

Penningpolitisk rapport

Februari 2021



Rättelse 10 februari 2021

Rubrik rättad på sid 5

Rättelse 15 februari 2021

PDF-dokumentet uppdaterat för bättre tillgänglighet

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 9 februari 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 och under coronapandemin, 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	Fortsatt expansiv penningpolitik för att ge stöd till återhämtningen och inflationen	6
1.1	Pandemin väntas gradvis släppa greppet om den ekonomiska utvecklingen	6
1.2	Penningpolitiken behöver vara uthållig	11
1.3	Osäkerhet förutsätter beredskap	17
2	Lågt ränteläge och ökad riskvilja	21
2.1	Högre smittspridning men mindre rörelser på de finansiella marknaderna än i våras	21
3	Svag inledning på året innan återhämtningen fortsätter	37
3.1	Snabb smittspridning har lett till utökade restriktioner	37
3.2	Återhämtning i svensk ekonomi tar ny fart	46
	FÖRDJUPNING – Utvecklingen av Riksbankens värdepappersinnehav	61
	FÖRDJUPNING – Alternativa scenarier för den ekonomiska återhämtningen	66
	FÖRDJUPNING – Förändrad konsumtion under pandemin påverkar inflationen	72
	FÖRDJUPNING – AKU-omläggningen och Riksbankens arbetsmarknadsbedömning	76
	Tabeller	79

I KORTHET – Penningpolitiken februari 2021



Den **andra våg av smittspridning** som började drabba många länder under hösten ledde till **skärpta restriktioner** och till att återhämtningen i världsekonomin bromsades upp. Men **vaccinationer har kommit igång på många håll** och trots fortsatt osäkerhet är förutsättningarna för en uppgång i efterfrågan goda när smittspridningen och restriktionerna minskar. Efter inbromsningen under vintern väntas världsekonomin fortsätta återhämta sig.



I Sverige är flera tjänstebanscher fortfarande pressade men sammantaget verkar ekonomin ha varit mer motståndskraftig mot pandemins andra våg än den första. BNP-tillväxten och sysselsättningen har blivit högre än väntat och **de svenska konjunkturutsikterna ser ljusare ut** än vid det penningpolitiska mötet i november. Utvecklingen skiljer sig åt mellan olika branscher och sektorer men den samlade ekonomiska aktiviteten väntas närma sig ett mer normalt läge under nästa år.



Liksom under 2020 väntas **inflationen variera ovanligt mycket i år**, bland annat beroende på volatila energipriser men också på mätproblem och ändrade konsumtionsmönster under pandemin. Under 2022 väntas uppgången i inflationen bli mer stabil men krisens omfattning innebär att **det dröjer till 2023** innan inflationen mer varaktigt bedöms vara **nära målet på 2 procent**.



Utan Riksbankens åtgärder skulle krisen ha blivit både djupare och mer utdragen. För att underlätta återhämtningen fortsätter Riksbanken **att köpa tillgångar inom ramen** om 700 miljarder kronor och **att erbjuda likviditet inom alla de program som lanserades under 2020**. Direktionen har också beslutat att **behålla reporäntan oförändrad på noll procent**. Riksbanken kommer fortsätta att utforma penningpolitiken så att det finns ett omfattande penningpolitiskt stöd så länge det behövs för att stötta återhämtningen och inflationen.

1 Fortsatt expansiv penningpolitik för att ge stöd till återhämtningen och inflationen

Den andra våg av smittspridning som började drabba många länder under hösten ledde till skärpta restriktioner och till att återhämtningen i världsekonomin bromsades upp. I Sverige är flera tjänstebanscher fortfarande pressade men sammantaget verkar ekonomin ha varit mer motståndskraftig mot pandemins andra våg än den första. Hushållens konsumtion av tjänster har hållits tillbaka under pandemin och sparandet har ökat. Samtidigt har vaccinationer kommit igång på många håll. Trots fortsatt osäkerhet är förutsättningarna för en uppgång i efterfrågan goda när smittspridningen och restriktionerna minskar. De svenska konjunkturutsikterna ser ljusare ut än vid det penningpolitiska mötet i november. Krisens omfattning innebär dock att det dröjer till 2023 innan inflationen mer varaktigt bedöms vara nära målet på 2 procent.

De olika åtgärder som Riksbanken har satt in sedan krisen bröt ut har bidragit till att dämpa den ekonomiska nedgången och att stabilisera de finansiella förhållandena under en tid av osäkerhet. Utan Riksbankens åtgärder skulle krisen ha blivit både djupare och mer utdragen. För att underlätta återhämtningen fortsätter Riksbanken att köpa tillgångar inom ramen om 700 miljarder kronor och att erbjuda likviditet inom alla de program som lanserades under 2020. Direktionen har också beslutat att behålla reporäntan på noll procent. Riksbanken kommer fortsätta att utforma penningpolitiken så att det finns ett omfattande penningpolitiskt stöd så länge det behövs för att stötta återhämtningen och inflationen.

1.1 Pandemin väntas gradvis släppa greppet om den ekonomiska utvecklingen

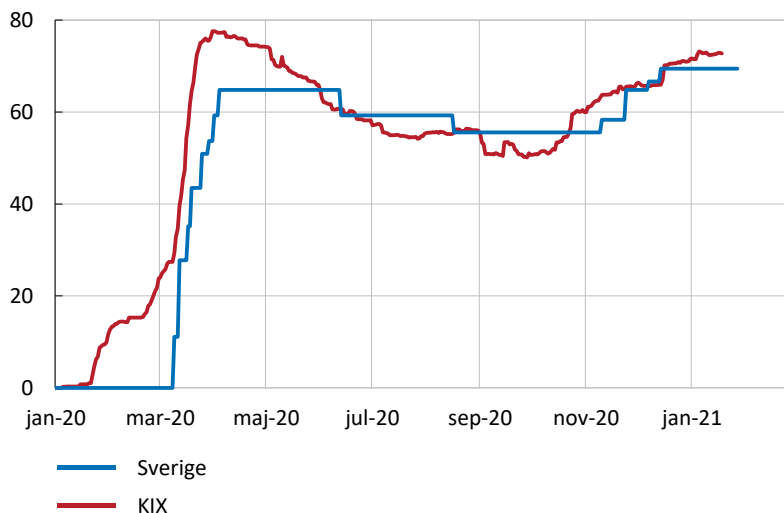
Efter inbromsning under vintern fortsätter återhämtningen i världsekonomin

Coronapandemin har dominerat den ekonomiska utvecklingen i världen under det senaste året. Under de sista månaderna av 2020 drabbades många länder av en andra våg av smittspridning och återigen infördes striktare restriktioner (se diagram 1). Den ekonomiska återhämtning som hade påbörjats under sommaren bromsades upp och särskilt euroområdet drabbades av bakslag då BNP sjönk på nytt (se diagram 2). Även i

USA har återhämtningen dämpats men förtroendet bland hushåll och företag har, liksom försäljningen inom detaljhandeln, hållits uppe under den andra vågen och den nya regeringen har aviserat ytterligare omfattande finanspolitiska stimulanser.

Diagram 1. Mått på grad av statliga restriktioner för att dämpa smittspridningen

Index

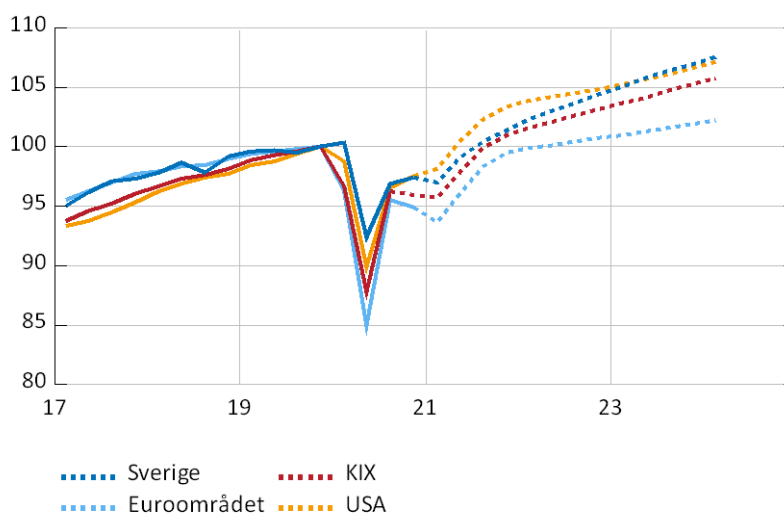


Anm. Indexet mäter restriktionernas omfattning och består av nio komponenter som beskriver olika typer av restriktioner, till exempel stängning av skolor och reseförbud. För varje komponent finns vanligtvis en tregradig skala: "ingen åtgärd", "någon slags uppmaning" och "ett förbud". Indexet motsvarar genomsnittet av samtliga komponenter. KIX avser en sammanvägning av 32 länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden.

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

Diagram 2. BNP i Sverige och omvärlden

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade 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: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, nationella källor, SCB och Riksbanken.

Vid årsskiftet påbörjades vaccinationer i många länder. Den ekonomiska utvecklingen under 2021 kommer i hög grad att avgöras av hur effektivt vaccinationerna dämpar pandemin, när och i vilken takt regeringarna lättar på restriktionerna samt hur hushåll och företag reagerar på detta. I Riksbankens prognos antas att större delen av den vuxna befolkningen i Sverige och hos våra viktigaste handelspartners vaccinerar under första halvåret 2021, och att restriktionerna samtidigt gradvis kan lättas. Många hushåll väntas då återgå till ungefärligen de levnads- och konsumtionsvanor de hade före pandemins utbrott och de tjänsteföretag som lyckats överbrygga krisen bedöms snabbt kunna öka sin produktion. Med stöd av de omfattande ekonomisk-politiska stimulanserna från regeringar och centralbanker väntas återhämtningen ta fart.

Svensk ekonomi mer motståndskraftig mot pandemins andra våg

Pandemins andra våg har varit kraftig även i Sverige, fullt jämförbar med utvecklingen i våras. Ekonomin har däremot inte påverkats lika mycket som då. En förklaring är att effekten på den globala industriproduktionen är mer begränsad nu och världshandeln har i stort sett återhämtat sig till nivåerna före krisen. Detta återspeglas också i den svenska exportsektorn. Samtidigt fortsätter det bekymmersamma läget för en stor del av tjänstesektorn där restriktioner för människor att mötas och röra sig drabbar verksamheter som transport, hotell och restaurang, kultur och nöje, turism och delar av detaljhandeln.

Omfattande ekonomisk-politiska åtgärder har satts in för att möjliggöra för företag att klara sig igenom krisen, men för att kunna återgå till ett mer normalt läge är dessa branscher beroende av att restriktionerna lättas upp. Det råder visserligen osäkerhet om hur snabbt vaccinationerna kan genomföras runt om i världen, och hur nya mutationer av viruset påverkar pandemins förlopp. Men att vaccinationerna har kommit igång ökar sannolikheten för att effekterna av pandemin kommer att minska. Riksbanken antar i sina prognoser att restriktionerna kommer att fasas ut under första halvåret. Delar av ekonomin har redan återhämtat större delen av fallet i våras och det är framför allt den låga konsumtionen av tjänster som dämpar BNP. Vissa tjänster har inte varit tillgängliga överhuvudtaget och detta har bidragit till att hushållen sparat mer än normalt. Sparandet och ett uppdämt behov av att konsumera bedöms skapa förutsättningar för en snabb uppgång i efterfrågan under 2021. Tudelningen i ekonomin kommer att finnas kvar en längre tid men det samlade resursutnyttjandet i ekonomin bedöms normaliseras under nästa år. BNP ökar med i genomsnitt 3,1 procent per år 2021 – 2023.

Även den svenska arbetsmarknaden har varit motståndskraftig mot pandemins andra våg. Arbetslösheten har sedan i somras sjunkit tillbaka från som högst 9,2 procent i juni till 8,6 procent i december.² Även om efterfrågan på arbetskraft bedöms vara återhållsam på kort sikt indikerar företagens anställningsplaner och de nyanmälda lediga jobben att sysselsättningen kan fortsätta att återhämta sig i takt med att restriktionerna lättas under 2021. Under andra halvåret bedöms arbetsmarknaden förbättras

² Enligt AKU, SCB:s säsongsrensade och trendskattade data.

mer tydligt men inte förrän mot slutet av prognosperioden väntas arbetslösheten vara tillbaka på nivåerna före krisen.

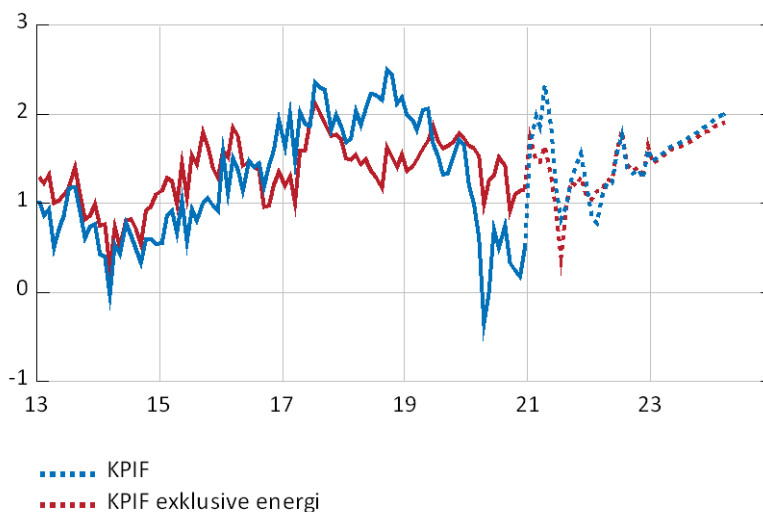
I Riksbankens huvudscenario antas att pandemin i viss utsträckning får långvariga effekter på ekonomin. Men det är svårt att bedöma vilka varaktiga förändringar i hushållens och företagens beteenden krisen kommer att ge upphov till.³ Den kraftiga nedgången i ekonomin har drabbat grupper med svagare anknytning till arbetsmarknaden särskilt hårt. Till exempel har en stor del andel av de visstidsanställda blivit av med sina arbeten. Även om resursutnyttjandet normaliseras under prognosperioden riskerar grupper med låg utbildning och kort erfarenhet från arbetsmarknaden att ha fortsatt svårt att etablera sig på arbetsmarknaden, med långa arbetslöshetstider som följd.

Inflationen nära målet mot slutet av prognosperioden

Inflationen har varit mycket volatil under 2020. Under större delen av året uppgick den till mellan 0 och 1 procent (se diagram 3). En viktig förklaring till den låga inflationen var att energipriserna föll, även om elpriserna steg mot slutet av året. KPIF-inflationen exklusive energi var i december 1,2 procent och har, liksom medianen av Riksbankens mått på den underliggande inflationen, under fjolåret varierat mellan 1 och 1,5 procent. Även under 2021 väntas inflationen variera ovanligt mycket, bland annat beroende på volatila energipriser men också på mätproblem och ändrade konsumtionsmönster (se även fördjupningen "Förändrad konsumtion under pandemin påverkar inflationen").

Diagram 3. KPIF och KPIF exklusive energi

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Den ekonomiska återhämtningen skapar förutsättningar för en uppgång i inflationen och innebär att företagens kostnader väntas öka gradvis snabbare under de närmaste

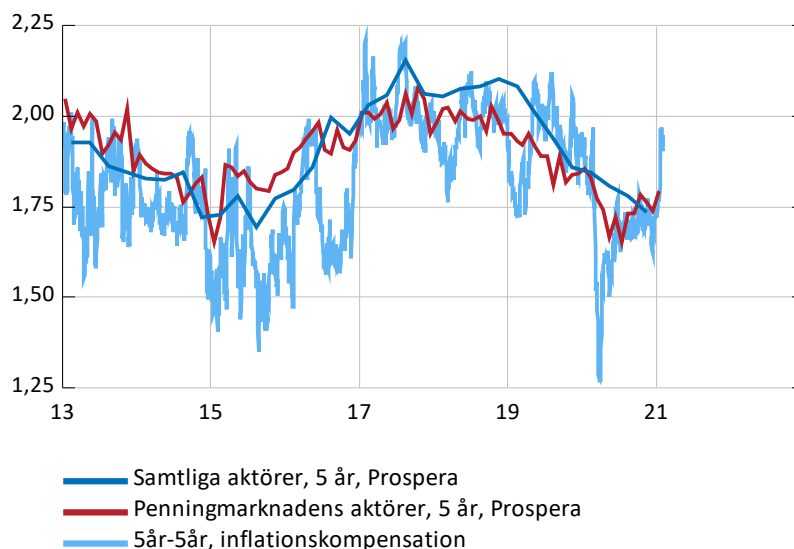
³ Se till exempel fördjupningen "De långsiktiga ekonomiska effekterna av pandemin är osäkra" i Penningpolitisk rapport november 2020.

åren. Resursutnyttjandet i ekonomin stiger från mycket låga nivåer och normaliseras under 2022. BNP fortsätter även därefter att växa i god takt vilket för med sig ett stigande inflationstryck. Kronan, som har stärkts under större delen av 2020, väntas dämpa inflationen något, speciellt under 2021. Framöver antas dock kronan vara relativt oförändrad och inte längre påverka inflationen i lika stor utsträckning. Från och med 2022 väntas inflationen utvecklas mer stabilt, med en stadig uppgång så att den mot slutet av prognosperioden är nära målet på 2 procent (se diagram 3).

Förväntningar om vad inflationen kommer att vara på lite sikt kan mätas på olika sätt, till exempel genom enkäter till olika aktörer i ekonomin och genom marknadsprissättningen på olika finansiella kontrakt. Med tanke på den dramatiska ekonomiska inbromsningen under 2020 har nedgången i inflationsförväntningarna på längre sikt enligt både enkätundersökningar och marknadsprissättningen varit liten. De förväntningar som mäts genom marknadsprissättningen föll i det inledande skedet av krisen men återhämtade det mest dramatiska fallet ganska snabbt och har den senaste månaden stigit till ungefär samma nivå som före pandemin. Även förväntningarna enligt enkäternas mätningar visade en viss nedgång under 2020 men har stigit den senaste tiden. Den samlade bilden är att de långsiktiga förväntningarna ligger ganska nära 2 procent (se diagram 4).

Diagram 4. Långsiktiga inflationsförväntningar

Procent



Anm. Inflationskompensationen avser en 5-årig period med start om 5 år, beräknad utifrån obligationsräntor.

Källor: Kantar Sifo Prospera och Riksbanken.

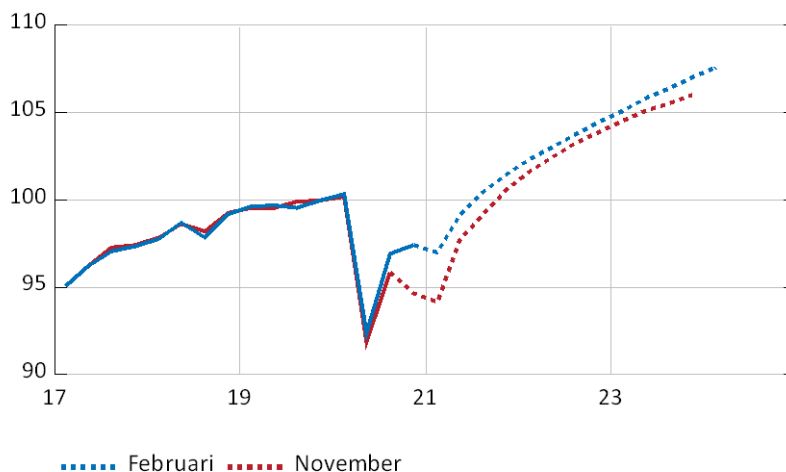
1.2 Penningpolitiken behöver vara uthållig

Ljusare bild av återhämtningen

Pandemin har ännu inte släppt sitt grepp om den ekonomiska utvecklingen, men återhämtningen är ändå på god väg att ta fart. Trots striktare rekommendationer och regler pekar utfall och indikatorer på att den svenska ekonomin under andra halvåret totalt sett inte försvagades i den utsträckning Riksbanken bedömde i november. Rörelserna på de finansiella marknaderna har inte varit så kraftiga som i våras, ränteläget är lågt och kreditförsörjningen god. I ljuset av att vaccinationerna har inletts och att den ekonomiska utvecklingen varit starkare än väntat är konjunkturutsikterna något uppreviderade (se diagram 5). Utvecklingen på arbetsmarknaden har också varit bättre än väntat under slutet av 2020

Diagram 5. BNP i Sverige

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



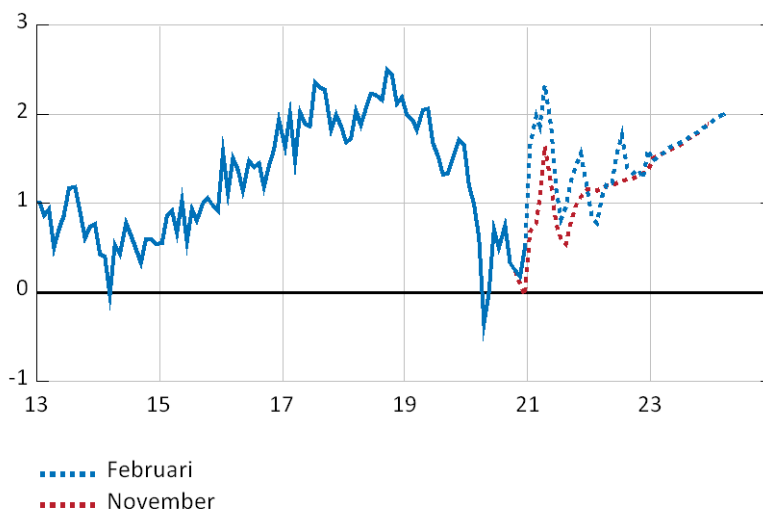
Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Sedan den penningpolitiska rapporten i november har KPIF-inflationen blivit högre än väntat. Det är främst energipriserna som ökat snabbare än väntat, men även om man räknar bort dem har inflationen ökat något mer än vad som antogs i prognosen i november. Liksom utsikterna för realekonomin är även inflationsutsikterna i närtid något uppreviderade (se diagram 6). Man kan dock vänta sig stora variationer i inflationsutvecklingen ännu en tid. På lite längre sikt är prognosen i stort sett oförändradjämfört med den penningpolitiska rapporten i november. Mot slutet av prognosperioden väntas KPIF-inflationen mer varaktigt vara nära målet på 2 procent.

Diagram 6. KPIF

Årlig procentuell förändring



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

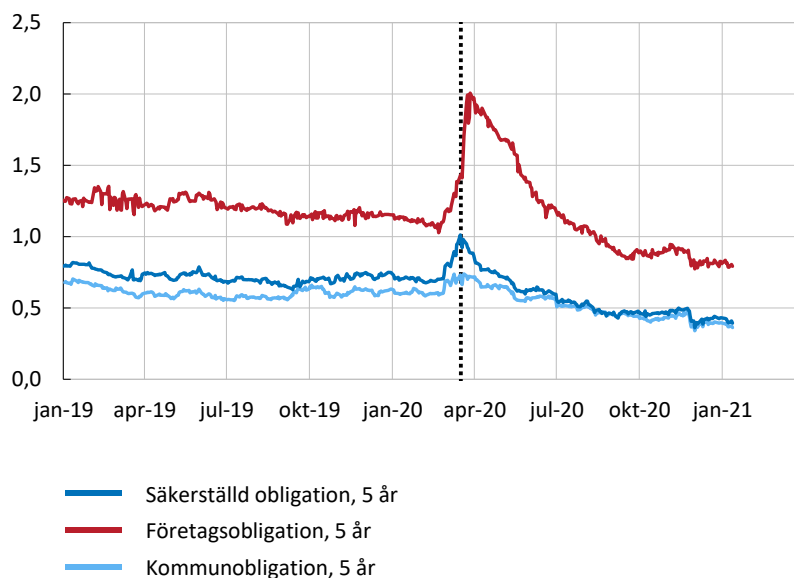
Källor: SCB och Riksbanken.

Penningpolitiken behöver vara fortsatt mycket expansiv

Riksbanken har lanserat ett flertal program som syftar till att hålla ränteläget lågt och underlätta kreditförsörjningen. I programmet för företagsutlåning via bankerna erbjuder Riksbanken bankerna att låna upp till 500 miljarder svenska kronor för att stimulera deras vidareutlåning till svenska icke-finansiella företag. Inom ramen för programmet för tillgångsköp kommer Riksbanken att köpa värdepapper för upp till 700 miljarder kronor. Riksbanken erbjuder även lån till bankerna i veckovisa extraordinära marknadsoperationer, har sänkt räntan i den stående utlåningsfaciliteten och har lättat på kraven på säkerheter vid lån till banker. De åtgärder som Riksbanken har vidtagit sammanfattas i tabell 1.

Åtgärderna har bidragit till att krisen inte utvecklades till en finanskris och att förutsättningarna för en ekonomisk återhämtning förbättrades. En allmän ränteuppgång har undvikits och företag och hushåll har haft goda möjligheter att låna pengar hos banker. Utan Riksbankens åtgärder skulle krisen ha blivit både djupare och mer utdragen. Obligationsräntorna på marknader där Riksbanken är närvarande har överlag fallit tillbaka sedan det inledande akuta krisläget och ränteskillnaderna mot statsobligationer är nu mindre än vad de var för ett år sedan (se diagram 7). Företagens kostnader för marknadsfinansiering är därmed låga och kreditförsörjningen till hushåll och företag i Sverige bedöms överlag vara god. Både i Sverige och i omvärlden är de finansiella förhållandena fortsatt expansiva.

Diagram 7. Ränteskillnad mellan olika obligationsslag och statsobligationer
Procentenheter



Anm. Räntorna på säkerställda obligationer, företagsobligationer och statsobligationer är nollkupongräntor beräknade med Nelson-Siegel-metoden. Företagsobligationer avser företag med ett högt kreditbetyg. Kommunobligationerna är utgivna av Kommuninvest i Sverige AB. Streckad linje markerar 2020-03-16 då direktionen beslutade att utöka köpen av tillgångar till att omfatta kommunobligationer och säkerställda obligationer.

