0,9)	2,1 (0,9)	0,3 (1,5)	1,1 (1,2)
Arbetskostnad per producerad enhet	1,6 (1,9)	3,3 (2,9)	1,2 (1,6)	2,0 (0,7)	1,7 (1,5)

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

Anm. KL avser konjunkturlönestatistiken och NR avser nationalräkenskaperna. Arbetskostnad per timme definieras som summan av egentliga löner, sociala avgifter och löneskatter (arbetskostnadssumma) dividerad med antal arbetade timmar för anställda. Arbetskostnad per producerad enhet definieras som arbetskostnadssumma dividerad med BNP i fast pris. Möjligheten att korttidspermittera med statligt stöd innebär att det är möjligt för företagen att minska antalet timmar samtidigt som lönesumman inte kommer minska lika mycket. Detta betyder att den uppmätta ökningstakten i timlön enligt NR och arbetskostnad per producerad enhet stiger 2020. Företagens kostnader bedöms dock öka långsammare än vad som kommer att synas i statistiken eftersom staten ger stöd till korttidspermittering.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken.

Tabell 6. Internationella förutsättningar

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2019	2020	2021	2022	2023
Euroområdet	0,12	0,48	1,5 (1,3)	-6,5 (-6,7)	5,3 (4,9)	4,4 (4,3)	1,8 (1,8)
USA	0,16	0,08	2,3 (2,2)	-3,4 (-3,5)	6,1 (6,8)	4,0 (4,0)	2,0 (2,0)
Japan	0,04	0,02	0,0 (0,3)	-4,7 (-4,9)	2,6 (2,8)	2,2 (2,4)	1,8 (1,8)
Kina	0,18	0,09	6,1 (6,1)	2,0 (2,0)	9,1 (8,5)	5,8 (5,6)	5,6 (5,6)
KIX-vägd	0,75	1,00	2,2 (2,1)	-4,9 (-5,0)	5,4 (5,0)	4,3 (4,2)	2,4 (2,4)
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	2,9 (2,8)	-3,3 (-3,3)	6,2 (6,2)	4,6 (4,5)	2,7 (2,7)

Anm. Kalenderkorrigerade tillväxttakter. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen för 2020 enligt IMF. KIX-vikter avser vikter i Riksbankens kronindex (KIX) för 2021. Prognosen för BNP i världen är baserade på IMF:s prognoser för PPP-vikter. Prognosen för KIX-vägd BNP baseras på ett antagande om att KIX-vikterna kommer att utvecklas i enlighet med trenden under de senaste fem åren.

KPI	2019	2020	2021	2022	2023
Euroområdet (HIKP)	1,2 (1,2)	0,3 (0,3)	2,2 (1,9)	1,8 (1,4)	1,5 (1,5)
USA	1,8 (1,8)	1,2 (1,2)	4,3 (4,0)	3,1 (2,7)	2,3 (2,3)
Japan	0,5 (0,5)	0,0 (0,0)	-0,3 (0,2)	0,4 (0,5)	0,4 (0,4)
KIX-vägd	1,8 (1,8)	1,1 (1,1)	2,3 (2,1)	2,1 (1,8)	1,9 (1,8)

	2019	2020	2021	2022	2023
Styrränta i omvärlden, procent	0,1 (0,1)	-0,3 (-0,3)	-0,3 (-0,3)	-0,3 (-0,3)	-0,2 (-0,2)
Råoljepris, USD/fat Brent	64,1 (64,1)	43,3 (43,3)	68,0 (67,5)	67,5 (67,1)	64,0 (63,6)
Svensk exportmarknad	2,6 (2,5)	-8,2 (-8,3)	8,3 (8,4)	6,6 (6,5)	3,8 (3,8)

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

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

Tabell 7. Finansiella prognoser i sammanfattning

Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2019	2020	2021	2022	2023
Reporänta, procent	-0,3 (-0,3)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
10-årsränta, procent	0,1 (0,1)	0,0 (0,0)	0,3 (0,4)	0,5 (0,8)	0,8 (1,1)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	122,1 (122,1)	118,5 (118,5)	114,3 (113,8)	114,5 (113,7)	113,8 (113,1)
Offentligt finansiellt sparande*	0,6 (0,6)	-2,8 (-3,0)	-1,6 (-2,0)	-0,3 (-0,3)	0,2 (0,4)

* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken.



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK

ISSN 2000-1932 (online)