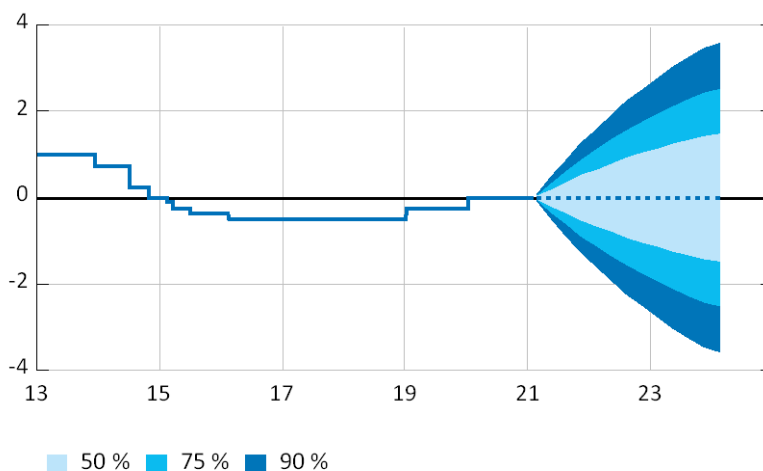
Källor: Bloomberg, Macrobond, Refinitiv och Riksbanken.

Det är positivt att den ekonomiska återhämtningen efter vårens dramatiska fall i BNP nu bedöms gå något snabbare än i tidigare bedömning. Men inflationen är fortfarande låg och behovet av stimulanser för att ekonomin ska fortsätta att återhämta sig är fortsatt stort. De expansiva finansiella förhållandena speglar förväntningar om att centralbanker, regeringar och andra myndigheter behåller sina stödåtgärder ännu en tid framöver. Penningpolitiken behöver se till att de finansiella förhållandena bibehålls på nivåer som är förenliga med att återhämtningen i ekonomin fortsätter och inflationen stiger mot målet.

Riksbanken fortsätter därför, som planerat, att köpa värdepapper och erbjuda likviditet inom alla de program som lanserades under 2020. Direktionen har också beslutat att behålla styrräntan på noll procent. Reporäntan väntas vara kvar på noll procent under hela prognosperioden (se diagram 8).

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.

Riksbankens plan för köp av värdepapper under andra kvartalet 2021

Riksbanken gör en löpande bedömning av behoven och anpassar köpen inom sitt program för värdepappersköp så att de fördelas så effektivt som möjligt mellan de olika tillgångsslagen. Vid de penningpolitiska mötena beslutas om köpplaner för en viss tid framöver och nu har direktionen beslutat om fördelningen under andra kvartalet 2021. Riksbanken kommer under kvartalet att köpa obligationer till ett sammanlagt nominellt belopp om 90 miljarder kronor och öka innehavet av statsskuldväxlar med 10 miljarder kronor (se diagram 9).

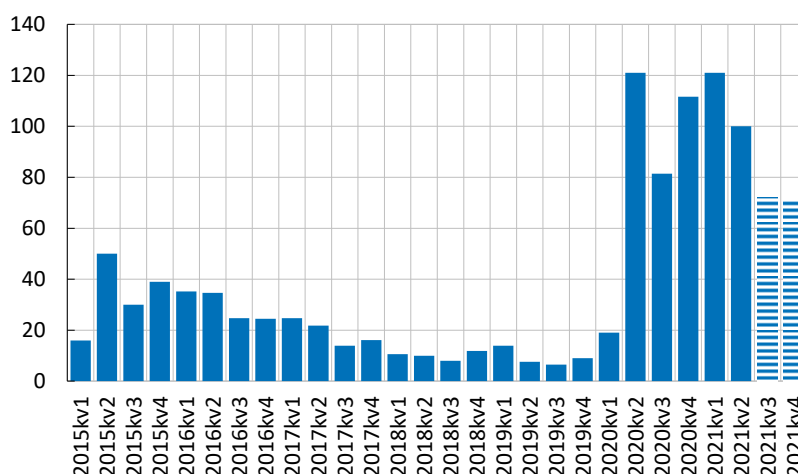
Obligationsköpen fördelar sig på svenska nominella och reala statsobligationer samt svenska statens gröna obligationer till ett sammanlagt nominellt belopp om 12 miljarder kronor, obligationer utgivna av svenska kommuner och regioner samt Kommuninvest i Sverige AB till ett nominellt belopp om 15 miljarder kronor, samt säkerställda obligationer utgivna av svenska institut till ett nominellt belopp om 60 miljarder kronor (se diagram 10). Köpen av företagsobligationer upp till 10 miljarder kronor fram till den 30 juni 2021 fortsätter enligt det beslut som fattades den 30 juni 2020. Riksbanken eftersträvar en relativt jämn fördelning mellan olika obligationer. Eftersom Riksbanken redan äger en stor andel av de utestående nominella statsobligationerna med löptider under 10 år kommer köpen av nominella statsobligationer förläggas vid längre löptider.

Ramen för tillgångsköp om upp till 700 miljarder kronor innefattar utöver obligationsköp både Riksbankens köp av statsskuldväxlar och erbjudande att köpa företagscertifikat. Genomförandet av köpprogrammet tar därmed hänsyn till statsskuldväxlars och företagscertifikats korta löptider. Under andra kvartalet 2021 kommer Riksbanken att

erbjuda sig att köpa företagscertifikat till ett möjligt innehav om 32 miljarder kronor och köpa statsskuldväxlar så att innehavet ökar med 10 miljarder kronor och når upp till 20 miljarder kronor vid kvartalets slut. Direktionens nuvarande bedömning är att ramen för tillgångsköpen kommer att utnyttjas fullt ut fram till slutet av 2021. Det innebär obligationsköp om cirka 70 miljarder kronor per kvartal under andra halvåret (se diagram 9).⁴

Diagram 9. Riksbankens köp av värdepapper i svenska kronor

Nominellt belopp, miljarder kronor



Anm. De fyllda staplarna avser genomförda och beslutade köp av statsobligationer, kommunobligationer, säkerställda obligationer och företagsobligationer inom ramen för såväl det tillgångsköpprogram som inleddes i februari 2015 som det nya tillgångsköpprogram som inleddes i mars 2020. I köpbeloppen för 2021 inkluderas även förändringar i innehavet av statsskuldväxlar. Streckade staplar visar en prognos baserad på att hela ramen om 700 miljarder kronor utnyttjas, under antagande om en jämn köptakt för återstoden av 2021.

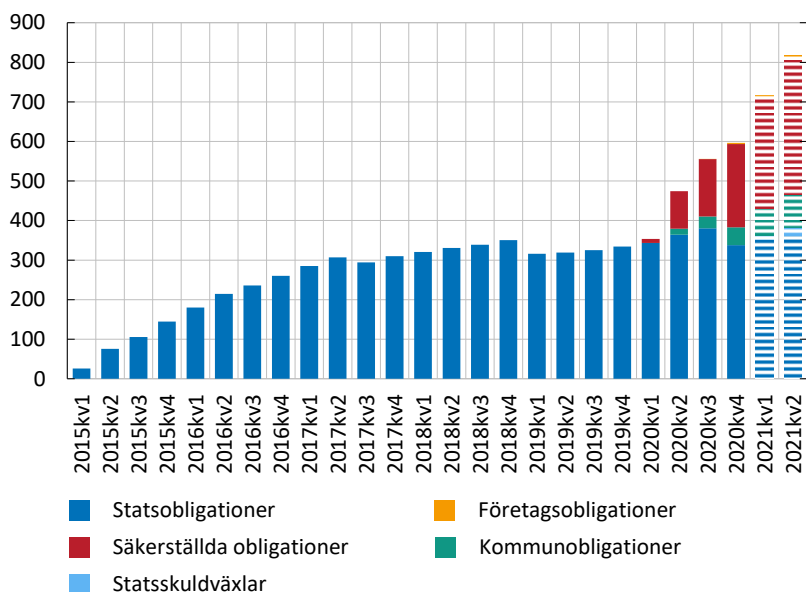
Källa: Riksbanken.

Beslutet avseende köp för andra kvartalet innebär att Riksbankens samlade innehav, som även inkluderar köp av statsobligationer före pandemin, kommer att uppgå till cirka 800 miljarder kronor i slutet av andra kvartalet 2021 (se diagram 10). Om det bedöms lämpligt kan direktionen justera planen för köp av värdepapper genom att höja eller sänka köpbeloppet för respektive värdepappersslag. Vilka penningpolitiska åtgärder som vidtas, och när de vidtas, är alltid en avvägning mellan olika för- och nackdelar. Riksbankens agerande kännetecknas av en försiktighetsprincip, där det är viktigt att stödåtgärderna inte minskas för tidigt.

⁴ Målet är att upprätthålla innehavet av statsskuldväxlar på en nivå om 20 miljarder kronor efter andra kvartalet, vilket innebär att Riksbanken vid förfall kommer att köpa svenska statsskuldväxlar för att kompensera för detta.

Diagram 10. Riksbankens innehav av värdepapper uppdelat på tillgångsslag

Nominellt belopp, miljarder kronor



Anm. Innehav av värdepapper, exklusive företagscertifikat, utgivna i svenska kronor. För första och andra kvartalet 2021 visas beslutade köp.

Källa: Riksbanken.

Innehavet av värdepapper upprätthålls åtminstone under 2022

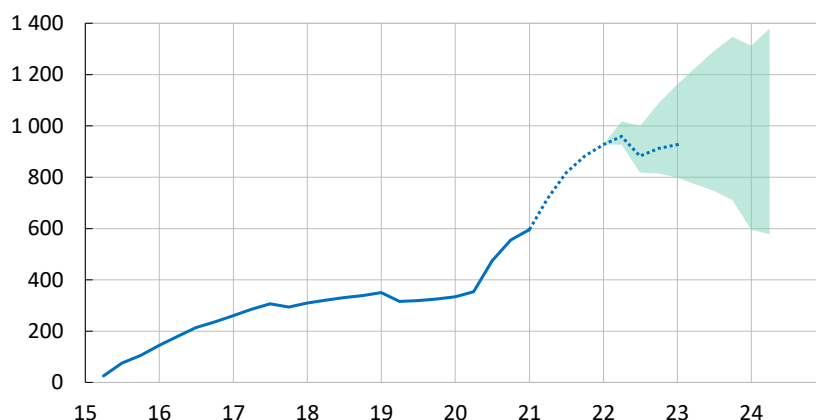
Riksbankens köp av nominella och reala svenska statsobligationer har sedan 2015 varit ett viktigt verktyg för att göra penningpolitiken expansiv. Under coronakrisen har innehavet av värdepapper utökats kraftigt. Utöver statspapper har Riksbanken köpt flera andra värdepapper i syfte att hålla räntenivåerna nere och underlätta kreditförsörjningen i ekonomin. De största köpen har varit av säkerställda obligationer, följt av kommunobligationer och företagspapper. I beslutet från november 2020 inkluderades även köp av statsskuldväxlar i köpprogrammet.

I slutet av januari 2021 uppgick Riksbankens innehav av värdepapper utgivna i svenska kronor till cirka 625 miljarder kronor (se diagram 11). Värdepapper för 345 miljarder kronor hade då köpts inom den ram om upp till 700 miljarder som lanserats under pandemin. Innehavet väntas öka till drygt 900 miljarder kronor i slutet av året.⁵ Detta innefattar även det innehav av statsobligationer som Riksbanken byggde upp huvudsakligen under 2015–2017. Direktionen planerar att upprätthålla storleken på innehavet på denna nivå åtminstone under 2022 genom nya köp som kompenserar för förfall i olika tillgångsslag (se även fördjupningen ”Utvecklingen av Riksbankens värdepappersinnehav”). Riksbanken kommer fortsätta att utforma penningpolitiken så att det finns ett omfattande penningpolitiskt stöd så länge det behövs för att ge stöd till återhämtningen och inflationen.

⁵ Innehavet ökar mindre än de planerade köpbeloppen eftersom vissa obligationer förfaller under året.

Diagram 11. Riksbankens innehav av värdepapper i svenska kronor

Nominellt belopp, miljarder kronor



Anm. Innehav av värdepapper, exklusive företagscertifikat utgivna i svenska kronor. Streckad linje visar en prognos för innehavet till och med 2021 och därefter en teknisk framskrivning under antagande om en jämn köptakt som gör att innehavet är på samma nivå i slutet av 2022 som i slutet av 2021. Intervallets övre gräns reflekterar en utveckling där Riksbankens tillgångsköp fortgår i ungefär samma takt som under 2021. Dess nedre gräns är en framskrivning av innehavet under antagande att inga fler tillgångsköp görs efter 2021.

Källa: Riksbanken.

Stödåtgärderna har mer effektivt genomslag när politikområden kompletterar varandra

De stödåtgärder som regeringen och Riksbanken har satt in för att lindra krisen och underlätta återhämtningen kompletterar varandra. Riksbankens åtgärder har bidragit till en fungerande kreditförsörjning och till ett lågt ränteläge i hela ekonomin. Efterfrågan i svensk ekonomi stöttas också med finanspolitik som kan ge ett mer träffsäkert stöd åt sektorer där pandemins negativa effekter blivit särskilt påtagliga. Sedan pandemin bröt ut har Riksdagen fattat beslut om omfattande finanspolitiska åtgärder.

Ränteläget är nu lågt och de offentliga finanserna starka. Detta gör det möjligt med omfattande ekonomiskt-politiskt stöd under en lång tid för att föra ekonomin tillbaka mot ett mer normalt läge. Riksbankens prognoser för den ekonomiska återhämtningen förutsätter också att det finns ett fortsatt omfattande finanspolitiskt stöd.

1.3 Osäkerhet förutsätter beredskap

Ny nedgång i ekonomin?

Den fortsatta ekonomiska återhämtningen väntas gå lite snabbare enligt Riksbankens nuvarande bedömning jämfört med den i november. Men även om oväntat starka utfall och de pågående vaccinationsprogrammen har minskat sannolikheten för ytterligare stora BNP-fall i år och de kommande åren så är prognoserna ändå osäkra. Det finns en fortsatt risk för bakslag när det gäller smittspridningen och immunitet. De logistiska utmaningarna med vaccinationerna är stora. Och även om huvudscenariots

antagande om pandemins utveckling infrias kan återhämtningen gå långsammare än väntat och krisens skadeverkningar bli större.

I ett scenario där behovet av penningpolitiska stimulanser ökar är tillgångsköp och åtgärder för att främja kreditgivningen i ekonomin fortsatt viktiga verktyg. Med en styrränta som redan är på noll procent är utrymmet för stora räntesänkningar begränsat. Men det är fullt möjligt att reporäntan kan komma att sänkas, särskilt om förtroendet för inflationsmålet skulle vara hotat. Flera faktorer som idag är svåra att bedöma kommer att avgöra om det är lämpligt att åter sänka räntan till negativa nivåer. Sådana faktorer är hur växelkursen utvecklas, hur snabbt ekonomins utbudssida återhämtar sig i förhållande till efterfrågesidan och hur en lägre styrränta bedöms påverka det allmänna ränteläget och i förlängningen konsumtionen och investeringarna. I ett scenario med nya nedgångar i ekonomin har samtidigt finanspolitiken fortsatt en viktig roll att spela. Det gäller särskilt om ekonomiska problem drabbar en viss samhällssektor extra hårt.

Snabbare uppgång i inflationen?

Inflationstrycket väntas stiga gradvis under de kommande åren när efterfrågan stärks i såväl omvärlden som Sverige och företagens kostnader närmar sig normala nivåer. Att ekonomin visat motståndskraft under pandemins andra våg understryker att det inte heller är omöjligt att den samlade ekonomiska aktiviteten ökar snabbare än i Riksbankens huvudscenario. I ett scenario med en mer gynnsam utveckling för svensk BNP och arbetsmarknad skulle också inflationen kunna stiga snabbare under prognosperioden (se fördjupningen ”Två alternativa scenarier för den ekonomiska återhämtningen” i denna rapport). Att krisen kan komma att ha betydelse för strukturella förändringar är sannolikt, även om det är en öppen fråga om dessa bidrar till högre eller lägre inflation på sikt. Vissa omständigheter talar för att inflationen kan bli högre, till exempel om pandemin leder till ett minskat utbyte av varor och tjänster med omvärlden.⁶ Produktionsstörningar kan också leda till en högre prisökningstakt, liksom en minskad konkurrens till följd av fler konkurser inom vissa sektorer.

Ett scenario där inflationen stiger snabbare under prognosperioden behöver dock inte vara ett skäl till att på olika sätt göra penningpolitiken mindre expansiv. En inflation som överstiger målet skulle kunna bidra till att inflationsförväntningarna tydligare förankras nära 2 procent, och på så sätt vara bra för pris- och lönebildningen.

Sidoeffekter av nödvändiga stimulanser

De åtgärder som centralbanker världen över har vidtagit riskerar att bygga in sårbarheter i bland annat det finansiella systemet. Dessa sårbarheter har dock varit underordnade behovet av att motverka pandemins omedelbara ekonomiska konsekvenser och dämpa de dramatiska BNP- och sysselsättningsfallen i världsekonomin. Stödåtgärderna innebär att länder och företag kraftigt ökar sin skuldsättning. Svaga banker och

⁶ För en diskussion om sådana faktorer se fördjupning ”Inflationsutsikter under coronakrisen” i den penningpolitiska rapporten i juli 2020.

offentliga finanser i exempelvis euroområdet är en risk som kan medföra att krisen blir både djupare och mer utdragen.

Riksbankens penningpolitiska stödåtgärder bedöms hittills ha fungerat väl och fått ett bra genomslag i ekonomin. Att stimulera ekonomin har varit nödvändigt men det kan samtidigt öka de långsiktiga riskerna. Riksbanken analyserar därför kontinuerligt eventuella sidoeffekter av penningpolitiken. Låga räntor kan skapa incitament till ett alltför stort risktagande, göra att bostäder och andra tillgångar blir övervärderade, leda till att risker blir felaktigt prissatta och till att aktörers skuldsättning ökar på ett ohållbart sätt. Riksbankens köp av statsobligationer har pressat ner räntorna men också inneburit att en stor andel av stocken inte finns tillgänglig för handel på marknaden.⁷ Sårbarheterna kopplade till de svenska hushållens höga skuldsättning och bankernas stora exponeringar mot fastigheter har dessutom ökat. Bostadspriserna har stigit ytterligare under pandemin och därmed också hushållens skulder, vilket gör hushållen än mer känsliga för både prisfall på bostadsmarknaden och stigande räntekostnader. För att minska riskerna med hushållens skuldsättning krävs i första hand åtgärder inom bostads- och skattepolitiken.⁸

I samband med diskussionen om sidoeffekter av penningpolitiken diskuteras även effekter på fördelningen av inkomster och förmögenheter. En expansiv penningpolitik verkar genom olika kanaler och bidrar både till stigande tillgångspriser och till högre sysselsättning, vilket har motverkande fördelningseffekter. Det är därmed inte uppenbart vad den samlade effekten är. Penningpolitiken är inte särskilt väl lämpad att användas för fördelningspolitik och det är heller inte Riksbankens uppgift. Finanspolitiken har de mest effektiva verktygen och även ansvar för att motverka oönskade fördelningseffekter.⁹

⁷ I Finansmarknadsenkäten hösten 2020 hade dock andelen respondenter som anser att marknaderna fungerar bra eller mycket bra tydligt ökat sedan våren.

⁸ För en diskussion om de förhöjda riskerna för den finansiella stabiliteten, se Riksbankens rapport Finansiell stabilitet 2020:2.

⁹ Se fördjupningen "Fördelningseffekterna av Riksbankens penningpolitik" i Penningpolitisk rapport november 2020.

Tabell 1. Riksbankens åtgärder under coronakrisen

Åtgärd	Omfattning (Hittills köpt/utnyttjat till och med den 5 februari)	Syfte
Program för lån till banker för vidareutlåning till företag	Upp till 500 miljarder kronor (164,5 mdr kr)	Stödja kreditförsörjningen till icke-finansiella företag.
Ram för Riksbankens tillgångsköp	Köpprogrammet gäller till 31 december 2021. Ramen uppgår till 700 miljarder kronor. Köp 2021 kv 2: 90 miljarder kronor obligationer samt 10 miljarder kronor ökat innehav av statsskuldsväxlar (345 mdr kr, exkl företagscertifikat)	Bidra till låga räntor i hela ekonomin och väl fungerande kreditförsörjning och på så sätt skapa gynnsamma förutsättningar för ekonomin att återhämta sig och inflationen att stiga mot målet.
- Köp av statsobligationer	Köp 2021 kv 2: 12 miljarder kronor (50,7 mdr kr)	
- Köp av kommunobligationer	Köp 2021 kv2: 15 miljarder kronor (49,3 mdr kr)	
- Köp av säkerställda obligationer	Köp 2021 kv 2: 60 miljarder kronor (238 mdr kr)	
- Köp av statsskuldsväxlar	Köp upp till innehav 20 miljarder kronor till 30 juni 2021 (Innehav 3 mdr kr)	
- Köp av företagsobligationer	Köp upp till 10 miljarder kronor till 30 juni 2021 (4,4 mdr kr)	
- Köp av företagscertifikat	Köp upp till innehav 32 miljarder kronor till 30 juni 2021 (Innehav: 0,4 mdr kr)	
Sänkt ränta i stående utlåningsfaciliteten	Sänkning från 0,75 till 0,10 procentenheter över reporäntan.	Säkerställer att dagslåneräntan på marknaden för svenska kronor hamnar nära reporäntan. Gör det billigt för bankerna att få tillgång till kredit över natten.
Veckovisa marknadsoperationer där banker erbjuds låna mot säkerhet med tre respektive sex månaders löptid till reporäntan.	Obegränsat (28,7 mdr kr)	Stärka bankernas tillgång till likviditet i svenska kronor för att underlätta deras finansiering och deras roll som kreditförsörjare till svenska företag.
Lättade krav på säkerheter för att låna hos Riksbanken	—	Stärka bankernas tillgång till likviditet i svenska kronor.
Lån i amerikanska dollar	Upp till 60 mdr USD (2 mdr USD)	Stärka tillgången till likviditet i amerikanska dollar i det svenska finansiella systemet.

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 Lågt ränteläge och ökad riskvilja

Sedan våren 2020 har viljan att hålla riskfyllda tillgångar på internationella finansiella marknader successivt ökat. Utvecklingen har fortsatt även då restriktioner skärpts i många länder efter att smittspridningen ökat sedan den penningpolitiska rapporten i november. Viktiga anledningar är att vaccinationsprogrammen runt om i världen har påbörjats och att centralbankerna har fortsatt med sina åtgärder i form av storskaliga tillgångsköp och omfattande utlåningsprogram.

Ränteläget i Sverige är lågt. Riskfyllda räntor med längre löptider är låga och skillnaderna mellan långa och korta räntor är små. Räntorna på penningmarknaden och vissa obligationsräntor ligger i nivå med reporäntan eller strax under. Den ökade viljan att hålla riskfyllda tillgångar har bidragit till att både den svenska aktiebörsen och den svenska kronan ökat i värde sedan i höstas. Även om kredittillväxten till företag har minskat något de senaste månaderna bedöms kreditförsörjningen till hushåll och företag i Sverige vara fortsatt god. Både i Sverige och i omvärlden bedöms de finansiella förhållandena vara fortsatt expansiva men avhängig av att de ekonomisk-politiska stödåtgärderna finns kvar.

2.1 Högre smittspridning men mindre rörelser på de finansiella marknaderna än i våras

Utvecklingen av pandemin och de ekonomiska konsekvenser som denna medför fortsätter att präglade utvecklingen på de finansiella marknaderna i såväl Sverige som i omvärlden. Runt årsskiftet ökade smittspridningen i många länder och regeringarna har därför tvingats återinföra nedstängningar. Även i Sverige har nu regeringen infört nya restriktioner, samt utfärdat förbud mot inresor från ett antal länder. Dessa bakslag har dock inte haft någon stor påverkan på investerarnas vilja att hålla riskfyllda tillgångar. Bidragande orsaker är att många länder påbörjat sina vaccinationsprogram, att förväntningarna om den ekonomiska utvecklingen på sikt är oförändrade och att centralbankerna fortsätter föra en expansiv penningpolitik i form av tillgångsköp och olika utlåningsprogram.

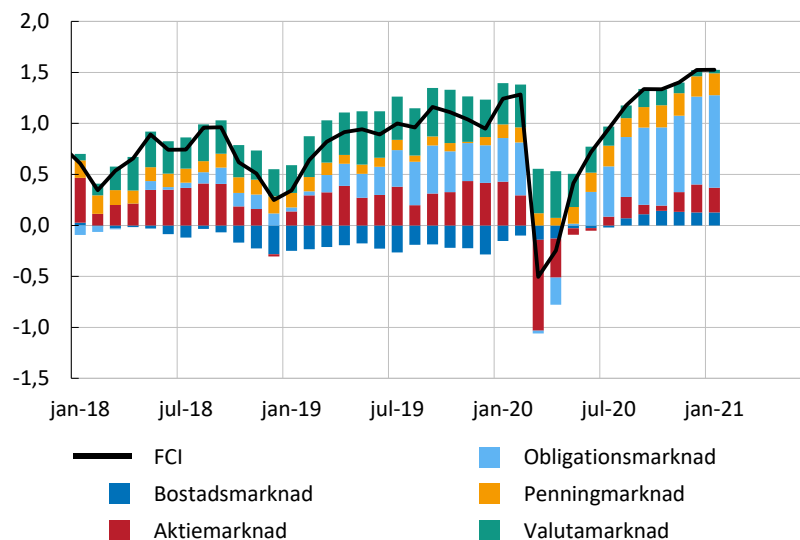
Dessutom har den politiska osäkerheten minskat sedan november, inte minst i USA där förväntningarna på en mer expansiv finanspolitik även har ökat efter valet. Också osäkerheten kring Storbritanniens utträde ur Europeiska unionen skingrades före årsskiftet efter att ett preliminärt avtal förhandlats fram. Negativa nyheter har gett upphov till begränsade rörelser på de finansiella marknaderna sedan november. Men risken att ytterligare ökad smittspridning, förseningar i vaccinationsprogrammen eller för tidig avveckling av ekonomiska-politiska stödåtgärder leder till förnyad oro på de finansiella marknaderna kvarstår. Som i våras skulle en sådan utveckling sannolikt leda

till stigande räntor och försämrade möjligheter för företag och hushåll att få krediter. Läget på de finansiella marknaderna är därför i hög grad avhängigt av att centralbanker, regeringar och andra myndigheter fortsätter med sina stödåtgärder.

På de obligationsmarknader där Riksbanken genomför tillgångsköp är räntorna fortfarande mycket låga. Framför allt är det räntorna på säkerställda obligationer och på företagsobligationer som är historiskt låga. I diagram 12 visas ett index som syftar till att sammanfatta läget på många olika finansiella delmarknader i Sverige. Detta index tyder på att de finansiella förhållandena är fortsatt expansiva och att det framför allt är de låga obligationsräntorna som bidrar till detta. Men även aktiemarknaden, penningmarknaden och bostadsmarknaden bidrar. I och med att den svenska kronan har stärkts sedan i höstas bidrar dock valutamarknaden inte längre till att göra de finansiella förhållandena expansiva.

Diagram 12. Index för finansiella förhållanden i Sverige

Standardavvikelser – ett högre värde anger mer expansiva finansiella förhållanden



Källa: Riksbanken.

ECB utökar och förlänger stödåtgärderna

Den europeiska centralbanken, ECB, beslutade i december om ytterligare penningpolitiska stimulansåtgärder genom att utöka och förlänga tillgångsköps- och utlåningsprogrammen. Styrräntorna lämnades oförändrade vilket innebär att inlåningsräntan ligger kvar på -0,5 procent. Ramen för köp av tillgångar inom det särskilda pandemiprogrammet (PEPP) utökades med 500 miljarder euro till 1850 miljarder euro och perioden med nettoköp förlängdes till åtminstone mars 2022. I programmet för utlåning till hushåll och företag via bankerna (TLTRO-III) förlängdes de förmånliga räntevillkoren fram till juni 2022. Beloppet som bankerna får låna inom programmet höjdes också något. ECB bibehåller även de lättnader i säkerhetskraven som bankerna måste uppfylla när de lånar likviditet i ECB. I det program för tillgångsköp som var på plats redan innan pandemin (APP) fortsätter köpen av tillgångar med nettoköp för 20 miljarder euro i månaden. ECB meddelade att man räknar med att dessa tillgångsköp

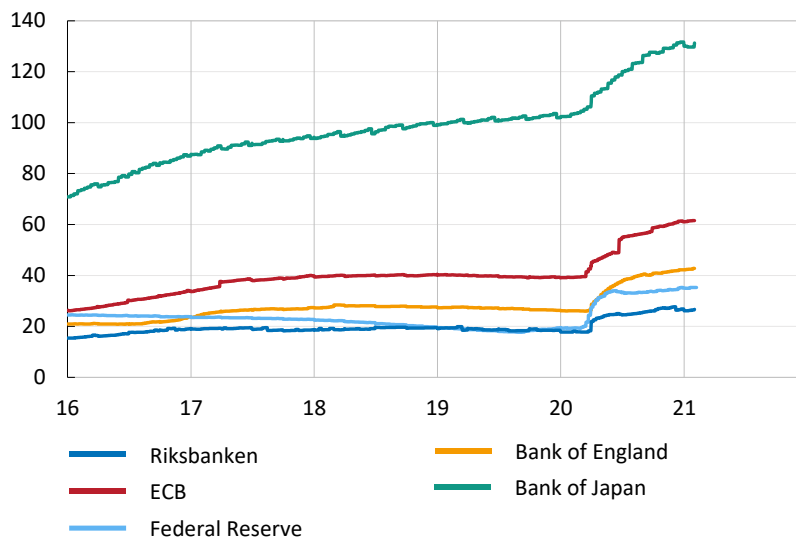
fortskrider så länge som det är nödvändigt för att penningpolitiken ska förbli expansiv och att detta program inte kommer att avslutas förrän strax innan styrräntorna höjs. Vid det penningpolitiska mötet i januari återupprepade ECB att ramen för programmet ska uppfattas som ett tak.

Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, beslutade att hålla styrräntan oförändrad inom intervallet 0 – 0,25 procent vid det penningpolitiska mötet i december. Innehavet av statspapper ökar med ett belopp av 80 miljarder dollar per månad medan innehavet av säkerställda obligationer och andra hypoteksbaserade värdepapper ökar med ett belopp på 40 miljarder dollar per månad. Federal Reserve betonade vid mötet att man avser att fortsätta med dessa köp tills dess att den ekonomiska situationen har förbättrats. Under december erbjöd sig Federal Reserve också att förlänga avtalen med utländska centralbanker som innebär att dessa kan ge likviditetsstöd i dollar fram till tredje kvartalet i år. Man förlängde även ansökningsperioden för deltagande i den utlåningsfacilitet som öppnades med syfte att huvudsakligen stödja kreditförsörjningen till små och medelstora företag. Federal Reserve förlängde dock inte alla program som infördes i samband med pandemin.¹⁰ Vid det penningpolitiska mötet i januari skedde inga förändringar av besluten från december.

Den expansiva penningpolitik som många centralbanker bedriver, med tillgångsköp och olika former av utlåning, har inneburit att deras balansräkningar ökat som andel av ekonomin (se diagram 13).

Diagram 13. Centralbankers balansomslutning

Procent av årlig BNP



Anm. Årlig BNP beräknas som en summa av innevarande kvartal och de tre föregående. Efter 2020-09-30 är årlig BNP summan av BNP för fjärde kvartalet 2019 till och med tredje kvartalet 2020. Serien för Bank of England bygger på veckostatistik som ger en uppskattning av bankens fullständiga konsoliderade balansräkning vilken publiceras med fördröjning på fem kvartal.

Källor: Macrobond, Bank of England och Riksbanken.

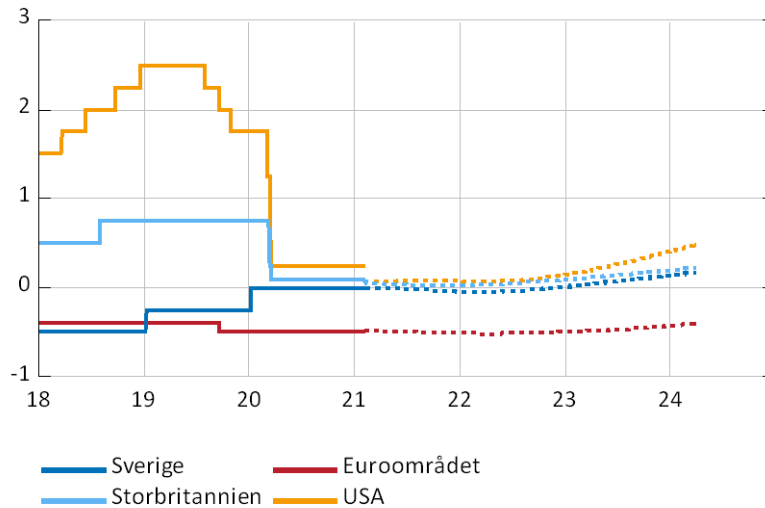
¹⁰ Bland annat det program där man köper skuldebrev från företag på andrahandsmarknaden (SMCCP) men också Main street lending programme avslutades vid årsskiftet.

Låga räntor på den svenska penningmarknaden

Prissättningen på de finansiella marknaderna tyder på att marknadsaktörerna förväntar sig att styrräntorna i USA, Storbritannien och Sverige förblir nära noll procent under en längre period framöver och att aktörerna väntar sig att ECB håller inlåningsräntan oförändrad runt -0,5 procent (se diagram 14).

Diagram 14. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning

Procent

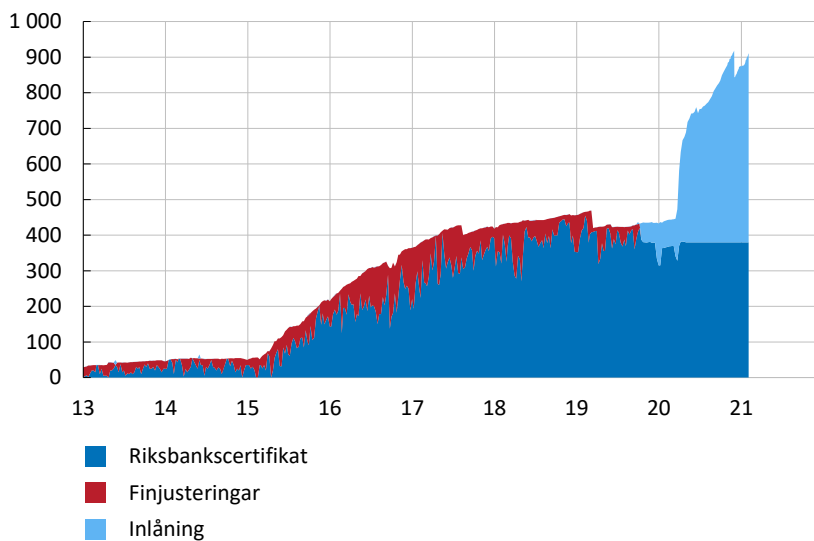


Anm. Terminräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar styrräntan. I Sverige beskriver dock terminräntan den förväntade reporäntan. Streckade linjer avser terminräntor 2021-02-05.

Källor: Macrobond och Riksbanken.

Diagram 15. Likviditet i banksystemet, inlåning och Riksbankscertifikat

Miljarder kronor



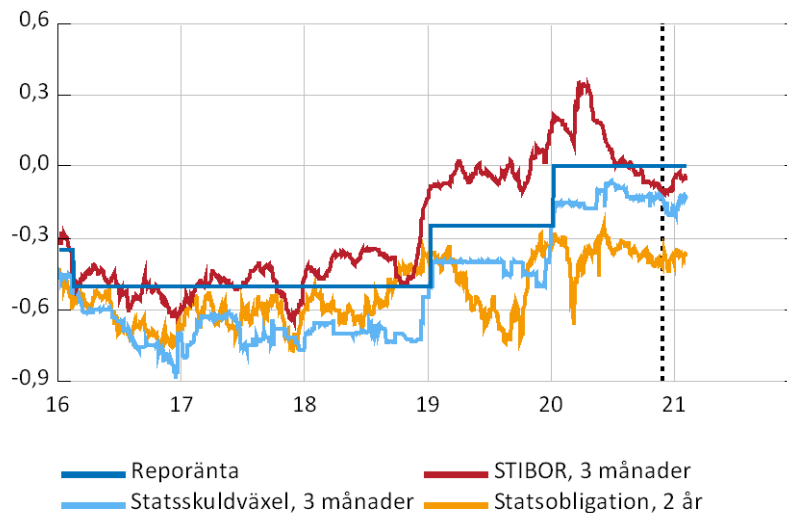
Källa: Riksbanken.

Att reporäntan förväntas vara på en låg nivå är en av anledningarna till att räntorna på svenska statspapper och på interbankmarknaden är så låga. En annan viktig anledning är Riksbankens tillgångsköp. Sedan 2015 har likviditeten i banksystemet växt till följd av Riksbankens köp av obligationer i penningpolitiskt syfte. Sedan mars 2020 har likviditeten ökat ytterligare som en följd av att Riksbanken beslutat om nya tillgångsköp och utlåningsprogram (se diagram 15).

Likviditetsöverskottet är en viktig förklaring till att räntorna på den svenska penningmarknaden, däribland räntan på interbanklån utan säkerheter, STIBOR, varit så låga. Sedan november har STIBOR varit lägre än Riksbankens reporänta (se diagram 16). Även räntorna på flertalet statspapper är lägre än reporäntan. Räntorna på statskuldsväxlar sjönk efter det penningpolitiska beslutet i november då Riksbanken inkluderade dessa värdepapper i programmet för tillgångsköp.

Diagram 16. Reporäntan och marknadsräntor

Procent



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

Källor: Macrobond, Refinitiv och Riksbanken.

Stigande långräntor i USA, fortsatt låga räntor i Sverige

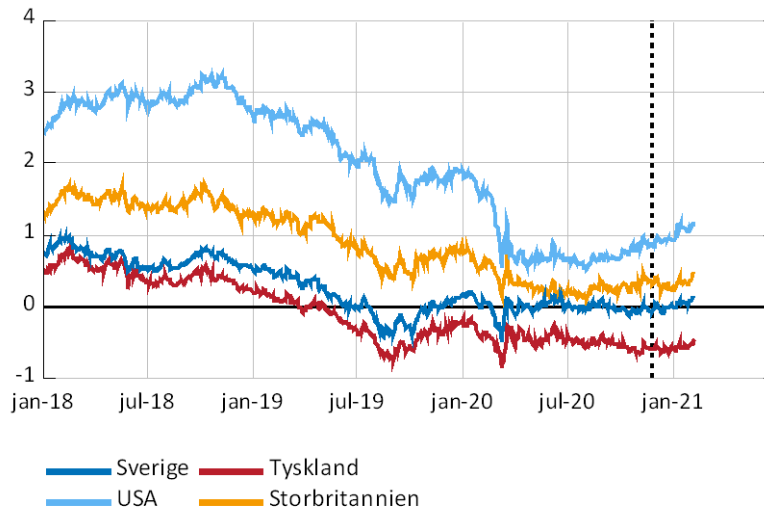
De långa statsobligationsräntorna i USA har stigit tydligt sedan november (se diagram 17). En tänkbar förklaring är att marknadsaktörernas inflationsförväntningar har ökat, bland annat mot bakgrund av att finanspolitiken väntas bli expansiv och att den amerikanska centralbanken de kommande åren kommer tolerera en högre inflationstakt än tidigare.¹¹ Eftersom förväntningarna om styrräntan har varit ungefär oförändrade sedan november kan ökningen också beror på att den så kallade terminspremien stigit. Terminspremien är den ersättning som kompenserar investerarna för de risker det innebär att investera i obligationer med lång löptid jämfört med att investera i en se-

¹¹ För mer detaljer se marginalrutan "Federal Reserves nya penningpolitiska ramverk" i Penningpolitisk rapport september 2020, Sverige riksbank.

rie av obligationer med kort löptid. Att terminspremien stiger kan förklaras av att investerarna har blivit mindre villiga att hålla säkrare tillgångar, som statsobligationer, för att istället efterfråga mer riskfyllda tillgångar som aktier och företagspapper. När efterfrågan på statsobligationer minskar stiger kompensationen för att hålla dessa papper.

Diagram 17. 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 november.

Källor: Nationella centralbanker, US Treasury och Riksbanken.

I Europa har det skett en viss uppgång i statsobligationsräntorna sedan november. Detta gäller räntorna i såväl Tyskland som i andra länder (se diagram 17). En bidragande orsak till att räntorna fortfarande är så pass låga är stödåtgärderna från ECB. Statsobligationsräntorna i vissa länder, som Italien, Portugal och Spanien, är dock högre än motsvarande räntor i Tyskland. Skillnaderna mellan dessa räntor och tyska räntor speglar delvis de offentliga skuldnivåerna i respektive land men hålls också nere av stödåtgärder från ECB och EU. Dessa ränteskillnader har varit relativt stabila sedan årsskiftet och den regeringskris som uppstod i Italien i början av året har hittills haft ganska liten effekt på den italienska statens upplåningskostnader.

Även de svenska statsobligationsräntorna är fortsatt låga, även om de har stigit sedan det penningpolitiska mötet i november (se diagram 17). Förväntningar om låga styrrentor och centralbankernas tillgångsköpsprogram är viktiga orsaker till låga statsobligationsräntor världen över. Räntorna på svenska säkerställda obligationer har också förblivit mycket låga sedan det penningpolitiska mötet i november. Exempelvis är räntan på en tvåårig säkerställd obligation något lägre än reporäntan.

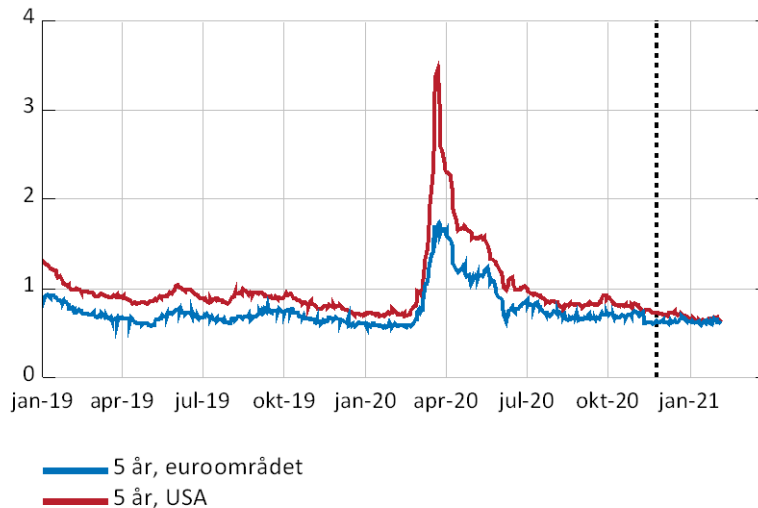
Billigt för företagen att finansiera sig på marknaden

Ränteskillnaderna mellan företagsobligationer och statsobligationer i USA och i euroområdet är fortfarande mycket små och har minskat ytterligare något sedan årsskiftet

(se diagram 18). Även i Sverige har räntorna på företagsobligationer med högt kreditbetyg sjunkit och ränteskillnaderna mot statsobligationer är nu mindre än vad de var för ett år sedan (se diagram 19).

Diagram 18. Skillnad mellan räntorna på företagsobligationer och statsobligationer i euroområdet och USA

Procentenheter



Anm. Ränteskillnaderna avser 5-åriga benchmarkobligationer utgivna av företag med god kreditvärdighet respektive staten. Streckad linje markerar penningpolitiska mötet i november.

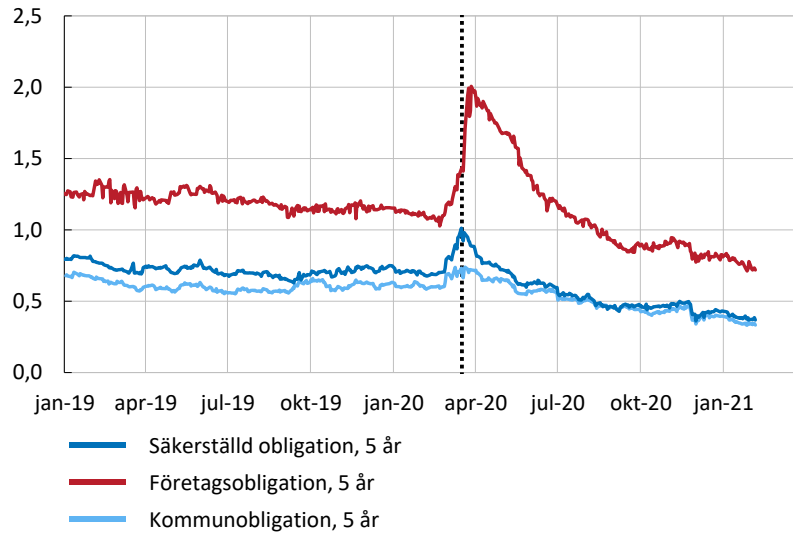
Källa: Macrobond.

Under mars förra året ville många investerare sälja företagsobligationer och få ville köpa. Obalansen på marknaden blev så påtaglig att handeln i flera företagsobligationsfonder tillfälligt stängdes för uttag eftersom det blev svårt att värdera innehaven till rättvisande priser. Skillnaderna mellan köp- och säljräntor, den så kallade bid-ask spreaden, ökade som en följd. Bid-ask spreaden används ofta som ett mått på likviditeten på en marknad. Efter sommaren minskade dessa skillnader på företagsobligationsmarknaden vilket tyder på att likviditeten på marknaden förbättrades. Bakslag i form av nyheter om att smittspridningen på nytt har ökat igen har inte påverkat marknadslikviditeten och den genomsnittliga upplåningskostnaden har fortsatt att sjunka.

Även räntorna och likviditeten på andra obligationsmarknader där Riksbanken är närvarande, som marknaden för kommunobligationer och säkerställda obligationer, har haft en liknande utveckling. Skillnaden i ränta mellan dessa obligationer och motsvarande statsobligationer har under hösten varit på nivåer som är lägre än före pandemin (se diagram 19). Riksbankens närvaro på dessa marknader är en av flera förklaringar till att de svenska obligationsmarknaderna har visat motståndskraft när smittspridningen ökat. Riksbankens stödåtgärder har bidragit till att upprätthålla marknadslikviditeten och hållit nere de riskpremier som annars kunde ha fått räntorna att öka.

Diagram 19. Ränteskillnad mellan olika obligationsslag och statsobligationer i Sverige

Procentenheter



Anm. Räntorna på säkerställda obligationer, företagsobligationer och statsobligationer är noll-kuponräntor beräknade med Nelson-Siegel-metoden. Företagsobligationer avser företag med ett högt kreditbetyg. Kommunobligationerna är utgivna av Kommuninvest i Sverige AB. Streckad linje markerar 2020-03-16 då direktionen beslutade att utöka köpen av tillgångar till att omfatta kommunobligationer och säkerställda obligationer.

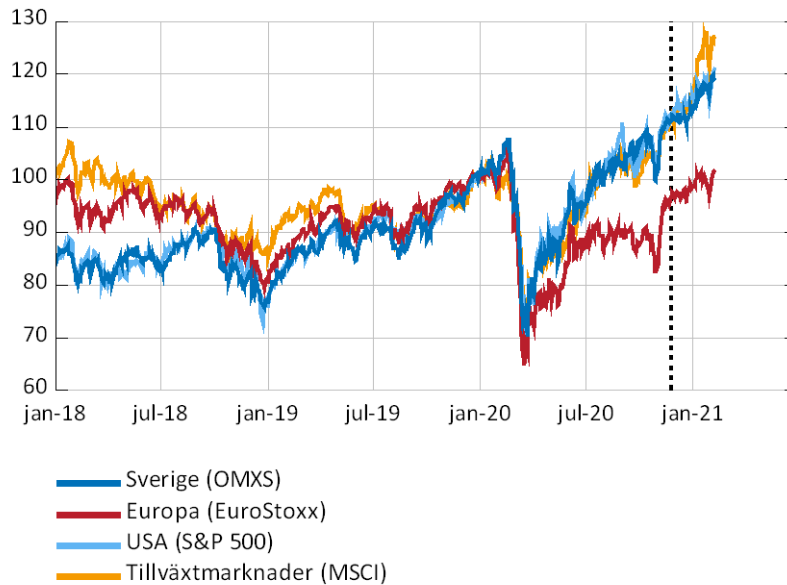
Källor: Bloomberg, Macrobond, Refinitiv och Riksbanken.

Prisuppgångar på aktiemarknaderna

Priserna på aktiemarknaderna har fortsatt att stiga och sedan november har flera aktieindex, framför allt i USA och i Sverige, passerat nya rekordnivåer (se diagram 20). Aktiemarknaderna var förvisso något mer känsliga än obligationsmarknaderna för nyheterna om smittspridningen och nya restriktioner under hösten förra året. Sedan flera länder påbörjat sina vaccinationsprogram har dock stora prisfall på aktiemarknaderna uteblivit, även om priserna varierat en del. Marknaden räknar också med att dessa svängningar framöver kommer att vara större än tidigare. De finansiella kontrakt som handlas på marknaden och som speglar förväntade variationer i börsvärdet steg i slutet av januari och är högre än vad de varit sedan ett antal år tillbaka. Detta indikerar att kostnaden för att försäkra sig mot prisrörelser på aktiemarknaderna är högre än före pandemin.

Diagram 20. Börsutveckling i inhemsk valuta

Index, 2019-12-31 = 100



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

Källa: Macrobond.

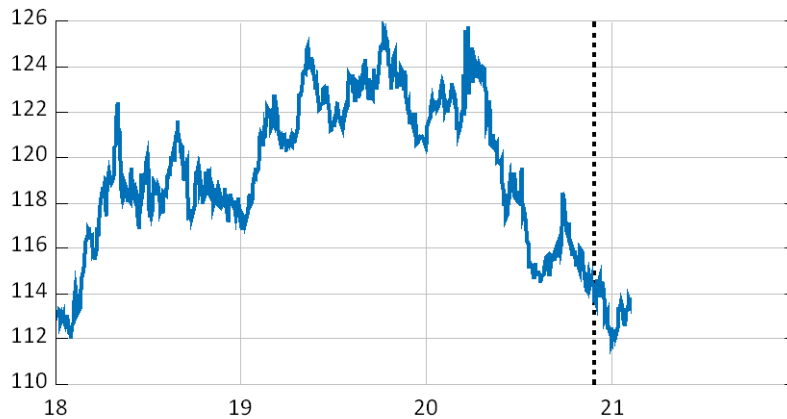
Återhämtningen på aktiemarknaderna har dock skett utan att företagens vinstnivåer stigit på ett motsvarande sätt och detta väcker frågan om värderingen på aktiemarknaderna är långsiktigt hållbar, något som diskuterats i olika internationella forum. Det är i sammanhanget viktigt att understryka att uppgången på aktiemarknaderna inte får ses som frikopplad från utvecklingen på obligationsmarknaderna, där de låga räntorna gör att priserna på obligationerna också är på historiskt sett mycket höga nivåer.

Den svenska kronan har stärkts sedan i höstas

Under oroliga perioder då marknadsaktörerna föredrar säkrare tillgångar brukar kronans växelkurs försvagas gentemot valutor som investerarna betraktar som säkrare, bland annat den amerikanska dollarn. Sjunkande räntor på riskfyllda obligationer och stigande aktiepriser tyder på att viljan att ta risk är hög på de finansiella marknaderna, särskilt med hänsyn till konjunkturläget. Den höga riskviljan är en av förklaringarna till att kronan har stärkts mot de flesta andra valutor under de senaste månaderna. Sedan det penningpolitiska mötet i november har kronan, enligt kronindex, KIX, stärkts ytterligare något (se diagram 21). Detta står i samklang med utvecklingen på de övriga finansiella marknaderna med låga räntor och höga aktiepriser. Sedan årsskiftet har kronan däremot försvagats något samtidigt som svängningarna i aktiepriserna tilltagit.

Diagram 21. 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 november.

Källor: Nationella källor och Riksbanken.

Svenska banker har låga finansieringskostnader

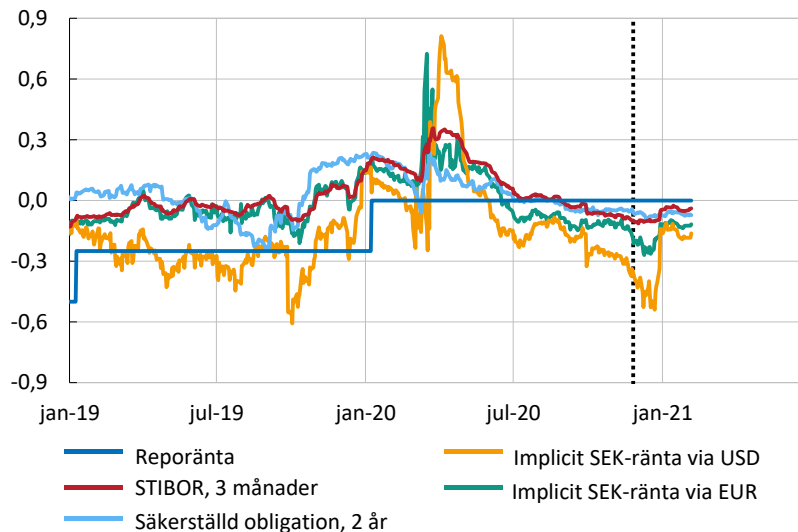
De svenska bankerna finansierar sig kortfristigt inte bara i kronor på den svenska penningmarknaden utan även genom upplåning i andra valutor som amerikanska dollar och euro. Bankerna kan sedan omvandla dollar och euro till svenska kronor via olika finansiella kontrakt. Deras kostnader mätt i svenska kronor för att finansiera sig i utländsk valuta kan illustreras med så kallade implicita SEK-räntor.

Av diagram 22 framgår det att de implicita SEK-räntorna fortfarande är lägre än repo-räntan, även om de stigit något sedan november. Det innebär att kostnaden för att finansiera sig via dollar- och euromarknaden är låg. De valutaswapsavtal som i våras slöts mellan Federal Reserve och ett antal centralbanker runt om i världen har gjort det möjligt för centralbankerna att erbjuda likviditet i dollar, och som en del av det här arrangemanget erbjuder Riksbanken dollar till svenska motparter åtminstone fram till september 2021. Vetskapen om att centralbanken har denna möjlighet har förbättrat likviditeten på de globala finansmarknaderna och har bidragit till att hålla bankernas finansieringskostnader låga.

Av diagram 22 framgår också att räntan på en säkerställd obligation med två års löptid ligger under reporäntan. Även räntorna på säkerställda obligationer med lite längre löptid är historiskt låga. Säkerställda obligationer utgivna i svenska kronor utgör en viktig del av de svenska bankernas långfristiga finansiering. Att bankerna har låga kostnader för den egna finansieringen, både den kortfristiga och den långfristiga, bidrar till att hålla utlåningsräntorna till hushåll och företag fortsatt låga.

Diagram 22. Reporäntan och bankernas finansieringsräntor

Procent



Anm. Nollkupongränta med 2 års löptid beräknad från statsobligationer. De implicita SEK-räntorna beräknas med spot- och terminsväxelkurser samt 3-månadersräntor (EURIBOR och USD LIBOR). Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i november.

Källor: Bloomberg, Macrobond och Riksbanken.

Svenska hushåll och företag har god tillgång till krediter till låga räntor

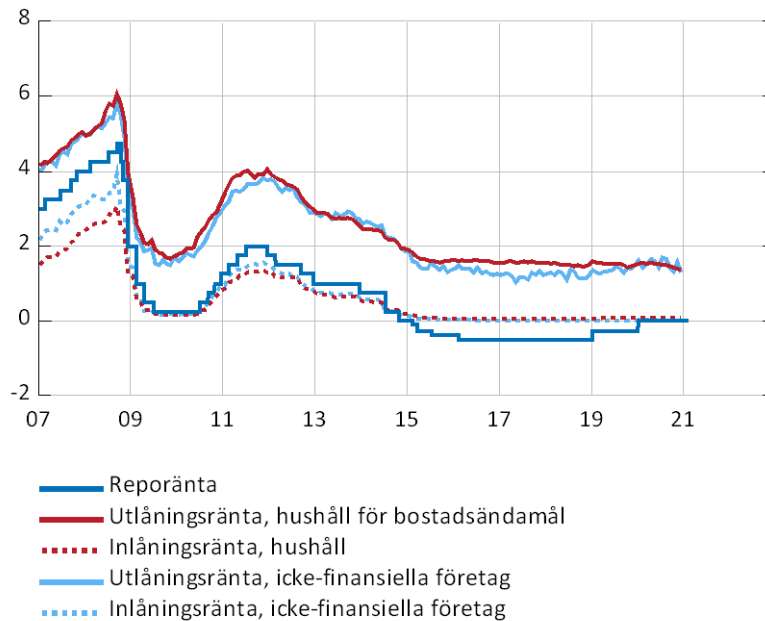
Hushållen finansierar sig huvudsakligen via banklån så bankernas vilja och förmåga att ge lån är central för hushållen. Utlåningen för bostadsändamål utgör den klart största delen av den totala utlåningen till hushållen. Att bostadspriserna sjönk i våras har inte märkts av i utlåningen till hushållen och inte heller att bostadspriserna ökade under hösten. Antalet bostadsförsäljningar under 2020 var högre än föregående år och bankernas utlåningsränta till hushållen har varit fortsatt låg under hösten och är lägre än då Riksbankens reporänta var $-0,5$ procent (se diagram 23).

Banklån är den viktigaste finansieringskällan också för de svenska företagen även om marknadsfinansieringen under senare år har växt i betydelse.¹² Utlåningsräntorna till företagen har varierat något mer än vad de gör för hushållen (se diagram 23) men denna variation kan bero på sammansättningseffekter och de alternativa finansieringskällor som företagen har. Statistiken förändras när ett eller flera stora företag som kan låna till relativt låga (eller höga) räntor byter finansieringskälla. Vid krisens inledning ökade bankutlåningen till stora företag snabbt vilket troligtvis berodde på att kostnaderna för marknadsfinansiering via certifikats- och obligationsmarknaderna steg och då övergavs dessa till förmån för finansiering via banklån. Detta riskerade att tränga undan utlåningen till mindre företag samtidigt som omsättningen på marknaden för företagscertifikat mer eller mindre upphörde under några veckor i mars.

¹² Det skiljer sig dock mellan olika typer av företag. Exempelvis räknas bostadsrättsföreningar som företag och de finansierar sig nästan uteslutande med banklån. Däremot är det inom tillverkningsindustrin mer vanligt med marknadsfinansiering än med banklån.

Diagram 23. 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.

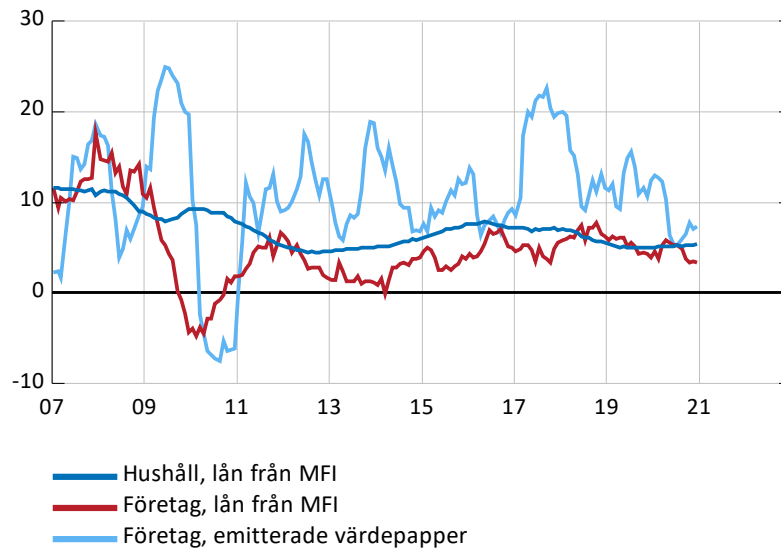
Under hösten har bankutlåningen till de stora företagen dämpats något medan emissionsvolymerna på certifikatsmarknaden har ökat och nu ligger på samma nivåer som före pandemin. Bankutlåningen i kronor till de små och medelstora företagen har däremot varit oförändrad under hösten och inte heller har utlåningen till bostadsrättsföreningarna förändrats.¹³

Sammantaget verkar kreditgivningen vara relativt stabil till företag av alla storlekar och inom alla sektorer. På den aggregerade nivån har företagens marknadsfinansiering växt något snabbare under hösten medan utlåningen till hushållen fortsätter att växa i samma takt som vid inledningen av förra året (se diagram 24).

¹³ I statistiken definieras ett företag som medelstort om det har en omsättning som är lägre än 500 miljoner kronor eller har tillgångar som understiger 430 miljoner kronor och har färre än 250 personer anställda. Företaget definieras som litet om omsättningen är lägre än 100 miljoner kronor eller om det har tillgångar som understiger 100 miljoner kronor och har färre än 50 personer anställda. Ett företag definieras som mycket litet (mikro) om omsättningen är lägre än 20 miljoner kronor eller om det har tillgångar som understiger 2 miljoner kronor och har färre än 10 personer anställda.

Diagram 24. Hushållens och företagens upplåningstillväxt

Årlig procentuell förändring



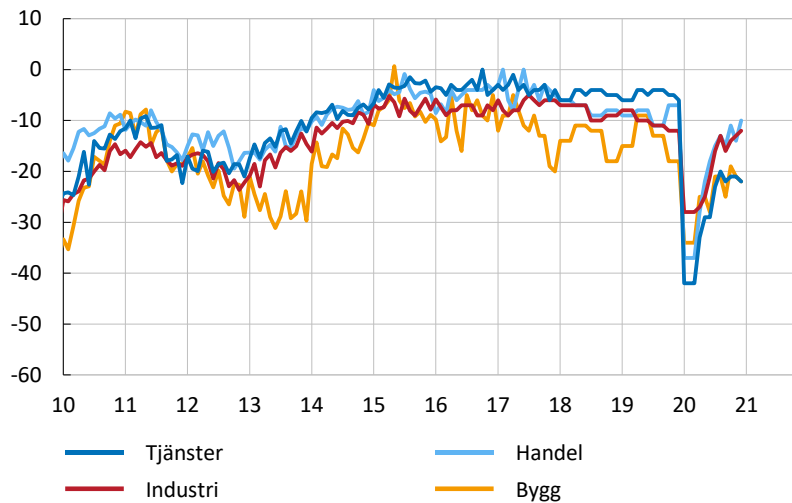
Anm. Monetära finansiella instituts utlåning till hushåll och icke-finansiella företag justerat för omklassificeringar samt köpta och sålda lån. Icke-finansiella företagens emitterade värdepapper är valutajusterade. I diagrammet utgör lån från MFI runt två tredjedelar av den totala utlåningen i diagrammet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

Källa: SCB.

Enligt Konjunkturinstitutets enkätundersökningar upplever dock företagen själva att de fortfarande har svårare att finansiera sig än före pandemin, även om situationen förbättrats påtagligt sedan i våras (se diagram 25). Framför allt är det företag inom bygg- och tjänstebanscher som upplever att finansieringsvillkoren inte är lika bra som tidigare. Detta beror inte på att kostnader för banklån eller för marknadsfinansiering upplevs ha stigit men företagen uppger att möjligheten att få banklån har försämrats något under hösten.

Diagram 25. Kredit- och finansieringsvillkor i olika branscher

Nettotal, procent



Anm. Nettotal är differensen mellan andelen som svarar lättare/avsevärt lättare finansiering och svårare/avsevärt svårare finansiering.

Källa: Konjunkturinstitutet.

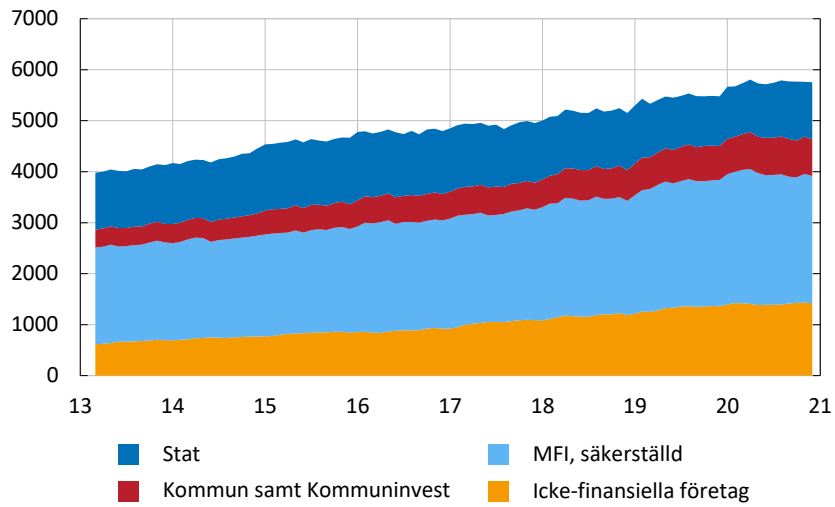
Trots att räntorna är låga och företagen kan finansiera sig både via bankerna och via marknaden så finns risken för omfattande solvensproblem kvar. De företag som har varit mest utsatta under pandemin, som exempelvis mindre företag och företag inom hotell- och restaurangbranschen, lånar sannolikt i större utsträckning pengar för att lösa sina akuta likviditetsproblem. Det gör att företagens balansräkningar försvagas och risken för konkurs vid ett senare tillfälle ökar. Den här typen av risk kan vara påtaglig och växande för många företag i såväl Sverige som omvärlden. Konkurserna bland svenska företag har hittills varit relativt få men de har ökat något under hösten. Det är därför viktigt att fortsätta följa denna utveckling framöver.

Genom sitt program för tillgångsköp är Riksbanken närvarande på en rad viktiga värdepappersmarknader i Sverige. Den sammanlagda utgivningen av värdepapper har dämpats under hösten och i december minskade den svenska värdepappersskulden jämfört med november.¹⁴ En del av detta kan bero på säsongmässiga variationer men också på att den värdepappersupplåning som sker i utländsk valuta förlorar i värde när den svenska kronan stärks. En annan viktig anledning är att bankernas upplåning i säkerställda obligationer i svenska kronor successivt har minskat sedan i våras (se diagram 26). Minskningen kan spegla att bankerna inte längre anser sig ha samma finansieringsbehov som innan pandemin. En annan anledning kan vara att behovet av att finansiera sig via säkerställda obligationer är mindre om bankerna i stället kan finansiera sig via inlåning. Framförallt företagens inlåning i bankerna har ökat under förra året vilket förklarar den höga tillväxt i penningmängden som skett under 2020 (se diagram 27).

¹⁴ Data över den svenska värdepappersskulden baseras på den av Riksbanken och SCB utvecklade svenska värdepappersdatabasen (SVDB). Uppgifterna omfattar alla emissioner av värdepapper som offentlig och privat sektor har genomfört i Sverige och i utlandet.

Diagram 26. Värdepappersskuld i olika sektorer

Marknadsvärde, miljarder kronor

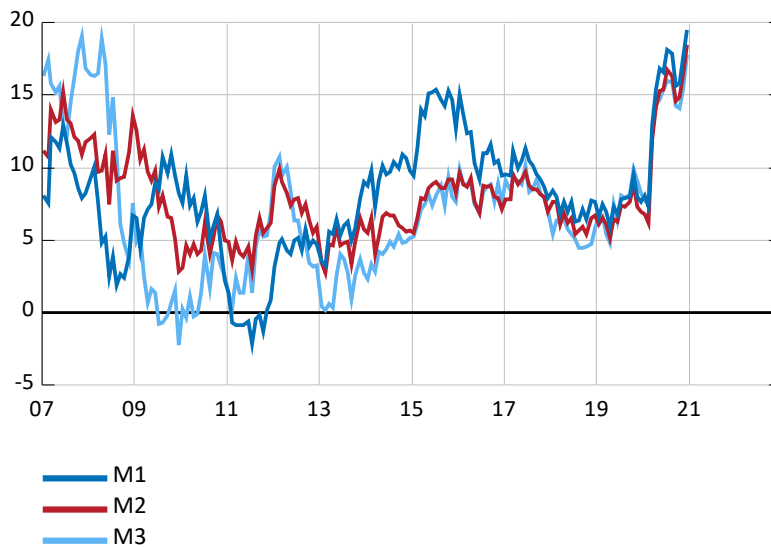


Anm. Serien för kommunernas värdepappersskuld avser enskilda kommuners och regioners upplåning samt den upplåning som sker via Kommuninvest. Statistiken avser värdepappersskuld i kronor såväl som utländsk valuta.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 27. Mått på penningmängd

Årlig procentuell tillväxt



Anm. I penningmängdsmåttet M1 ingår sedlar och mynt samt avistainlåning. I M2 ingår M1 samt inlåning med vissa villkor. I M3 ingår M2 samt andelar i penningmarknadsfonder och räntebärande värdepapper med en löptid upp till 2 år.

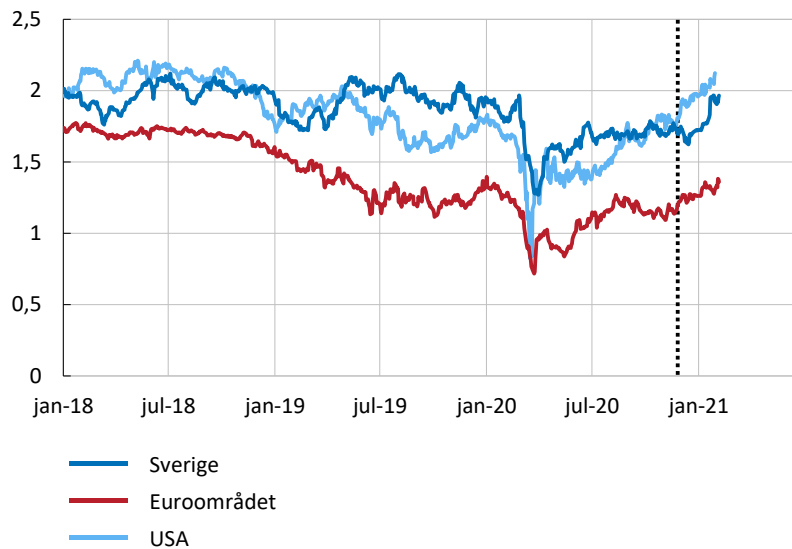
Källor: SCB och Riksbanken.

Inflationsförväntningarna stiger

Marknadsbaserade mått på långsiktiga inflationsförväntningar i USA har fortsatt att stiga under hösten (se diagram 28). Viktiga orsaker till detta kan vara förväntningar om en mer expansiv finanspolitik och att Federal Reserve infört en ny strategi för att nå inflationsmålet.¹⁵ Även i euroområdet och i Sverige har de marknadsbaserade måtten stigit sedan november. Framförallt har de stigit i Sverige den senaste tiden och är nu nära 2 procent. Däremot har inflationsförväntningarna i svenska enkätundersökningar inte stigit på samma sätt. Penningmarknadsaktörernas förväntningar på fem års sikt, enligt Kantar Sifo Prosperas undersökning, uppgår nu till cirka 1,8 procent enligt KPI men är nära de nivåer som undersökningarna visade innan pandemin.

Diagram 28. Marknadsmått på långsiktiga inflationsförväntningar

Procent



Anm. Inflationsförväntningarna avser en 5-årig period med start om 5 år. För USA och Sverige är de beräknade utifrån obligationsräntor och avser KPI. För euroområdet är de beräknade från inflationssvappar och avser HIKP. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i november.

Källor: Bloomberg, Macrobond och Riksbanken.

¹⁵ För mer detaljer se marginalrutan "Federal Reserves nya penningpolitiska ramverk" i Penningpolitisk rapport september 2020, Sverige riksbank.

3 Svag inledning på året innan återhämtningen fortsätter

Spridningen av coronaviruset tog under hösten och vintern ny fart och flera länder, inte minst i Europa, har stramat åt restriktionerna för att dämpa spridningen. Pandemin väntas därmed fortsätta att tynga den globala ekonomin i början av året. Samtidigt har vaccinationer mot covid-19 påbörjats, vilket har bidragit till att öka optimismen om återhämtning i världsekonomin. Från och med andra kvartalet 2021 bedöms BNP åter börja stiga eftersom vaccinationer och minskad smittspridning gör det möjligt att lätta på restriktionerna. Inflationen stiger framöver när resursutnyttjandet i den globala ekonomin ökar.

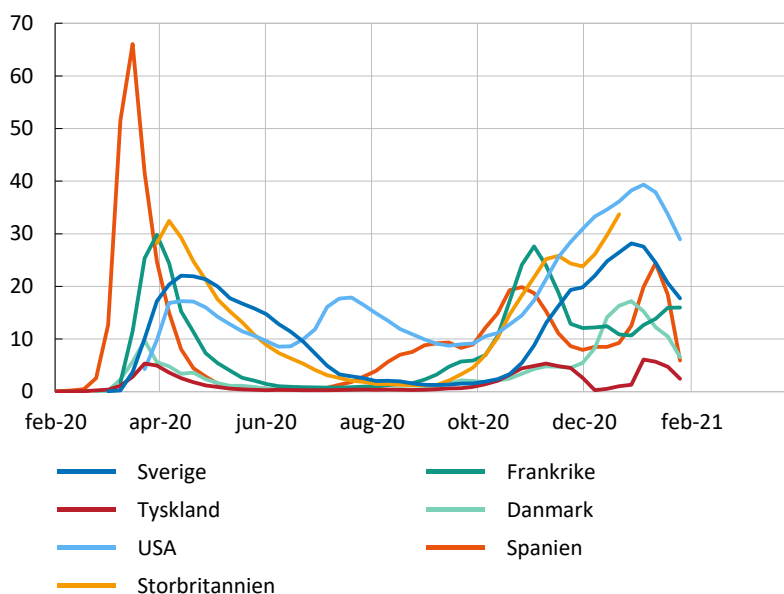
Även den svenska ekonomiska aktiviteten har dämpats av pandemins andra våg, men effekterna på ekonomin är hitintills mindre än i våras. Det första kvartalet i år väntas BNP-tillväxten ändå bli negativ, men därefter väntas en tydlig återhämtning när smittspridningen avtar och restriktionerna lättas. Läget på arbetsmarknaden är fortsatt bekymmersamt även om arbetslösheten sjunkit de senaste månaderna. Resursutnyttjandet i ekonomin väntas bli mer historiskt normalt under 2022. Under 2021 väntas inflationen variera mer än vanligt. Därefter utvecklas den mer stabilt och närmar sig gradvis målet på 2 procent under 2022 och 2023.

3.1 Snabb smittspridning har lett till utökade restriktioner

I flera europeiska länder tog smittspridningen ny fart tidigare i höstas och under vintern har antalet nya smittade och andelen smittade av de som testats legat på höga nivåer. Smittspridningen varierar mellan länder och regioner men har i de flesta länder avtagit något under början av året. Antalet nya smittade personer har ökat något i Kina under januari, men är på en låg nivå jämfört med i Europa och USA. Generellt är situationen ansträngd och i flera länder, till exempel USA, Storbritannien och Danmark, överstiger nu antalet inlagda på sjukhus nivåerna i våras även om det har fallit tillbaka något på senare tid (se diagram 29).

Diagram 29. Antal patienter som vårdas på sjukhus med covid-19

Antal patienter per 100 000 invånare



Anm. Serierna visar antal patienter som vårdas på sjukhus med covid-19 till och med vecka 4 2021. De senaste veckornas utfall är behäftade med osäkerhet till följd av eftersläpning i rapporteringen.

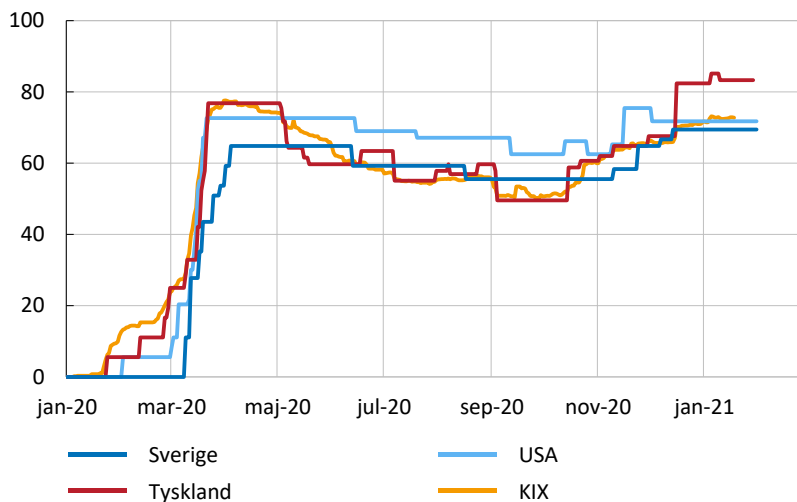
Källor: European Centre for Disease Prevention and Control (ECDC), nationella källor och The COVID Tracking Project.

Den ökade smittspridningen i slutet på förra året har fått de flesta länder att införa stramare restriktioner. I Tyskland infördes en nationell nedstängning i mitten av december som har förlängts till mitten av februari. Även i Storbritannien har man infört en nationell nedstängning, den tredje i ordningen, och i Kina har man stängt ned delar av Beijing. De flesta delstaterna i USA har återinfört restriktioner men det är stora skillnader mellan delstaterna. I Sverige beslutade riksdagen om en tillfällig pandemilag som ger regeringen fler befogenheter att sätta in åtgärder för att stärka smittskyddet, till exempel att stänga ner verksamheter.¹⁶ Sammantaget är restriktionerna bland Sveriges viktigaste handelspartners - enligt Oxford Government Response Tracker (OxCGRT) – på liknande nivåer som uppmättes i våras (se diagram 30).

De restriktioner som införts under hösten och vintern skiljer sig något från de som infördes i våras. Under våren stängde skolor, arbetsplatser, lokaltrafik och även internationella gränser. Den största skillnaden i utformningen av restriktionerna under hösten har varit att skolor och arbetsplatser hållits öppna i de flesta länder. Detta har sannolikt inneburit att ekonomierna inte drabbats lika negativt som i våras.

¹⁶ Ett förbud ger ett högre index i OxCGRT än en rekommendation och detta kan förklara varför restriktionerna i Sverige ser ut att vara på högre nivåer i januari. Lagen trädde i kraft 10 januari och föreslås gälla till slutet av september 2021 (se anmärkningen i diagram 30).

Diagram 30. Mått på grad av statliga restriktioner för att dämpa smittspridningen
Index



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.

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

Den ekonomiska utvecklingen under 2021 kommer i hög grad att avgöras av hur hus-håll och företag reagerar på vaccinationerna och av när regeringarna är villiga att lätta på restriktionerna. I Riksbankens prognos antas att större delen av den vuxna befolkningen i Sverige och hos våra viktigaste handelspartners vaccinerar under första halvåret 2021, och att restriktionerna samtidigt gradvis kan lättas. Det kvarstår dock en betydande osäkerhet kring pandemins förlopp och dess ekonomiska konsekvenser.

Uppgång för världshandeln och tillverkningsindustrin

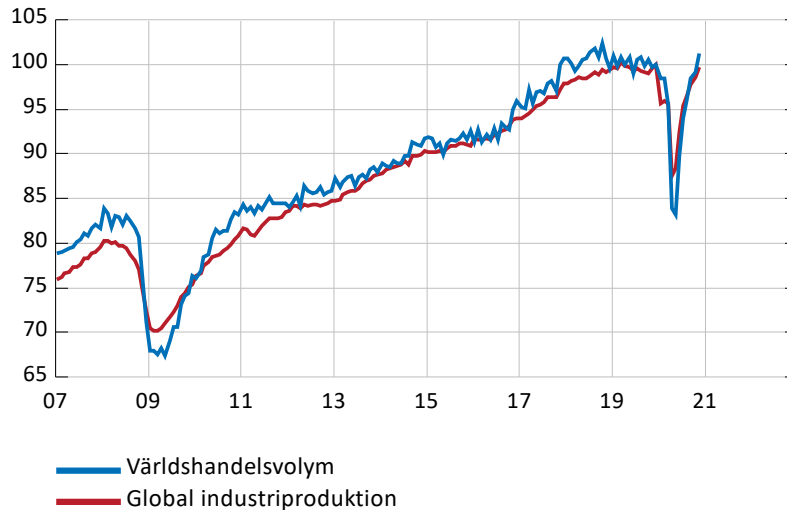
Den ekonomiska utvecklingen under det gångna året har i stor utsträckning styrts av pandemins olika faser och de restriktioner som har införts för att hindra smittspridningen. De omfattande nedstängningarna i bland annat den kinesiska ekonomin, som är en viktig del i de globala värdekedjorna, fick negativa effekter på produktionen i många länder under våren. Höstens restriktioner verkar dock inte ha påverkat de globala värdekedjorna och industriproduktionen i samma utsträckning. Restriktionerna har istället framför allt påverkat konsumtionen och produktionen i vissa besöksnära tjänstebanscher negativt.

Världshandeln med varor har fortsatt att återhämta sig efter den kraftiga nedgången i våras och i november låg den på i stort sett samma nivåer som före pandemin (se diagram 31). En stark efterfrågan på covid-relaterade produkter som ansiktsmasker, medicinsk utrustning och hemelektronik har bidragit till den starka utvecklingen i världshandeln. En annan bidragande faktor är att konsumtionen i till exempel USA har skif-

tat något från inhemska tjänster till handlade varor som hushållsprodukter och fritidsartiklar. Dessutom har den starka ekonomiska återhämtningen i Kina gjort att efterfrågan på råvaror har återhämtat sig kraftigt.

Diagram 31. Världshandelsvolym och global industriproduktion

Index, december 2019 = 100



Anm. Världshandeln avser handel med varor.

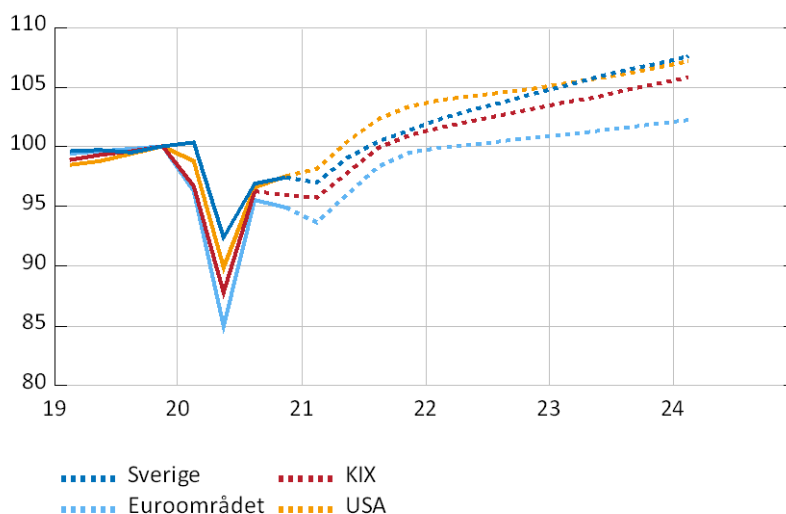
Källa: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

Världsmarknadspriset på olja (Brent) har stigit från 44 dollar per fat i november till omkring 55 dollar per fat i januari. Uppgången i slutet på föregående år berodde delvis på positiva besked om tillgången till vaccin, en stark efterfrågan i Kina men även produktionsminskningar från OPEC och Ryssland. Saudiarabiens besked om att dra ned produktionen ytterligare under första kvartalet i år bidrog också till att oljepriset steg. Även den senaste tidens dollarförsvagning har understött uppgången i oljepriset. Enligt marknadens prissättning väntas oljepriset ligga nära 50 dollar de kommande åren.

Sammantaget bedöms KIX-viktad-BNP ha minskat under fjärde kvartalet förra året samt under första kvartalet i år (se diagram 32). Efter första kvartalet, när allt fler har vaccinerats och restriktionerna ha börjat lättas, väntas BNP åter stiga.

Diagram 32. BNP i Sverige och omvärlden

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade 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: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, nationella källor, SCB och Riksbanken.

Kina växer under pandemin

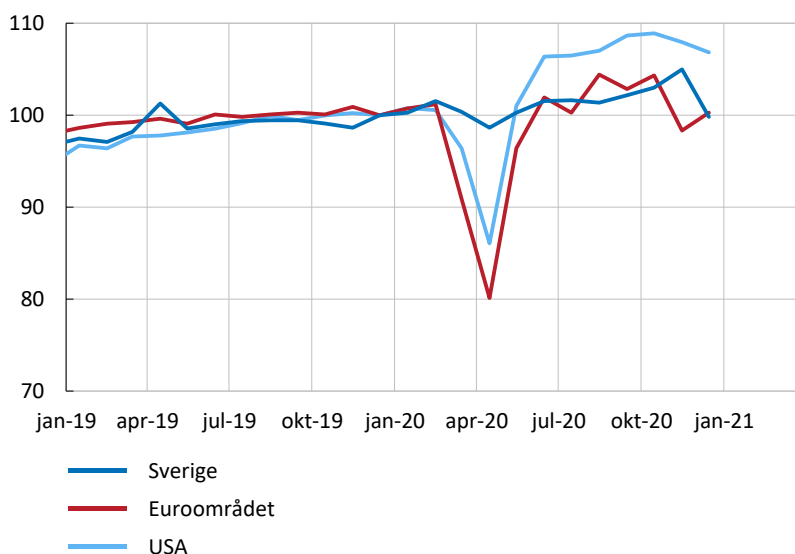
Efter ett kraftigt fall i BNP under första kvartalet ifjol har Kina haft en positiv BNP-tillväxt. En stark avslutning av förra året innebar att BNP växte med i genomsnitt omkring 2 procent 2020. Riksbanken bedömer att Kinas ekonomi växer med 9,5 procent 2021. Kinas starka återhämtning har främst drivits av stora statliga investeringar i bygg- och industrisektorn men den senaste tiden har även tjänstesektorn bidragit i allt större utsträckning.

Tudelad ekonomi i euroområdet

BNP i euroområdet föll under fjärde kvartalet med 0,7 procent jämfört med tredje kvartalet, enligt preliminär statistik. De utökade restriktionerna under hösten och vintern har endast i begränsad omfattning påverkat produktionen inom industrin, som i november steg med 2,5 procent jämfört med månaden före. Utvecklingen var stark i den tyska industrin som gynnas av sin nära koppling till de asiatiska ekonomierna och framför allt Kina. I euroområdet som helhet var det främst produktionen av kapitalvaror och insatsvaror som ökade medan energiproduktionen och produktionen av konsumtionsvaror minskade. Samtidigt har detaljhandeln och tjänstesektorn utvecklats svagt. Omsättningen i detaljhandeln föll med nästan 6 procent i november, med en särskilt kraftig nedgång i Frankrike till följd av den nationella nedstängningen. I december ökade dock försäljningen i detaljhandeln med knappt 2 procent (se diagram 33).

Diagram 33. Detaljhandelsförsäljning i Sverige, euroområdet och USA

Index, december 2019 = 100, säsongrensade data



Anm. Avser fasta priser.

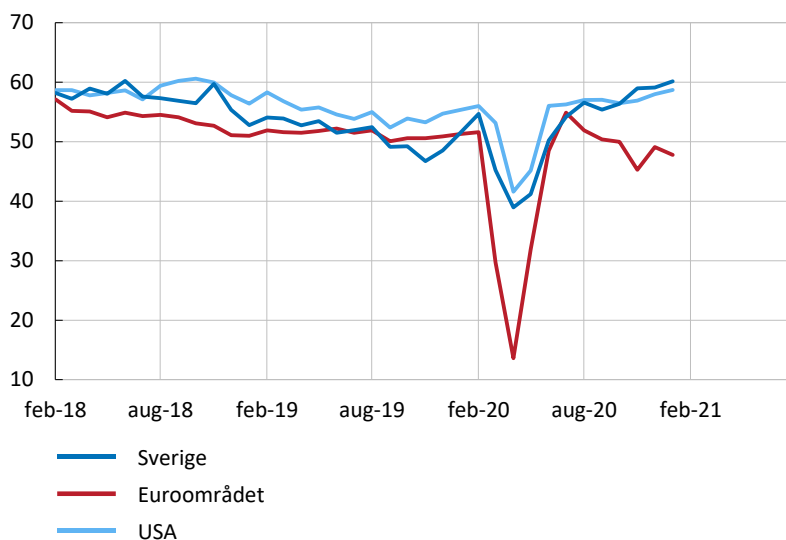
Källor: Eurostat, SCB och U.S. Bureau of Economic Analysis.

Högfrekventa data och de senaste enkätundersökningarna tyder på att den ekonomiska aktiviteten var svag under januari.¹⁷ Inköpschefsindex återhämtade sig i december då vissa länder lättade på restriktionerna, men sjönk tillbaka något igen i januari (se diagram 34). Det är tydligt att tillverkningsindustrin har fortsatt att utvecklas starkt medan tjänstesektorn tyngs av restriktionerna. Konsumentförtroendet återhämtade sig något i december då positiva nyheter om vaccin troligtvis ökade optimismen, men dämpades sedan i januari. Arbetslösheten har sjunkit något under vintern, vilket bland annat kan bero på att fler anställda korttidspermitterats, och i december uppgick arbetslösheten till 8,3 procent. (se diagram 36). I prognosen bedöms arbetslösheten åter stiga en bit in på nästa år innan den sjunker mer varaktigt.

¹⁷ Högfrekvent data har sina begränsningar då indikatorerna inte är säsongrensade. Således ska den minskade rörligheten i samband med jul- och nyårshelgen tolkas med försiktighet.

Diagram 34. Inköpschefsindex i Sverige och omvärlden

Index



Anm. Inköpschefsindex för USA avser Riksbankens sammanvägning av industrin och tjänstesektorn. Inköpschefsindex för euroområdet publicerades 2021-02-03.

Källor: IHS Markit, ISM, Silf/Swedbank och Riksbanken.

Riksbanken bedömer att stramare restriktioner leder till att BNP i euroområdet sjunker ytterligare under första kvartalet i år. Från och med andra kvartalet 2021 väntas BNP åter börja stiga när vaccinationer och minskad smittspridning gör det möjligt att lätta på restriktionerna. Att ekonomin återhämtade sig snabbt under tredje kvartalet förra året, efter att restriktionerna lättades, ger anledning till optimism när restriktionerna återigen lättas. Hushållens sparkvot har stigit påtagligt under pandemin och innebär att det finns goda förutsättningar för en uppgång i hushållens konsumtion när deras framtidstro och möjligheter att konsumera förbättras. Högre efterfrågan leder i sin tur till en förbättring på arbetsmarknaden.

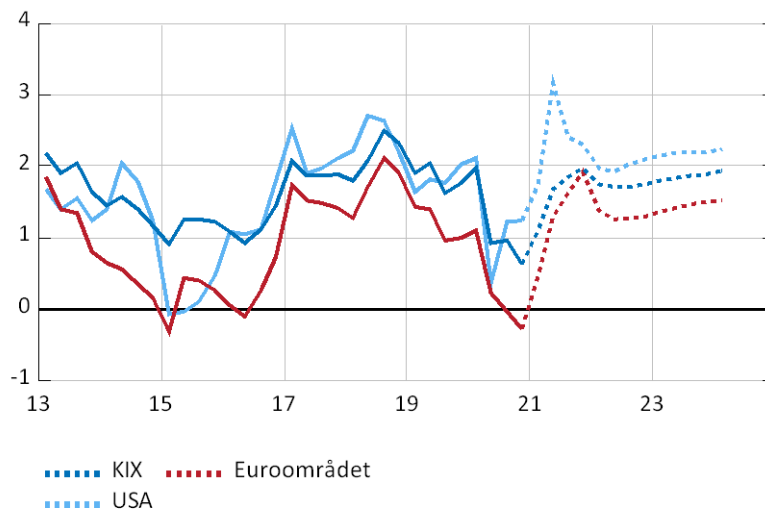
Penningpolitiken väntas vara fortsatt mycket expansiv. Därtill väntas finanspolitiska åtgärder inom ramen för EU:s "Next Generation EU" (NGEU) börja stimulera ekonomin från och med 2021, med positiva effekter de kommande åren och då främst för investeringarna. Även kraftiga finanspolitiska stimulanser i USA bidrar till högre tillväxt i euroområdet till följd av ökad exportefterfrågan. Sammantaget bedöms BNP stiga med drygt 4 procent 2021 efter ett fall på nära 7 procent förra året. För 2022 och 2023 bedöms BNP-tillväxten gradvis minska och uppgå till i genomsnitt omkring 2 procent (se diagram 32).

Inflationen är fortsatt låg på grund av en svag efterfrågan, låga löneökningar och förstärkningen av euron sedan pandemins början. Fallande priser på flygresor, hotell och paketresor, dämpade inflationen under förra året. Mätt med ett harmoniserat index för konsumentpriser (HIKP) uppgick inflationen till -0,3 procent i december, men steg till 0,9 procent i januari. Kärninflationen, där energi och livsmedel, alkohol och tobak rensas bort, uppgick till 1,4 procent i januari. Den stigande inflationen i januari drevs i hög grad av tillfälliga faktorer. Förutom stigande energipriser bidrog höjd moms i

Tyskland och den årliga uppdateringen av vikterna i konsumentprisindex till uppgången. I prognosen bedöms kärninflationen stiga från 0,9 procent i genomsnitt 2020 till knappt 1,3 procent i genomsnitt under 2023. HIKP-inflationen väntas stiga i från i genomsnitt 1,3 procent i år till omkring 1,4 procent under 2023 (se diagram 35).

Diagram 35. 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.

I december nådde Storbritannien och EU en överenskommelse om den framtida handeln. Avtalet innebär bland annat att inga tullar införs i handeln med varor, däremot omfattas inte handeln med tjänster i avtalet. Handeln mellan Storbritannien och EU väntas inte bli lika friktionsfri som tidigare. En rad olika handelshinder som till exempel regelförändringar, tullkontroller, logistikkostnader och störningar i globala värdekedjor kommer att hämma handeln jämfört med hur det var tidigare. Överenskommelsen gäller från årsskiftet, även om det återstår att EU-parlamentet i februari ska rösta om den ska godkännas eller inte.

Utökad finanspolitisk stimulans i USA

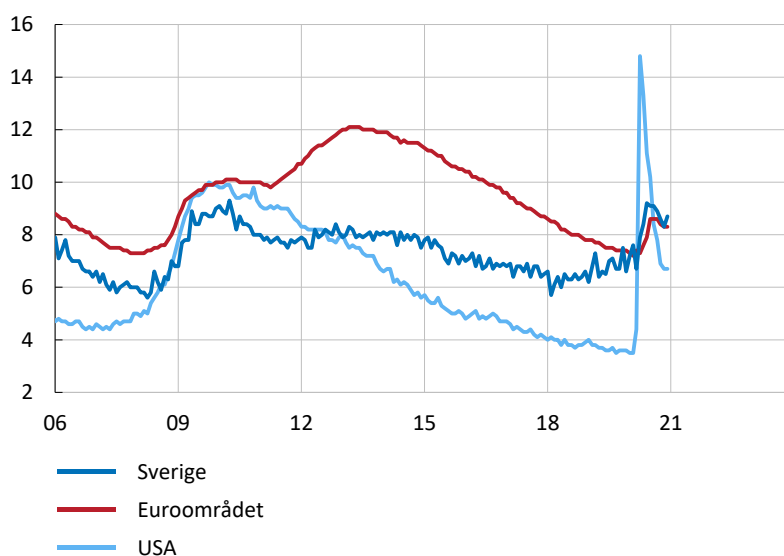
Amerikanska ekonomin har visat sig stå emot de negativa effekterna av högre smittspridning något bättre än väntat, och sammantaget steg BNP med 1 procent under fjärde kvartalet enligt preliminär statistik (se diagram 32). Försäljningen i detaljhandeln utvecklades svagt i oktober och november men låg trots det på en tydligt högre nivå i november än den som noterades innan pandemins utbrott (se diagram 33). Industriproduktionen har å andra sidan fortsatt att växa men är inte tillbaka på de nivåer som rådde före krisen. Förtroendet bland hushållen är på förhållandevis normala nivåer efter fallet från höga nivåer i våras. Bland företagen är förtroendet starkt (se diagram 34) och det steg ytterligare i januari inom tjänstesektorn. Riksbanken bedömer dock att osäkerheten kopplad till ökad smittspridning, social distansering och nya

restriktioner inom vissa delstater bidrar till att den ekonomiska aktiviteten i början av 2021 blir något lägre än under fjärde kvartalet 2020.

Arbetslösheten i USA ökade kraftigt under våren 2020 men sjönk sedan rejält under sommaren (se diagram 36). De senaste månaderna har nedgången fortsatt men i en långsammare takt och arbetslösheten uppgick i december till 6,7 procent. Nedgången i arbetslösheten beror på ett förbättrat konjunkturläge som lett till att fler har blivit sysselsatta samtidigt som arbetskraftsdeltagandet bland både kvinnor och män fortfarande är på lägre nivåer än före pandemin.

Diagram 36. Arbetslöshet i Sverige, euroområdet och USA

Procent av arbetskraften, säsongrensade data



Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och SCB.

Den ekonomiska politiken i USA är mycket expansiv. Federal Reserve håller styrräntan nära noll procent och genomför omfattande tillgångsköp. Efter ett par osäkra månader har även förutsättningarna för den amerikanska finanspolitiken blivit klarare. I januari vann demokraterna båda platserna till senaten i det extraval som hölls i Georgia. Deras möjligheter att få igenom sin politik bedöms därmed ha ökat jämfört med vad som antogs i höstas. I Riksbankens prognos ligger ett antagande om finanspolitiska stimulanser som innefattar de 900 miljarder dollar som godkändes i kongressen i december och omkring hälften av det stödpaket om 1 900 miljarder som president Biden presenterade i januari. Dessa finanspolitiska åtgärder kommer, tillsammans med en expansiv penningpolitik, att tydligt understödja återhämtningen i den amerikanska ekonomin. Resursutnyttjandet bedöms vara ungefär normalt mot slutet av året. Om finanspolitiken skulle bli än mer expansiv framöver - i kombination med att restriktionerna lättar - kan resursutnyttjandet komma att bli högre än normalt. Sammantaget väntas BNP i USA ha fallit med 3,5 procent 2020, men öka med 5,6 procent i år. Därefter dämpas tillväxten gradvis till ungefär 1,5 procent 2023.

Efter den kraftiga nedgången i våras har inflationen stigit och uppgick i december till 1,4 procent mätt med KPI. Energipriserna har stigit under andra halvåret 2020 och efterfrågan har ökat på de varugrupper som drabbades negativt i våras. Detta bidrar till att inflationen stiger trots att priserna på tjänster utvecklas svagare. Även kärninflationen, det vill säga KPI rensad för livsmedel och energi, har ökat sedan i våras och låg på 1,6 procent i december. Förra året blev inflationen låg, men inflationstrycket ökar i takt med att den amerikanska ekonomin återhämtar sig och resursutnyttjandet normaliseras. De långsiktiga inflationsförväntningarna indikerar ett ökat inflationstryck även framöver. Riksbanken bedömer att inflationen kommer att vara strax över 2 procent i slutet av prognosperioden (se diagram 35).

3.2 Återhämtning i svensk ekonomi tar ny fart

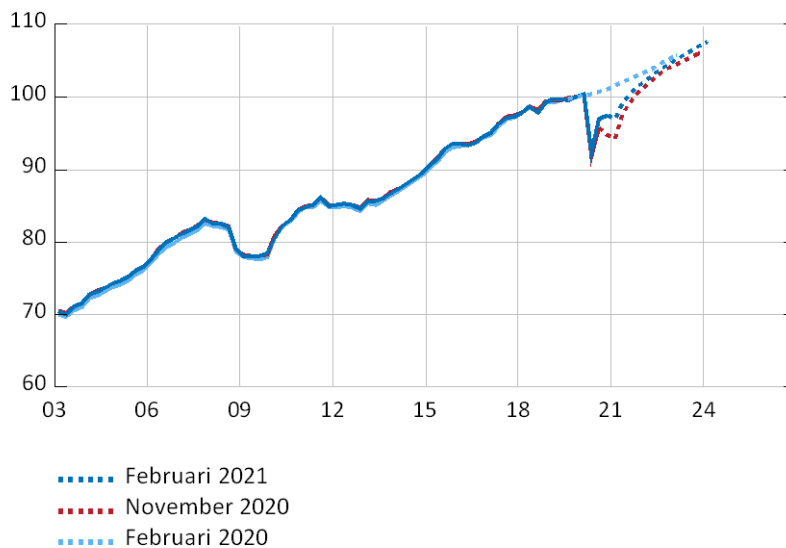
Återhämtningen bromsade upp i slutet av 2020

Smittspridningen i Sverige fick förnyad fart under senare delen av hösten, i vad som kommit att kallas andra vågen, och allt fler åtgärder har satts in för att försöka begränsa smittspridningen. Den snabba återhämtningen som påbörjades under tredje kvartalet kom därmed av sig och BNP ökade med 0,5 procent under fjärde kvartalet jämfört med tredje kvartalet.

En fortsatt dämpad utveckling under inledningen av innevarande år innebär att BNP väntas minska med 0,4 procent under första kvartalet jämfört med fjärde kvartalet (se diagram 37). Vaccineringen av riskgrupper pågår och de flesta vuxna väntas bli vaccinerade under första halvåret i år. Delvis som en följd av detta väntas smittspridningen dämpas och restriktionerna börja lättas stegvis. I takt med att smittspridningen avtar väntas tillväxten åter bli positiv. Tillväxttakterna blir dock gradvis långsammare alltfjärsom resursutnyttjandet närmar sig normala nivåer. I genomsnitt väntas BNP öka med lite drygt 3 procent per år 2021–2023. Även om återhämtningen väntas gå snabbare jämfört med föregående bedömning är BNP först i höst tillbaka på samma nivå som före krisen (se diagram 37).

Diagram 37. BNP i Sverige

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



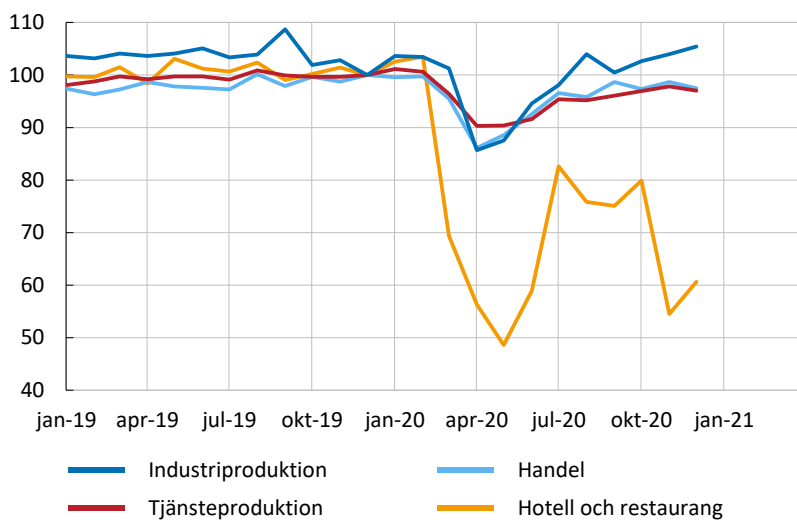
Källor: SCB och Riksbanken.

Andra vågen pressar tjänstesektorn

Till skillnad mot den första vågen, som ledde till en bred nedgång i svensk produktion, så har den andra vågens nedgång hitintills varit koncentrerad till ett mindre antal tjänstebranscher. Industriproduktionen och även handeln som helhet har hållit emot väl jämfört med i våras. Däremot har försäljning i sedan tidigare hårt drabbade branscher, som hotell och restauranger, minskat kraftigt i takt med att verksamheterna har belagts med allt fler restriktioner (se diagram 38). För sko- och klädbutiker har försäljningen återigen minskat när människor uppmanats att hålla sig hemma.

Diagram 38. Produktion i utvalda branscher

Index, december 2019 = 100, säsongrensade data



Källa: SCB.

Dämpad konsumtion och högre sparande

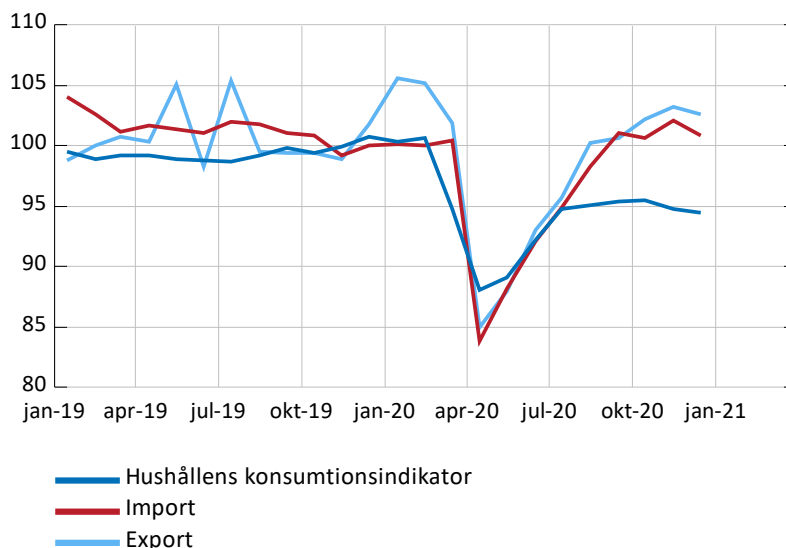
Omsättningen i detaljhandeln sjönk med knappt 5 procent i december jämfört med november, vilket var ett historiskt stort fall och kraftigare än vad som noterades i våras. I viss utsträckning förklaras nedgången av en förhöjd försäljning i november innan restriktionerna stramades åt och i samband med reorna runt "Black Friday". Men även om november och december vägs samman var avslutningen på fjärde kvartalet svag. Hushållens konsumtion sjönk i slutet av förra året enligt SCB:s månadsindikator (se diagram 39).

Utvecklingen under fjärde kvartalet verkar dock inte ha blivit fullt så negativ som befarades i novemberprognosen. Det finns delar av detaljhandeln som sjunkit till ungefär samma nivå som när krisen var som djupast, till exempel kläder och skor, men detta uppvägs av att konsumtionen av andra varor och tjänster ökat. Hushållen verkar ha hörsammat uppmaningen att avstå från besök i fysiska butiker och har istället köpt fler varor på nätet.

Restaurangbesöken har sjunkit rejält samtidigt som försäljningen av livsmedel och alkohol i butik har ökat. Hushållens kortbetalningar i januari var cirka 10 procent lägre än för motsvarande månad 2020, vilket tyder på att konsumtionen var något lägre än i december. Den fortsatt höga smittspridningen talar för att konsumtionen blir dämpad under årets första månader. I takt med att allt fler vaccineras och allt färre verksamheter begränsas av restriktioner och rekommendationer väntas dock konsumtionen återta förlorad mark och öka. Den djupa nedgången innebär dock att det är först i slutet av året som konsumtionen är tillbaka på samma nivå som före krisen.

Diagram 39. Indikatorer för hushållens konsumtion, export och import

Index, december 2019 = 100, säsongsrensade data



Anm. Import och export avser varuimport och varuexport.

Källor: SCB och Riksbanken.

Hushållens disponibla inkomster har i likhet med BNP haft en ovanligt svängig utveckling under 2020 trots att löneinkomsterna varit mer eller mindre oförändrade, bland

annat tack vare omfattande stödåtgärder, samtidigt som transfereringarna till hushållen ökat. Under andra kvartalet föll de disponibla inkomsterna nästan lika mycket som BNP när aktieutdelningar ställdes in och kapitalinkomsterna sjönk. Fallet i konsumtionen var dock något större, vilket innebar att hushållens totala sparande ökade. Uppgången i sparkvoten var dock långt mindre än i många andra länder. Efter en svag utveckling under 2020 väntas hushållens nominella disponibla inkomster öka med drygt 4 procent 2021–2023 per år i genomsnitt när sysselsättningen ökar och aktieutdelningarna återupptas. Allteftersom hushållen återgår till att konsumera mer av de varor och tjänster som de avstått från under krisen väntas de också spara mindre.

Hushållens skuldsättning fortsätter öka till följd av en stark bostadsmarknad. Skuldernas andel av hushållens disponibla inkomster, den så kallade skuldkvoten, var nästan 200 procent det tredje kvartalet 2020 och väntas öka ytterligare något kommande år.

Stark efterfrågan på svensk export

Utsikterna för svensk export de kommande åren är också förhållandevis goda. En global återhämtning och ökade investeringar i omvärlden väntas leda till att exporten ökar i god takt de kommande åren. Denna bild stärks av att utrikeshandeln har varit förhållandevis opåverkad av den andra vågen och varuhandeln fortsatte att öka under fjärde kvartalet (se diagram 39). En viktig anledning är troligen att de nya restriktionerna i Sverige och omvärlden inte lett till några påtagliga produktionsstörningar och att de globala värdekedjorna har hållits intakta. Den svenska exporten gynnas också av att den till stor del består av insats- och investeringsvaror som efterfrågas när den globala industriproduktionen är stark. Att efterfrågan på svenska exportvaror är hög avspeglas också i det positiva stämningssläget i diverse enkätundersökningar.

Kortvarig nedgång i investeringarna

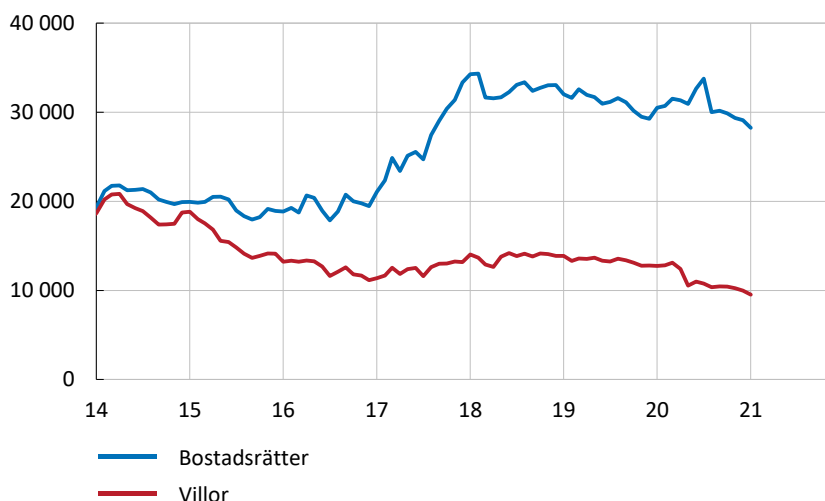
Investeringarna tenderar att falla mer än BNP i konjunkturedgångar. Detta har dock inte varit fallet denna gång. En faktor som hållit investeringarna uppe är bostadsinvesteringarna, men även näringslivets investeringar exklusive bostäder har hittills stått emot konjunkturedgången bättre än de brukar. En anledning skulle kunna vara att tillgången till krediter varit god, bland annat tack vare Riksbankens åtgärder. Det är också möjligt att företag betraktat nedgången som något relativt snabbt övergående och inte låtit investeringsbesluten styras av det inledande branta produktionsfallet. Att vaccinationerna nu inletts ger ytterligare anledning till en ljusare framtidstro. Det talar för att företag som inte verkar i de hårdast drabbade branscherna ökar sina investeringar när konjunkturen stärks.

Den starka bostadsmarknaden avspeglas i såväl ökat bostadsbyggande som stigande bostadspriser. I december var bostadspriserna drygt 11 procent högre än för ett år sedan enligt HOX prisindex. Prisuppgången har varit större för villor än för bostadsrätter och villapriserna var drygt 15 procent högre i december. Såväl högre efterfrågan som lägre utbud gynnar för tillfället villapriserna. Generellt verkar efterfrågan på stora bostäder ha ökat under pandemin. Priserna på större bostadsrätter har till exempel ökat snabbare än på mindre. Samtidigt är nyproduktionen av småhus sedan många år låg och färre villor är till salu än normalt (se diagram 40).

Bostadspriserna ser ut att öka snabbt ännu ett tag, men på lite sikt väntas de öka mer i linje med hushållens disponibla inkomster. Bostadsprisernas starka utveckling väntas stimulera investeringar i nya bostäder de kommande åren. Samtidigt är antalet påbörjade bostäder, i form av flerbostadshus, redan historiskt högt.

Diagram 40. Annonserade bostadsrätter och villor

Antal aktiva annonser under månaden på Hemnet, säsongrensade data



Anm. I utbudet inkluderas alla objekt som har varit aktiva någon gång under månaden, inklusive nyproduktion.

Källor: Hemnet, Mäklarstatistik och Riksbanken.

Stora finanspolitiska satsningar mildrar nedgången

För att lindra de ekonomiska konsekvenserna av pandemin vidtog regeringen omfattande finanspolitiska åtgärder under 2020. Riksbanken uppskattar att stödåtgärderna som genomfördes under 2020 uppgår till cirka 185 miljarder kronor.¹⁸ Även om åtgärderna är stora, räknat både i miljarder kronor och som andel av BNP, är de inte exceptionella jämfört med de i andra länder.¹⁹ Åtgärderna som Sverige genomfört är ungefär i samma storleksordning som de i Finland och Norge, men betydligt mindre än i till exempel Tyskland, Storbritannien och USA.

Även satsningarna i budgetpropositionen för i år är stora. Allteftersom smittspridningen ökat har regeringen dessutom i ett flertal ändringsbudgetar för 2021 aviserat att flera krisåtgärder förlängs och avsatt ytterligare resurser till testning, smittspårning och vaccinering. Sammantaget bedömer regeringen att de hittills aviserade finanspolitiska åtgärderna uppgår till cirka 170 miljarder kronor i år.

Under 2020 bedöms det offentliga finansiella sparandet ha fallit till -3,3 procent av BNP. Trots att regeringen genomför stora satsningar även i år så minskar underskottet

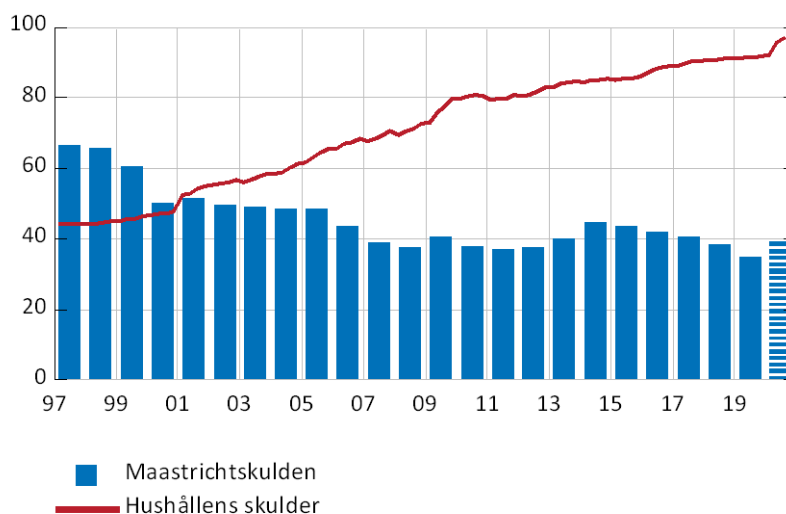
¹⁸ Bland åtgärderna ingår bland annat ökade resurser till sjukvård och äldreomsorg, statsbidrag till kommunerna och kristöd för att mildra de ekonomiska konsekvenserna för företag och individer.

¹⁹ Se till exempel IMF:s sammanställning av vidtagna åtgärder till och med 31 december 2020 <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Fiscal-Policies-Database-in-Response-to-COVID-19>.

till –2,6 procent av BNP eftersom ekonomi växer. De kommande åren fortsätter det finansiella sparandet att öka när de finanspolitiska åtgärderna blir mindre och ekonomin återhämtar sig. Den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld, även kallad Maastrichtskulden, bedöms ha stigit från 35 till knappt 40 procent av BNP under 2020, men bedöms gradvis minska de närmaste åren. Till skillnad mot hushållens skuldsättning har Maastrichtskulden minskat trendmässigt de senaste 20 åren (se diagram 41).

Diagram 41. Maastrichtskulden och hushållens skulder

Procent av BNP



Anm. Maastrichtskulden är det officiella måttet på den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld. Det innefattar statens, kommunernas, regionernas och pensionssystemets skulder. Hushållens totala skulder beräknas som andel av BNP summerad över de senaste fyra kvartalen. Heldragen stapel avser utfall, streckad stapel avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

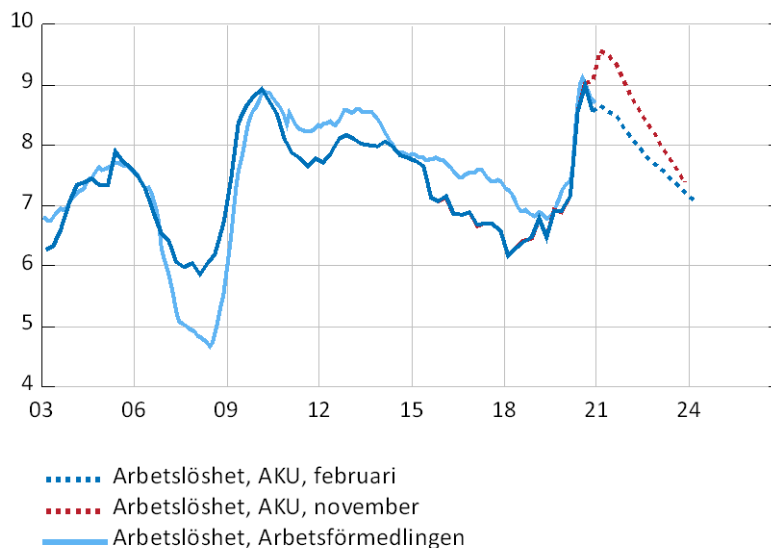
Arbetsmarknaden har stabiliserats

Under fjärde kvartalet utvecklades arbetsmarknaden förvånansvärt starkt och arbetslösheten enligt AKU föll något till 8,6 procent (se diagram 42). Trots att utvecklingen gått bättre än väntat är arbetslösheten fortfarande hög. Inom tjänstesektorn, särskilt besöksnäringen, är läget ansträngt till följd av restriktionerna medan industrin tycks ha återhämtat sig relativt väl.

De första som blir uppsagda i en kris är vanligen de med mer osäkra anställningar. Visstidsanställningar är vanligare bland anställda i besöksnära branscher och de branscherna sysselsätter många unga och utrikes födda. Därför har krisen drabbat dessa grupper särskilt hårt med stigande arbetslösheten som följd. Totalt var drygt 60 000 färre personer visstidsanställda under 2020 än 2019 efter att många blivit uppsagda under första halvåret 2020. Samtidigt har möjligheten till korttidspermittering medfört att många med en tillsvidareanställning kunnat behålla sina jobb och mot slutet på 2020 var antalet tillsvidareanställda tillbaka på samma nivå som 2019 (se diagram 43).

Diagram 42. Arbetslöshet enligt AKU och Arbetsförmedlingen

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

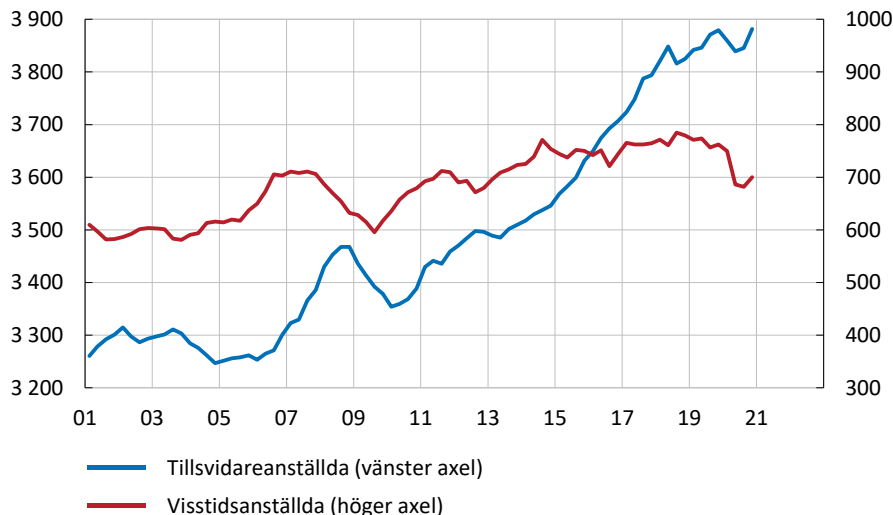


Anm. Arbetslösa enligt AF avser öppet arbetslösa samt deltagare i arbetsmarknadsprogram. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: Arbetsförmedlingen, SCB och Riksbanken.

Diagram 43. Tillsvidare- och visstidsanställda

Tusental, säsongsrensade data

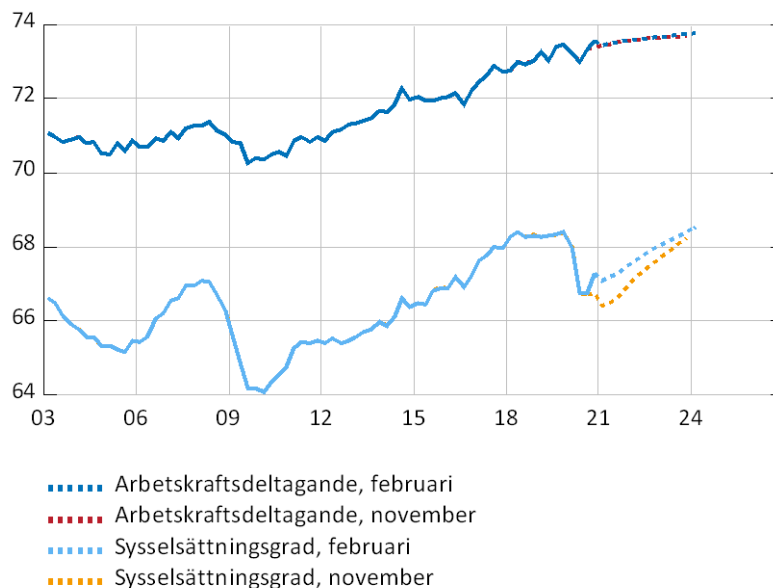


Källa: SCB.

Arbetsmarknaden förbättrades under hösten, men restriktionerna som infördes mot slutet av 2020 och början av 2021 väntas leda till återhållsam efterfrågan på arbetskraft under första kvartalet. Arbetslösheten stiger därför något under inledningen av året när företagen avvaktar med nyrekryteringar (se diagram 42). Nedgången i sysselsättning dämpas dock av att företagen kan permittera personal fram till juni 2021 och under första kvartalet är villkoren dessutom mer generösa. Sysselsättningen bedöms därför endast minska litegrann under första kvartalet (se diagram 44).

Diagram 44. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande

Procent av befolkningen, 15–74 år, säsongrensade data



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

Källor: SCB och Riksbanken.

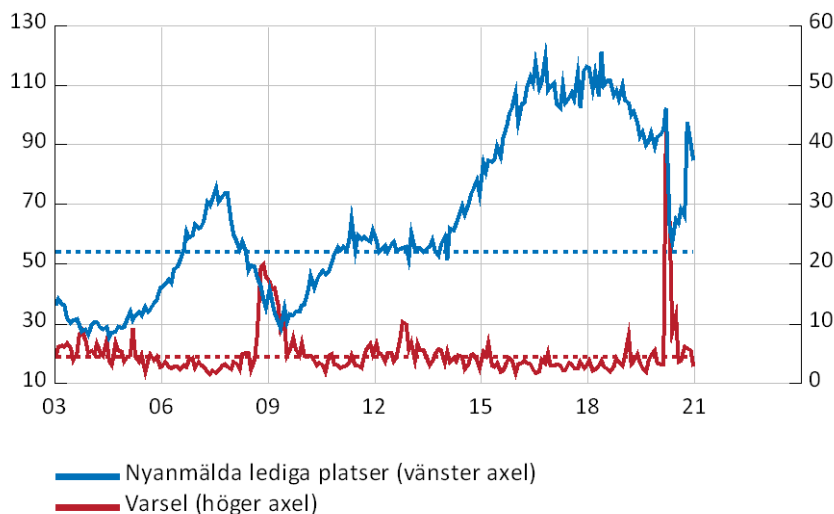
I år genomförs en omläggning av arbetskraftsundersökningen (AKU) vilket innebär att det kommer att vara svårt att tolka AKU-statistiken under 2021 (se fördjupningen "AKU-omläggningen och Riksbankens arbetsmarknadsbedömning"). Arbetsmarknadsprognoserna i denna rapport försöker inte fånga det nivåskifte i statistiken som troligtvis sker till följd av omläggningen i AKU eftersom att det i nuläget är svårt att exakt veta hur omläggningen kommer att påverka statistiken.

Efterfrågan på arbetskraft stiger och arbetsmarknaden återhämtar sig

Mot våren väntas restriktionerna gradvis lättas och återhämtningen tar då återigen fart. Framåtblickande indikatorer tyder på att efterfrågan på arbetskraft stiger. Anställningsplanerna enligt konjunkturbarometern, som har stigit och nu är i linje med ett historiskt genomsnitt, pekar på oförändrad sysselsättning de närmaste tre månaderna. Antalet nyanmälda lediga platser hos Arbetsförmedlingen har också ökat och är nära nivåerna före krisen samtidigt som antalet varsel har sjunkit till mer normala nivåer (se diagram 45). Från och med andra kvartalet stiger därför sysselsättningen. Arbetslösheten väntas stiga till 8,7 procent under första kvartalet, för att därefter gradvis börja sjunka. I slutet på prognosperioden väntas sysselsättningsgraden och arbetskraftsdeltagandet vara tillbaka på de nivåer som rådde före krisen (se diagram 44). Det gör att arbetslösheten i slutet på 2023 i stort sett kommer att vara på samma nivå som före krisen (se diagram 42).

Diagram 45. Nyanmälda lediga platser och varsel

Tusental



Anm. Säsongsrensade data för nyanmälda lediga platser. Streckade linjer avser medelvärden sedan januari 1995.

Källa: Arbetsförmedlingen.

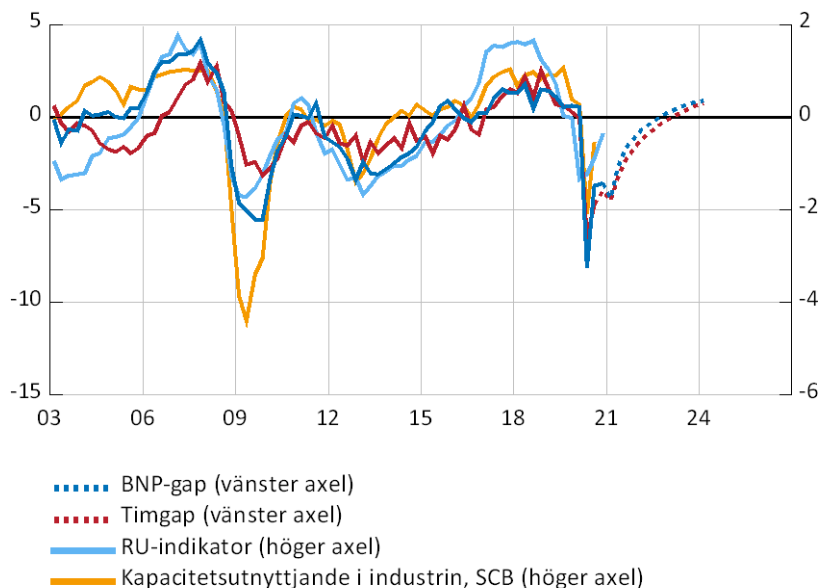
Resursutnyttjandet normaliseras under prognosperioden

Mängden lediga resurser i ekonomin påverkar hur löner och priser utvecklas även om det sker med ganska stor eftersläpning. Resursutnyttjandet kan dock inte mätas exakt och Riksbanken gör därför en bedömning utifrån en mängd olika indikatorer.

Resursutnyttjandet steg något under tredje kvartalet efter att ha fallit kraftigt kvartalet dessförinnan. Olika indikatorer ger dock olika bilder av hur lågt resursutnyttjandet är. Riksbankens resursutnyttjandeindikator föll markant första kvartalet men har sedan dess stigit och var i fjärde kvartalet något under det normala (se diagram 46). Två andra mått på resursutnyttjandet är BNP- och timgapet. Dessa tyder på att resursutnyttjandet kommer att vara mycket lågt under den närmaste tiden för att därefter gradvis stiga. Resursutnyttjandet bedöms vara normalt från och med senare delen av 2022 (se diagram 46). Krisen kommer dock att lämna spår framöver även om resursutnyttjandet normaliseras. Flertalet av de som förlorat jobbet under pandemin är unga och utrikes födda med en svagare förankring på arbetsmarknaden som riskerar att ha svårt att komma tillbaka till sysselsättning och arbetsmarknaden de närmaste åren.

Diagram 46. 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. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

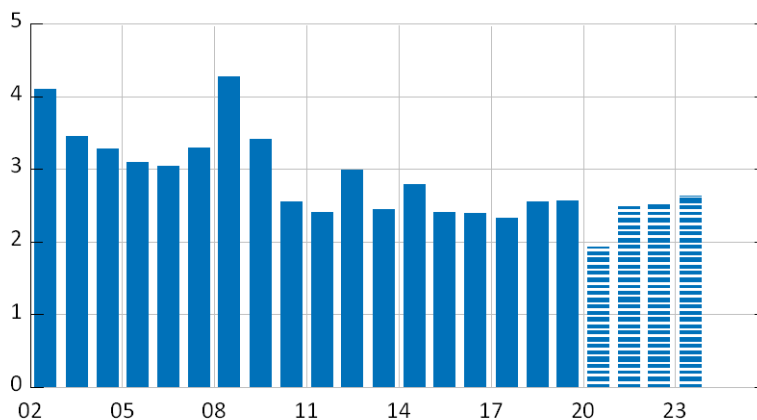
Stigande löneökningstakt

De flesta avtalsförhandlingarna är klara och arbetsmarknadens parter har enats om avtal som innebär att de centralt avtalade lönerna ökar med i genomsnitt cirka 2 procent årligen fram till och med första kvartalet 2023. Utöver detta har avtalen resulterat i avsättningar till pensioner motsvarande en ökning av arbetskostnaderna med ytterligare ett par tiondelars procentenheter.

Löneökningstakten bestäms inte bara av de centralt avtalade lönerna utan även av lokala lönerrevisioner. Storleken på dessa påverkas av efterfrågeläget på arbetsmarknaden. Konjunkturer förbättras de närmaste åren och löneökningarna utöver avtalen väntas inte avvika nämnvärt från de senaste årens utveckling. Löneökningstakten för hela ekonomin bedöms därmed bli måttlig under prognosperioden. Efter att under 2020 ha uppgått till cirka 2 procent väntas den uppgå till cirka 2,5 procent de närmaste åren, mätt med konjunkturlönestatistiken (se diagram 47).

Diagram 47. Löner i hela ekonomin enligt konjunkturlönestatistiken

Årlig procentuell förändring

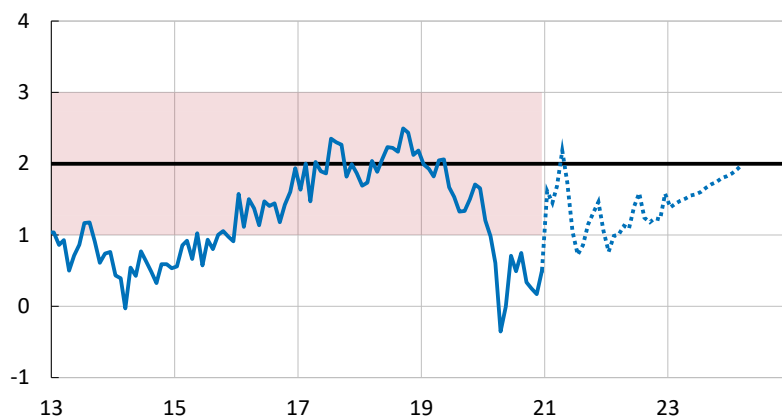


Anm. Heldragen stapel avser utfall, streckad stapel avser Riksbankens prognos.

Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken.

Diagram 48. 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 avvikelser från inflationsmålet är ovanligt stora. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Tydligt högre inflation i början av 2021

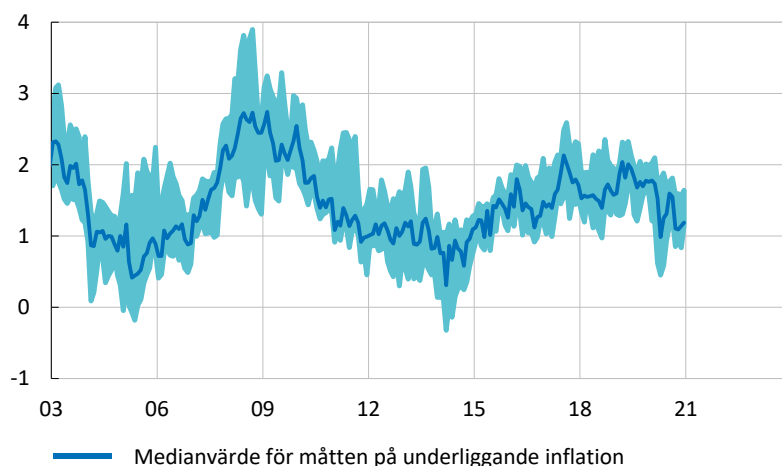
Inflationen låg mellan 0 och 1 procent under större delen av 2020 (se diagram 48). I december var KPIF-inflationen 0,5 procent medan KPIF-inflationen exklusive energi var 1,2 procent. Fallande energipriser dämpade inflationen under förra året, men energipriserna väntas istället ge ett tydligt positivt bidrag till KPIF-inflationen i år. Både elpriserna och drivmedelspriserna har stigit de senaste månaderna vilket innebär att energipriserna väntas bidra till att höja inflationstakten, i synnerhet under första halvåret 2021. Det bidraget klingar sedan av successivt under andra halvåret 2021.

Denna trend med högre inflation i närtid syns även i utfallen sedan novemberprognosen. I november och december blev KPIF-inflationen högre än prognosen i den senaste penningpolitiska rapporten. Det var främst energipriserna som ökade snabbare än väntat, men även tjänstepriserna har stigit lite mer än vad som antogs i prognosen i november. Framför allt sjönk inte priset på utrikes resor så mycket som förväntat. Stora mätproblem kvarstår dock när det gäller dessa priser.

Inflationstakten påverkas ofta av tillfälliga prisförändringar som har mindre betydelse för inflationsutvecklingen på sikt. I likhet med andra centralbanker beräknar och publicerar Riksbanken därför olika mått på så kallad underliggande inflation. Dessa mått, som exkluderar eller minskar betydelsen av priser som tidigare visat sig variera kraftigt, indikerar att den mer varaktiga inflationen sjönk något under 2020 (se diagram 49). Medianen av måtten var 1,2 procent i december. Måtten KPIFPC och UND24, som enligt en tidigare utvärdering tycks spegla det underliggande inflationstrycket särskilt väl, har i genomsnitt varit något högre än andra mått under det senaste året. I december uppgick båda till 1,6 procent.

Diagram 49. 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.

Statistiska centralbyrån kommer som vanligt att uppdatera KPI-vikterna i sina beräkningssystem inför publiceringen av KPI för januari 2021. För att ta hänsyn till att konsumtionen förändrats under pandemin kommer vikterna att baseras på hur konsumtionen fördelade sig under 2020 istället för 2019 som hade varit det vanliga tillväga-

gångssättet (se fördjupningen ”Förändrad konsumtion under pandemin påverkar inflationen”).²⁰ Den stora förändringen av konsumtionsmönstret under pandemin väntas påverka förloppet under året och bidrar till en högre uppmätt prisökningstakt framför allt under första halvåret (se diagram 48).

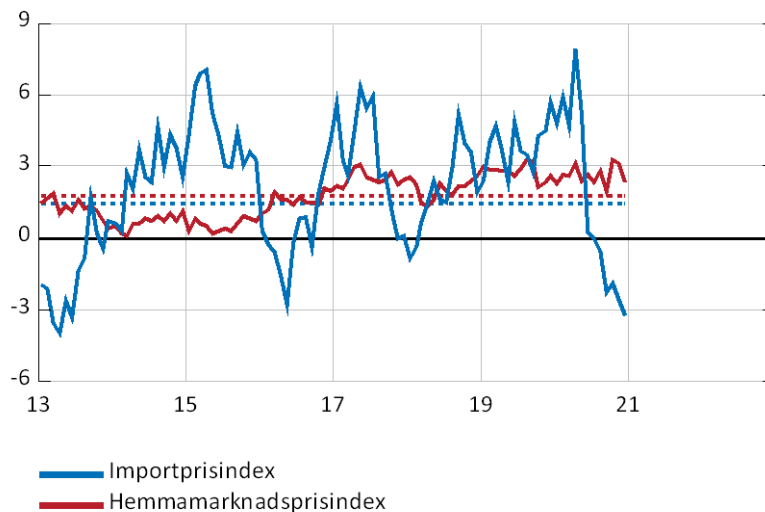
Även andra faktorer bidrar till att inflationen stiger i början av året. Den ovanligt stora negativa effekten av viktjusteringen 2020 faller ur tolv månadersförändringen i januari 2021 samtidigt som effekten av viktjusteringen i år väntas bli mindre negativ än vanligt.

Modellprognoserna stabila under de närmaste månaderna.

Ökningstakten i de flesta priserna på industrivaror i producentledet, och i synnerhet importpriserna, föll tydligt under 2020. Priserna i producentledet för konsumtionsvaror producerade och sålda i Sverige ökar dock fortfarande snabbare än normalt (se diagram 50).²¹

Diagram 50. Priser på konsumtionsvaror i producentledet

Årlig procentuell förändring



Anm. Importprisindex mäter vad svenska importörer betalar för sina varor vid gränsen. Hemmamarknadspriser mäter vad svenska producenter får betalt vid försäljning i Sverige. Streckade linjer avser medelvärden sedan 2000.

Källa: SCB.

Näringslivets prisplaner enligt Konjunkturbarometern har stigit de senaste kvartalen, men är fortfarande något lägre än normalt. Prisplanerna hos företag inom detaljhandeln sjönk från relativt höga nivåer 2018 och 2019 men steg sedan och ligger nu nära ett historiskt genomsnitt. Kostnaderna för fartygsfrakter har ökat tydligt under den

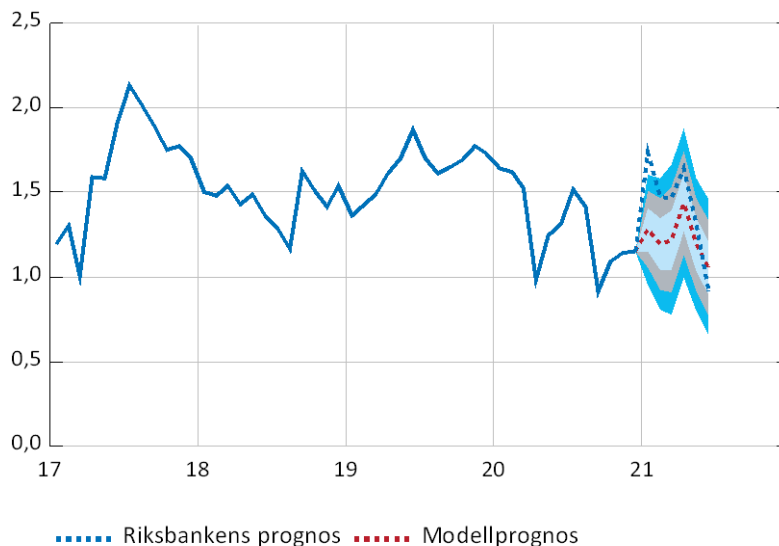
²⁰ Se också J. Johansson, M. Löf, O. Tysklind ”Förändrad konsumtion under pandemin påverkar inflationen”, Ekonomiska kommentarer nr. 14 2020, Sveriges riksbank.

²¹ Priserna i producentledet mäts i ett tidigare led i förädlingskedjan än konsumentledet och ska visa vad svenska producenter får betalt vid försäljning i Sverige. KPI skiljer sig på flera sätt från priser på konsumtionsvaror i producentledet. KPI inkluderar också tjänstepriser samt indirekta skatter och subventioner. Dessutom utgår vikterna i KPI från hushållens konsumtion och inte produktionen.

senaste tiden. Det är störningarna i den globala handeln under pandemin som har skapat ett underskott i fraktkapaciteten. Om utvecklingen håller i sig och fraktkostnaderna förblir höga kan även konsumentpriserna påverkas.

Riksbankens modellprognos, som sammanfattar information från ett stort antal indikatorer, som prisplaner, producentpriser och växelkurser, brukar normalt ge en förhållandevis god vägledning om inflationens utveckling på kort sikt. Modellprognosen pekar mot att inflationen enligt KPIF exklusive energi kommer att vara relativt stabil under de närmaste månaderna (se diagram 51). Eftersom modellprognosen baseras på historiska samband och på att förändringar i konsumtionskorgen sker långsamt kan den dock i nuläget inte fullt ut fånga många av de faktorer som kommer att vara av betydelse för inflationsutvecklingen i närtid. Detta förklarar varför Riksbankens prognos för de närmaste månaderna nu avviker ovanligt mycket från modellprognosen.

Diagram 51. KPIF exklusive energi, modellprognos med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervall 50, 75 respektive 90 procent, baserade på modellernas historiska prognosfel. Nya säsongsmönster och mätmetoder innebär dock att osäkerheten 2021 förmodligen är större än vad som indikeras av osäkerhetsintervallen. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Inflationen börjar stiga gradvis från 2022

Inflationen väntas bli lägre igen under andra halvåret 2021 till följd av de förändrade vikterna, för att sedan stiga gradvis (se diagram 48). Resursutnyttjandet i ekonomin ökar och antas vara nära normalt i slutet av 2022, vilket ger stöd åt inflationsuppgången. Kronan har stärkts under större delen av 2020, vilket väntas dämpa inflationen under 2021. Framöver väntas dock kronan vara relativt oförändrad och antas inte längre påverka inflationen i lika stor utsträckning. Även företagets kostnader väntas öka långsamt under de närmaste åren för att sedan närma sig en mer normal ökningstakt 2023.

Riksbankens sammanfattande bedömning är att inflationen i Sverige stiger i takt med att efterfrågan stärks, lönerna ökar snabbare och inflationen i omvärlden stiger. Jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten i november är KPIF-inflationen i stort sett oförändrad på lite längre sikt (se diagram 6).

FÖRDJUPNING – Utvecklingen av Riksbankens värdepappersinnehav

För att underlätta den ekonomiska återhämtningen från coronakrisen och på så sätt bidra till att inflationen stiger mot målet på 2 procent har Riksbanken vidtagit omfattande stödåtgärder. Sedan våren 2020 har direktionen fattat en rad beslut om köp av räntebärande värdepapper i svenska kronor, som har inneburit att innehavet av värdepapper har ökat kraftigt. Innehavet bedöms fortsätta att öka till slutet på 2021 för att då uppgå till totalt drygt 900 miljarder kronor. Den aktuella bedömningen är att den nivån därefter kommer att upprätthållas en tid genom köp som kompenserar för förfall. Förfallen är dock mycket ojämnt fördelade över tiden samtidigt som det är önskvärt att hålla en någorlunda jämn köptakt. Detta för med sig vissa variationer i Riksbankens värdepappersinnehav även under perioder då målsättningen är att hålla det oförändrat.

Stora och breda tillgångsköp för låga räntor och god kreditillgång

Riksbanken har sedan 2015 köpt räntebärande värdepapper som ett komplement till en låg reporänta för att åstadkomma en expansiv penningpolitik som för inflationen till målet på 2 procent. Före 2020 köpte Riksbanken endast statsobligationer men för att säkerställa låga räntor till företag och hushåll och en fungerande kreditförsörjning under pandemin har tillgångsköpen utökats till att även omfatta säkerställda obligationer, kommunobligationer, statsskuldväxlar och företagspapper. Den här fördjupningen beskriver hur Riksbankens köp och innehav av värdepapper kan förväntas se ut framöver.

Riksbankens tillgångsköp kan genom flera kanaler påverka de räntor företag och hushåll möter och deras möjligheter att låna.²² Ju mer Riksbanken äger av en obligation, desto mindre av den finns tillgänglig för andra aktörer som vill ha den. Det pressar upp priset (och sänker därmed räntan) på obligationen ifråga. Andra obligationer kan då samtidigt bli mer eftertraktade och betinga högre priser (och därmed lägre räntor). Med ett större värdepappersinnehav följer också mer likvida medel hos bankerna (eftersom Riksbanken betalar med nya centralbankspengar) vilket kan öka deras intresse

²² Se fördjupningen "Så har Riksbankens åtgärder fungerat under coronakrisen" i Penningpolitisk rapport, september 2020. Se även J. Alsterlind, H. Erikson, M. Sandström och D. Vestin, "Hur kan köp av statsobligationer göra penningpolitiken mer expansiv?", *Ekonomiska kommentarer* nr 12, 2015 för en genomgång av kanaler för tillgångsköpen påverkan på marknadsräntor. För detaljer om hur tillgångsköpen kan tänkas påverka kreditillgång och räntor via en ökad likviditet i banksystemet se även J. H. E. Christensen och S. Krogs-trup, "Transmission of Quantitative Easing: The Role of Central Bank Reserves", *The Economic Journal* 129 (617), sid 249–272, 2019 och B. S. Bernanke och V. R. Reinhart, "Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates", *American Economic Review* 94 (2), sid 85-90, 2004.

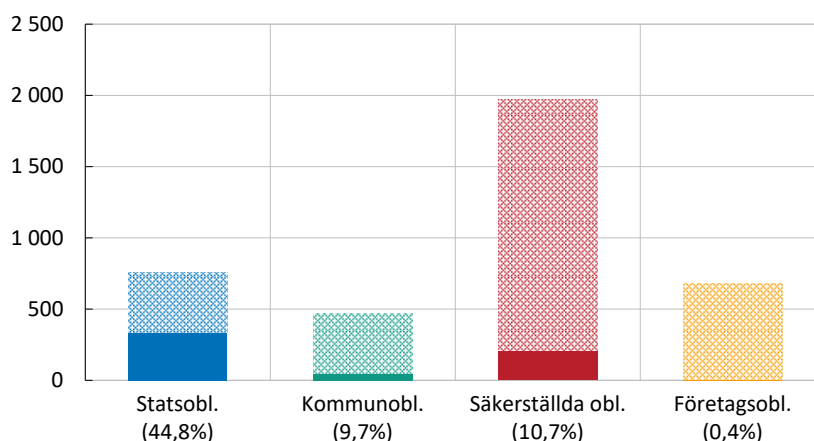
av att låna ut pengar. Sammantaget är Riksbankens innehav av värdepapper således viktigt både för ränteläget och kreditförsörjningen. För mindre likvida tillgångar kan även pågående köp bidra till ökad likviditet, som också avspeglas i lägre räntor. Genom att i förväg annonsera avsikten att köpa kan Riksbanken dessutom skapa trygghet i att det kommer att gå bra att sälja tillgångar för den som kan behöva göra det vilket minskar oron på stressade marknader och i förlängningen gör det lättare att ge ut nya värdepapper. Såväl hur stort innehavet är som hur stora de löpande köpen är kan med andra ord vara av betydelse för ränteläget och kreditförsörjningen.

Riksbankens värdepappersinnehav har ökat snabbt

Riksbankens åtgärder för att lindra de ekonomiska skadeverkningarna av Coronapandemin under 2020 medförde att Riksbankens värdepappersinnehav i svenska kronor har ökat från drygt 300 till knappt 600 miljarder kronor.²³ I slutet av 2020 utgjorde Riksbankens innehav en stor andel av de utestående statsobligationerna och mindre andelar av övriga obligationslag, se diagram 52.

Diagram 52. Riksbankens obligationsinnehav i förhållande till utestående stock

Nominella belopp, miljarder kronor, per 2020-12-31



Anm. Den fyllda delen av respektive stapel anger Riksbankens innehav och den skuggade delen anger resterande utestående stock. Procentsiffrorna inom parentes visar Riksbankens andel av total utestående stock.

Källor: Riksgälden, SCB och Riksbanken.

²³ I den här fördjupningen, liksom i det mesta av Riksbankens kommunikation kring köp och innehav av värdepapper, anges tillgångarnas nominella belopp. En obligations nominella värde är det belopp som betalas ut vid den tidpunkt då obligationen förfaller. Därtill sker i allmänhet i förväg bestämda ränteutbetalningar till obligationsinnehavaren, så kallade kuponger. Obligationens marknadsvärde bestäms av vad marknadsaktörer är beredda att betala för att ta del av de kommande utbetalningarna av kuponger och nominellt belopp. Marknadsvärdet skiljer sig från det nominella beloppet i den mån återstående kupongutbetalningar innebär en ränta som avviker från den aktuella marknadsräntan. Eftersom marknadsräntorna varierar från dag till dag så varierar också obligationens marknadsvärde och det är därför ofta mer praktiskt att uttrycka obligationsinnehav i termer av nominella belopp.

Under 2021 väntas en fortsatt ökning av innehavet med drygt 300 miljarder kronor så att det uppgår till drygt 900 miljarder kronor i slutet av året. Den aktuella bedömningen är att innehavet därefter kommer att upprätthållas på samma nivå åtminstone under ytterligare ett år.

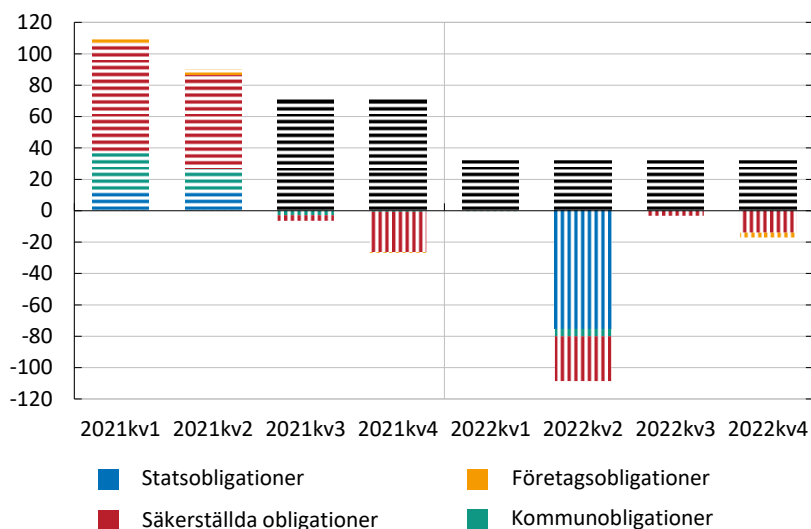
Ojämnt fördelade obligationsförfall men jämn köptakt

Riksbankens värdepappersinnehav kommer dock inte att hållas helt konstant eftersom det skulle kräva en alltför ojämn köptakt. Anledningen är att obligationerna i Riksbankens portfölj förfaller till betalning enligt ett ojämnt mönster, se de negativa staplarna i diagram 53. Det gäller i synnerhet statsobligationerna. Att helt anpassa köptillfällen och köpbelopp till förfallen skulle innebära att Riksbanken växlar mellan att inte alls vara aktiv på en marknad under vissa perioder och att göra mycket stora köp under andra perioder. Detta skulle kunna resultera i att köpen påverkar priser och likviditet på ett icke önskvärt sätt.

Därför räknar Riksbanken med att istället fördela sina köp någorlunda jämnt över kvartalen. De positiva staplarna i diagram 53 visar storleken på köpen under antagandet att de fördelar sig helt jämnt mellan kvartalen under 2022 och precis kompenserar för förfallen under året.

Diagram 53. Ojämnt fördelade obligationsförfall men jämna köptakter

Nominella belopp, miljarder kronor



Anm. Positiva staplar visar beslutade köp av obligationer (men ej statsskuldväxlar) under det första och andra kvartalet 2021, en prognos för tredje och fjärde kvartalet 2021 baserad på en jämn köptakt som gör att hela köpramen utnyttjas och därefter en teknisk framskrivning under antagande om en jämn köptakt som gör att innehavet är på samma nivå i slutet av 2022 som i slutet av 2021. Svarta staplar visar totala obligationsköp för kvartal med ännu inte beslutad fördelning mellan kategorier. Negativa staplar visar en prognos för kommande förfall som delvis beror på tekniska antaganden om hur kommande köp fördelas på olika löptider.

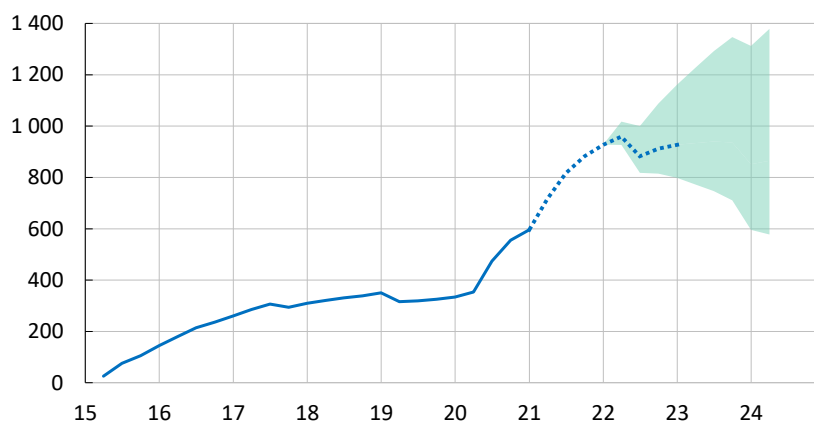
Källa: Riksbanken.

Den jämna köptakten och de ojämna förfallen gör att innehavet stiger under det första, tredje och fjärde kvartalet 2022 men sjunker under det andra kvartalet då de största förfallen sker. Att Riksbankens värdepappersinnehav varierar på detta sätt för att i slutet av 2022 vara på samma nivå som i slutet av 2021 framgår också av prognosen för innehavet som visas i diagram 54.

De ojämna förfallen gör att Riksbankens kommunikation kring tillgångsköp och innehav skiljer sig något från de största centralbankernas trots snarlika framtidsplaner för tillgångsköpsprogrammen (se vidare kapitel 2). Med köp som ibland behöver understiga och ibland överstiga förfallen, och ett innehav som därmed ibland ökar och ibland minskar, kan Riksbanken inte som Federal Reserve meddela avsikten att fortsätta öka sitt innehav, åtminstone inte utan närmare förtydliganden. Det är också svårt att som ECB beskriva sina planer i termer av en periods nettoköp (det vill säga köp som överstiger förfall) som följs av en period av återinvesteringar vid förfall (det vill säga köp av nya obligationer för förfallobeloppen vid de tidpunkter då förfallen sker). Riksbanken får istället, som i denna fördjupning, uttrycka beslut och prognoser i termer av köp och vad de väntas föra med sig för värdepappersinnehavets utveckling.

Diagram 54. Riksbankens innehav av värdepapper i svenska kronor

Nominellt belopp, miljarder kronor



Anm. Innehav av värdepapper, exklusive företagscertifikat, utgivna i svenska kronor. Streckad linje visar en prognos för innehavet till och med 2021 och därefter en teknisk framskrivning under antagande om en jämn köptakt som gör att innehavet är på samma nivå i slutet av 2022 som i slutet av 2021. Intervallets övre gräns reflekterar en utveckling där Riksbankens tillgångsköp fortgår i ungefär samma takt som under 2021. Dess nedre gräns är en framskrivning av innehavet under antagande att inga fler tillgångsköp görs efter 2021.

Källa: Riksbanken.

Värdepappersinnehavet kan ta olika vägar framöver

De stora centralbankerna är tydliga med att innehavens utveckling beror på den ekonomiska utvecklingen och givetvis kan även Riksbankens värdepappersinnehav ta olika vägar beroende på hur svensk ekonomi utvecklar sig.²⁴ En möjlighet är att den pågående krisen fördjupas, blir mer bestående eller snart följs av nya relaterade eller

²⁴ Se också fördjupningen "Alternativa scenarier för den ekonomiska återhämtningen".

oberoende kriser vilket gör att stödet från tillgångsköpen behöver utökas. Den övre gränsen för intervallet i diagram 54 reflekterar en utveckling där Riksbanken bedömer att det inte är lämpligt att slå av på köptakten efter 2021.²⁵ En annan möjlighet är att det i sinom tid uppstår en situation där en god kreditförsörjning, balanserad ekonomisk aktivitet och inflation nära målet inte längre förutsätter ett så omfattande stöd från Riksbanken och det därför bedöms lämpligt att låta innehavet minska. En naturlig utgångspunkt för det är att innehavet gradvis avvecklas genom förfall snarare än att några tillgångar säljs av. Den nedre gränsen för intervallet illustrerar hur snabbt innehavet skulle minska vid snabbast möjliga avveckling genom förfall, det vill säga om inga nya köp genomförs efter 2021.

²⁵ Mer specifikt motsvarar den övre gränsen en utveckling där tillgångsköpen fortsätter i ungefär samma takt som under 2021.

FÖRDJUPNING – Alternativa scenarier för den ekonomiska återhämtningen

I Riksbankens prognos växer BNP i god takt i år och nästa år, både i Sverige och hos våra viktigaste handelspartners, och resursutnyttjandet stiger snabbt mot en normal nivå. Men prognosen är osäker. I denna fördjupning illustreras osäkerheten med hjälp av två alternativa scenarier. Hushållens konsumtion har hållits tillbaka under pandemin och det är inte omöjligt att konsumtionsutgifterna kan komma att öka i snabbare takt än vad som antas i prognosen. I ett sådant scenario kan resursutnyttjandet i svensk ekonomi bli avsevärt högre än normalt mot slutet av prognosperioden. Om smittspridningen istället skulle öka igen, innan vi byggt upp en tillräcklig motståndskraft mot sjukdomen, går återhämtningen sannolikt betydligt långsammare. Då finns det dessutom en risk att länder med hög skuldsättning och svaga banksystem drabbas särskilt hårt. I ett sådant sämre scenario blir både inhemsk efterfrågan och exportefterfrågan lägre än i huvudscenariot, och arbetslösheten biter sig fast på en högre nivå. För att stötta återhämtningen kan det då vara motiverat med ytterligare insatser från både penning- och finanspolitiken.

Flera källor till osäkerhet i prognosen

Smittspridning, vaccinationer och restriktioner

Konjunkturutsikterna för de kommande kvartalen påverkas fortfarande i stor utsträckning av hur smittspridningen utvecklas, av de åtgärder som vidtas för att begränsa smittan och av myndigheternas ekonomiska stödinsatser. Framgångarna med att utveckla effektiva vaccin innebär sannolikt att många hushåll under 2021 gradvis kan återgå till sina tidigare levnads- och konsumtionsvanor. I Riksbankens prognos antas att massvaccineringar genomförs under första halvåret 2021 och att smittspridningen därmed bromsas i USA, Europa och Sverige. I takt med att immuniteten ökar och smittan dämpas väntas myndigheterna också successivt lätta på de restriktioner som införts.

Men det finns alltså risker för bakslag när det gäller just smittspridning och immunitet. Det sprids nya, muterade former av det virus som orsakar covid-19, och inom läkemedelsbranschen förbereder sig nu flera företag på att kunna hantera framtida mutationer. Många regeringar har som mål att under första halvåret 2021 vaccinera merparten av sina medborgare, men de logistiska utmaningarna är stora och ännu är det oklart hur stor andel av befolkningen i olika länder som är villig att låta sig vaccineras. Det står också klart att tillgången till vaccin kommer att variera kraftigt mellan olika länder och världsdelar, något som påverkar konjunkturutsikterna på global nivå.

Osäkerhet om styrkan i återhämtningen

Även om huvudscenariots antagande om smittspridning, immunitet och restriktioner infrias så är den fortsatta ekonomiska återhämtningen ändå mycket osäker. En fråga gäller hur snabbt och i vilken utsträckning som hushåll och företag kommer att återgå till tidigare konsumtionsvanor och arbetssätt, när detta väl är möjligt. Kommer en del hushåll att under en period lägga mer pengar än vanligt på resor, restaurangbesök och andra nöjen? I ett första scenario beskrivs hur BNP-tillväxt, arbetslöshet och inflation kan komma att utvecklas när smittspridningen väl dämpas, om hushållen i omvärlden och i Sverige ökar sin konsumtion i snabbare tak än vad som antas i huvudscenariot.

En annan fråga gäller storleken på de ekonomiska skadeverkningar som krisen orsakat. I följd steg arbetslösheten snabbt runt om i världen och många företag har tvingats ta upp stora lån för att rädda sina verksamheter. Dessutom har den offentliga skuldsättningen ökat kraftigt i flera länder på grund av omfattande ekonomiska stödinsatser. När stöden trappas ner och lånen ska återbetalas riskerar många företag att få svårt att klara sina betalningar. På vissa håll kan arbetslösheten då komma att stiga på nytt, banker kan drabbas av stigande kreditförluster och vissa länder kan då få svårt att sätta in nya stödåtgärder eftersom statsfinanserna redan i utgångsläget är svaga. I ett andra scenario tar det längre tid än väntat att få bukt med smittan och den privata konsumtionen växer därför långsammare än i huvudscenariot. Samtidigt visar sig problemen med skuldsättning och företagskonkurser vara oväntat stora, särskilt i vissa europeiska länder. Detta tillsammans gör att återhämtningen går betydligt långsammare än i huvudscenariot, både utomlands och i Sverige.

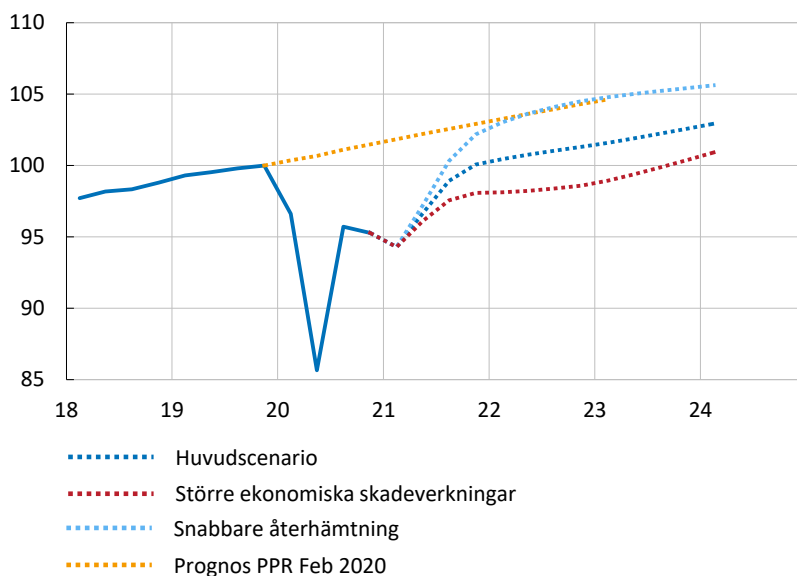
Alternativscenario - snabbare återhämtning utomlands och i Sverige

I scenariot "Snabbare återhämtning" antas smittspridning och restriktioner utvecklas ungefär som i huvudscenariot men konsumtion och BNP växer ändå snabbare, både i omvärlden och i Sverige. Trots en del inledande problem med leveranser kommer vaccineringsen igång i stor skala under våren. Då visar det sig att många hushåll mycket snabbt vill tillbaka till sina tidigare konsumtionsvanor och därför stiger efterfrågan kraftigt. En hel del hushåll med jämförelsevis höga inkomster, som på grund av pandemin haft ett ofrivilligt högt sparande det senaste året, unnar sig dessutom extra höga utgifter på restauranger, resor och andra nöjen.²⁶ I scenariot antas att företagen inom tjänstebanserna överlag lyckas bra med att snabbt expandera sin verksamhet igen, efter neddragningarna, även om det på en del håll uppstår flaskhalsar.

²⁶ Analyser av högfrekventa data på konsumtion, företagsintäkter och sysselsättning i USA visar att fjolårets djupa och plötsliga BNP-fall till stor del kan förklaras av att jämförelsevis välbeställda hushåll snabbt drog ned på vissa typer av lyxbetonad tjänstekonsumtion, exempelvis besök på restauranger och skönhets-salonger och på resor. Utgifterna på annan typ av konsumtion, som kräver mindre fysisk kontakt med andra människor, föll betydligt mindre och återhämtade sig sedan jämförelsevis snabbt; i mitten av juli var varukonsumtionen högre än före krisen. Resultaten indikerar att de höga sparkvoter som uppmättes i följd i stor utsträckning berodde på att hushållen ofrivilligt drog ned på sin konsumtion, för att undvika smitta. Se Chetty m. fl. (2020), "How did Covid-19 and stabilization policies affect spending and employment? A new real-time economic tracker based on private sector data.", NBER working paper nr. 27431, publicerat i juni 2020 och senast reviderat i november.

Diagram 55. BNP i omvärlden (KIX-2)

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



Anm. KIX-2 är en sammanvägning av euroområdet och USA som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och Riksbanken.

I diagram 55 visas ett KIX-viktat mått på BNP i euroområdet och USA, kallat KIX-2. Diagrammet visar den dramatiska BNP-utvecklingen 2020 och Riksbankens tillväxtprognos för i år och de kommande åren. Som jämförelse visas även motsvarande prognos som publicerades för ett år sedan, i den penningpolitiska rapporten från februari 2020. I scenariot "Snabbare återhämtning" leder den kraftiga ökningen i privat konsumtion till att BNP i omvärlden (KIX-2) växer med ungefär 5,5 procent, både i år och nästa år. Det kan jämföras med huvudscenariots tillväxt på 4,5 procent i år och 3,5 procent nästa år. Även i Sverige växer BNP avsevärt snabbare än i huvudscenariot (se diagram 56 och tabell 2).

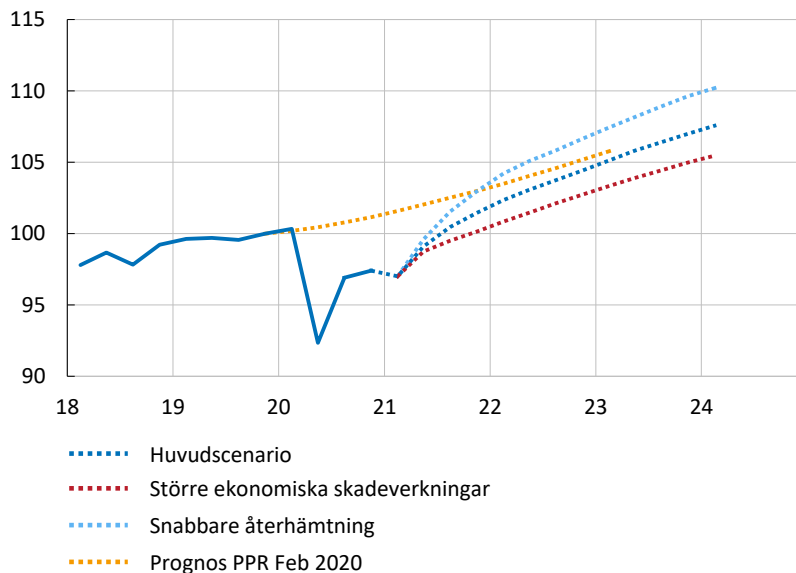
Den högre tillväxten innebär att problemen på arbetsmarknaden blir mindre allvarliga. Många av de som i fjol förlorade jobbet arbetade i branscher som kräver jämförelsevis låga kvalifikationer och i Sverige drabbades oproportionerligt många unga av arbetslöshet.²⁷ Det innebär att det i många fall handlar om arbetstagare som är flexibla och om jobb som jämförelsevis lätt kan återskapas när efterfrågan väl stiger igen. I scenariot stiger sysselsättningen snabbare än i huvudscenariot och i Sverige sjunker arbetslösheten till under 7 procent mot prognosperiodens slut (diagram 57). Den lägre arbetslösheten medför också att lönerna stiger i snabbare takt och att inflationen pressas uppåt. I scenariot antas att svensk penning- och finanspolitik förblir lika expansiv som i huvudscenariot och detta bidrar till att resursutnyttjandet och KPIF-inflationen stiger snabbare än i huvudscenariot (diagram 58). En inflation som överstiger målet skulle kunna bidra till att inflationsförväntningarna tydligare förankras nära

²⁷ Arbetslösheten steg jämförelsevis snabbt även i gruppen utrikes födda. Se I. Häkkinen Skans "Coronakrisen och arbetsmarknaden- effekter på kort och lång sikt", Ekonomisk kommentar nr 1 2021.

2 procent, och på så sätt vara bra för pris- och lönebildningen. Ett scenario där inflationen stiger snabbare under prognosperioden behöver därför inte vara ett skäl till att på olika sätt göra penningpolitiken mindre expansiv.

Diagram 56. BNP i Sverige

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



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

Källor: SCB och Riksbanken.

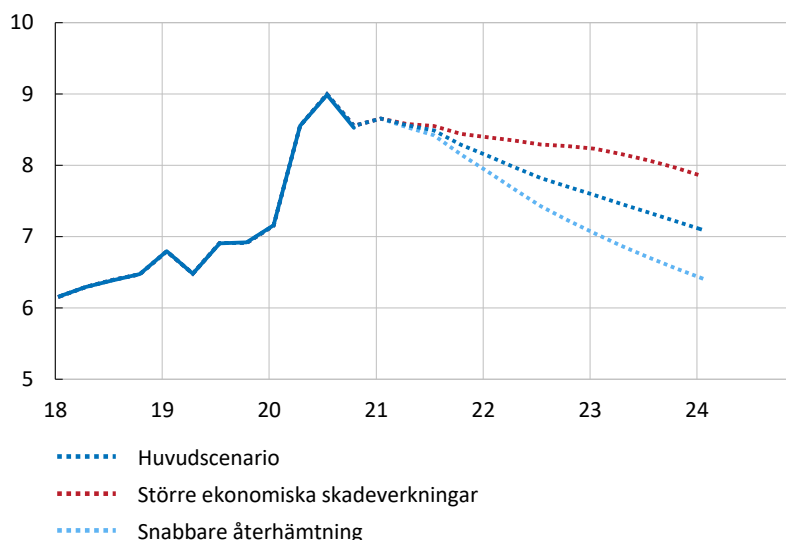
Alternativscenario - större ekonomiska skadeverkningar av pandemin

I scenariot "Större ekonomiska skadeverkningar" tar det längre tid än väntat att få bukt med smittan och att bygga upp immunitet mot sjukdomen. Därför växer den privata konsumtionen långsammare än i huvudscenariot, både i omvärlden och i Sverige. Samtidigt visar det sig att oväntat många företag hamnat i svårigheter under krisen, inte minst i en del länder i euroområdet där BNP-fallen varit särskilt stora. När myndigheterna börjar trappa ned de omfattande stödåtgärder som sattes in 2020, och när företag ska börja betala tillbaka de lån de tagit upp under krisen, får många verksamheter svårt att klara sina betalningar.²⁸ Konkurserna ökar och situationen förvärras ytterligare då problemen i en del länder sprider sig till banksystemen.

²⁸ I följd beslutade många nationella parlament i euroområdet om omfattande, tillfälliga ekonomiska krisåtgärder. Enligt EU-kommissionens beräkningar motsvarade dessa krisåtgärder ("emergency measures") i genomsnitt knappt 3,5 procent av euroområdets BNP, men storleken på åtgärderna varierade betydligt mellan olika länder inom valutaområdet. En stor del av pengarna användes till direkta stödutbetalningar till hushåll och företag för att täcka inkomst- och intäktsbortfall. I år planerar många länder att kraftigt minska storleken på dessa stöd och att samtidigt öka utgifterna på mer traditionella finanspolitiska åtgärder som syftar till att stimulera den allmänna efterfrågan. Se "Communication from the Commission to the European parliament, the Council, and the European Central Bank on the 2021 Draft Budgetary Plans" utfärdad i Bryssel den 18 november 2020.

Diagram 57. Arbetslöshet i Sverige

Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



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

Källor: SCB och Riksbanken.

Långsammare konsumtionstillväxt, fler konkurser och stramare kreditvillkor innebär att BNP i omvärlden växer betydligt långsammare än i huvudscenariot (diagram 55 och tabell 2). När konjunkturutsikterna justeras ned i euroområdet blir även svenska hushåll mer försiktiga med sina utgifter och därför bromsas konsumtionstillväxten ytterligare. Men även svensk exportefterfrågan dämpas och sammantaget innebär detta att BNP-tillväxten i år stannar på drygt 2 procent. Nästa år stiger tillväxten visserligen till 3 procent, men det är ändå tydligt lägre än huvudscenariots tillväxt på nära 3,9 procent (se diagram 56 och tabell 2). Lägre BNP-tillväxt innebär också att efterfrågan på arbetskraft blir lägre och först mot prognosperiodens slut sjunker arbetslösheten under 8 procent (diagram 57). Det lägre resursutnyttjandet på arbetsmarknaden innebär i sin tur att lönetillväxten dämpas.

I scenariot antas ECB agera för att göra penningpolitiken i euroområdet mer expansiv. Konjunkturutsikterna försvagas särskilt mycket i euroområdet och dessutom riskerar finanspolitiken i flera länder inom valutaområdet att bli begränsad av höga offentliga skulder. De beräkningar som redovisas här baseras emellertid på samma antaganden om svensk penning- och finanspolitik som i huvudscenariot. I scenariot blir resursutnyttjandet i svensk ekonomi tydligt lägre, jämfört med huvudscenariot, och detta får konsekvenser även för prisökningstakten. Det tar längre tid för KPIF-inflationen att nå målet på 2 procent. En sådan utveckling skulle mycket väl kunna motivera att den ekonomiska politiken görs mer expansiv även i Sverige. Om behovet av penningpolitiska stimulanser ökar är tillgångsköp och åtgärder för att främja kreditgivningen i ekonomin fortsatt viktiga verktyg. Det är också fullt möjligt att reporäntan kan komma att sänkas, särskilt om förtroendet för inflationsmålet skulle vara hotat. I ett scenario med nya nedgångar i ekonomin har samtidigt finanspolitiken fortsatt en viktig roll att spela. Det gäller särskilt om ekonomiska problem drabbar en viss samhällssektor extra hårt.

Tabell 2. BNP-tillväxt i omvärlden och i Sverige

Årlig procentuell förändring, procent

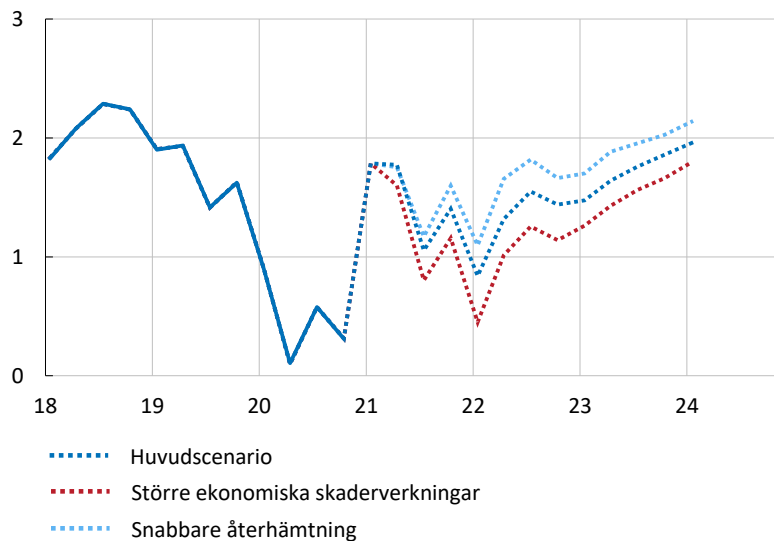
	2021	2022	2023
KIX-2, huvudscenario	4,6	3,5	1,2
Snabbare återhämtning	5,5	5,4	1,2
Större ekonomiska skadeverkningar	3,4	1,9	1,3
Sverige, huvudscenario	2,8	3,9	2,6
Snabbare återhämtning	3,6	5,2	2,9
Större ekonomiska skadeverkningar	2,2	3,0	2,3

Anm. BNP KIX-2 är en sammanvägning av BNP i USA och euroområdet. Heldragen linje avser utfall, streckade linjer avser Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken.

Diagram 58. KPIF

Årlig procentuell förändring, kvartalsdata



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

Källor: SCB och Riksbanken.

FÖRDJUPNING – Förändrad konsumtion under pandemin påverkar inflationen

Pandemin har inneburit ovanligt stora förändringar i hushållens konsumtion. Det gör i sin tur att det har blivit svårare att mäta inflationen och att statistiken kan vara svår att tolka och jämföra mellan olika länder. Enligt de beräkningar som presenteras i denna fördjupning har den uppmätta inflationstakten under 2020 underskattat ökningstakten i de priser som ett genomsnittligt hushåll faktiskt möter. Sättet på vilket KPIF beräknas innebär dock att det ändrade konsumtionsmönstret förr eller senare kommer att påverka KPIF. Enligt SCB:s vanliga beräkningsmetoder hade förändringarna i konsumtionsmönstret under 2020 påverkat KPIF främst under 2022 och 2023. Men när SCB uppdaterar vikterna i KPIF i år kommer man att använda ett mer aktuellt underlag för beräkningarna än vad man brukar göra. Detta kommer att leda till att den uppmätta KPIF-inflationen redan i år blir något högre än vad den annars skulle ha blivit, framför allt i början av året. Förändringen bedöms dock inte leda till några varaktiga effekter på inflationen.

Pandemin har påverkat hushållens konsumtion

Under pandemin har det skett ovanligt stora förändringar i hushållens konsumtion. Flygresor och charterresor konsumerades i princip inte alls under vissa månader. Men även konsumtionen av hotellvistelser, restaurangbesök och olika typer av nöjen som teater, bio och idrottsevenemang har minskat mycket. Konsumtionen av annat har i stället ökat då människor i större utsträckning både jobbar hemma och håller sig hemma på fritiden. Det gäller bland annat konsumtionen av livsmedel, spel, produkter för hemrenovering och hemelektronik. Priserna på de produkter som konsumerats mindre har i många fall ökat relativt långsamt eller sjunkit, medan priserna på de produkter som konsumerats mer i stället i många fall har ökat relativt snabbt.

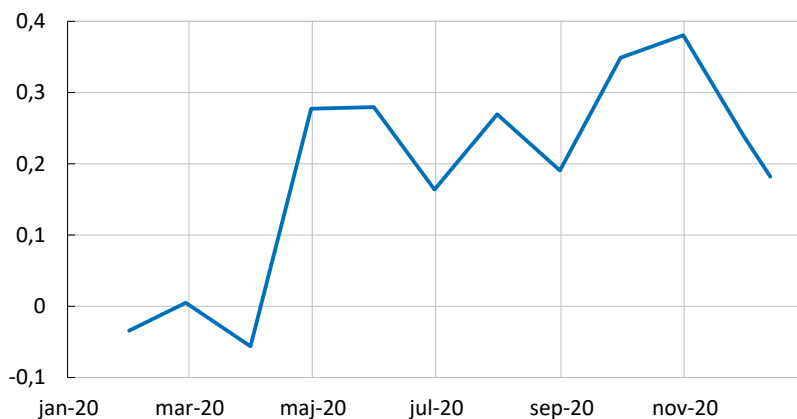
KPIF beräknas som en sammanvägd prisutveckling för en representativ ”korg” av produkter. Men eftersom vikterna som använts i sammanvägningen av KPIF 2020 i huvudsak baseras på hur konsumtionen fördelade sig 2018 kan den uppmätta inflationstakten tyckas underskatta ökningstakten i de priser som ett genomsnittligt hushåll möter. Om man istället hade använt aktuella vikter för konsumtionen hade den sammanvägda prisökningstakten varit högre eftersom hushållen har konsumerat mindre av de produkter vars pris ökar relativt långsamt och mer av de produkter vars pris ökar relativt snabbt.

I diagram 59 visas resultatet av ett räkneexempel där den årliga procentuella förändringen i knappt 80 undergrupper, som tillsammans utgör KPIF, har vägts samman med

vikter som avspeglar hur konsumtionen har sett ut 2020. Skillnaden mellan denna förändringstakt och motsvarande förändringstakt beräknad med vikter som baseras på konsumtionen 2018 visas i diagrammet för år 2020. Under perioden från april och framåt har skillnaden varit mellan 0,2 och 0,4 procentenheter.

Diagram 59. Uppskattad skillnad mellan KPIF-inflationen beräknad med vikter från 2020 och med vikter från 2018

Procentenheter



Anm. Detaljerade data över hushållens konsumtion från nationalräkenskaperna till och med tredje kvartalet 2020 har använts för att beräkna vikter dels under 2018 och dels under 2020. Därefter har de faktiska vikterna för 2020 justerats utifrån den beräknade skillnaden mellan helåret 2018 och de tre första kvartalen 2020. Årliga förändringstakter i KPIF:s cirka 80 undergrupper har sedan vägts samman med dessa vikter.

Källor: SCB och Riksbanken.

Ett antal studier på internationella data har visat samma resultat, att inflationen troligen skulle ha varit högre under pandemin om vikter baserade på faktiska konsumtionsmönster hade använts i beräkningarna av inflationen.²⁹ I andra länder syns också ett liknande mönster som i Sverige, där konsumtionen av till exempel transporttjänster har minskat kraftigt samtidigt som priserna på dessa har fallit.

Konsumtionsförändringarna kommer att påverka den uppmätta inflationen i år och under kommande år

Eftersom vikterna i beräkningssystemet för KPIF normalt baseras på konsumtionen två år tidigare har fjolårets förändringar i konsumtionen hittills inte direkt påverkat den uppmätta inflationen, utom när det har påverkat prisutvecklingen. Sättet på vilket KPIF beräknas kommer dock att leda till att förändringarna i vikterna påverkar inflationen under 2021 och under kommande år.

²⁹ Se t.ex. Cavallo, Alberto, "Inflation with Covid Consumption Basket", Working Paper nr 27352, NBER Working Paper Series (2020), Diewert, W. Ervin och Fox, Kevin J., "Measuring Real Consumption and CPI Bias under Lockdown Conditions", Working Paper nr 27144, NBER Working Paper Series (2020) och Reinsdorf, Marshall "COVID-19 and the CPI: Is Inflation Underestimated?", WP/20/224, IMF Working Paper Series (2020).

KPIF avser att mäta hur prisförändringar påverkar hushållens kostnader för att upprätthålla samma konsumtionsstandard som tidigare. Beräkningen av indexet behöver därför ta hänsyn till förändringar såväl i priserna som vilka produkter hushållen konsumerar. Tekniskt hanteras detta med en indexkonstruktion som försöker uppskatta hur konsumenterna anpassar sig till förändringar i relativpriserna. Indexkonstruktionen innebär till exempel att indexnivån förändras i januari varje år när konsumtionsvikterna uppdateras. I princip skulle en förändring i index mellan januari och december året före kunna ske även om alla priser skulle ha varit oförändrade mellan månaderna. Vanligen bidrar uppdateringen av vikterna till att indexet sjunker, eftersom hushållen tenderar att ha ersatt produkter som blivit relativt dyrare med produkter som blivit relativt billigare. Det är bland annat detta SCB brukar benämna korgeffekten.³⁰ Syftet med denna justering är att indexnivån i KPIF ska hamna "rätt" på sikt. Inflationen kommer således förr eller senare att påverkas av den ovanligt stora förändringen i hur hushållen konsumerar under pandemin.

I år kommer SCB att beräkna vikterna utifrån ett mer aktuellt underlag än vad man brukar göra. Vikterna kommer då att i huvudsak baseras på konsumtionen under 2020 i stället för under 2019, vilket hade varit det normala.³¹ Detta innebär bland annat att en del av den nivåjustering som skulle synas i indexet 2022 istället kommer redan 2021.³² Resten av nivåjusteringen kommer att synas i indexet 2022.

Går det att säga något om i vilken riktning effekten av denna förändring kommer att gå och hur stor effekten kommer att bli? Intuitivt kan man förvänta sig att effekten kommer att bli positiv. I praktiken har nämligen en omvänd substitutionseffekt uppstått eftersom hushållen har konsumerat mindre av produkter vars pris ökat relativt långsamt. Detta borde bidra till att den uppmätta inflationstakten under 2021 blir något högre än om SCB skulle göra som man brukar.

Diagram 60 visar hur prognosen för KPIF har påverkats av SCB:s nya sätt att beräkna vikterna. Förändringarna bedöms leda till att inflationen blir drygt 0,1 procentenheter högre i genomsnitt i år. Samtidigt väntas förändringen påverka förloppet i KPIF under året och bidra till högre uppmätt inflation framför allt under första halvåret. En av orsakerna till detta är att prisutvecklingen på utrikes resor får mindre betydelse med de nya vikterna. Priserna på utrikes resor har ett tydligt säsongmönster och tenderar att falla snabbt i början av året och stiga snabbt under sommarmånaderna och runt jul när många är lediga. Som ett exempel kommer nedgången i priset på utrikes resor få mindre betydelse för månadsförändringen i KPIF i januari i år än motsvarande månad förra året vilket bidrar till att den årliga procentuella förändringen i KPIF stiger i januari i år. Men bedömningen av effekterna är osäker av flera skäl. Dels har Riksbanken inte tillgång till samma detaljerade underlag som SCB kommer att använda sig av för

³⁰ För en teknisk beskrivning av hur korgeffekten beräknas hänvisas till dokumentet "Korgeffekten 2020" på SCB:s webbplats.

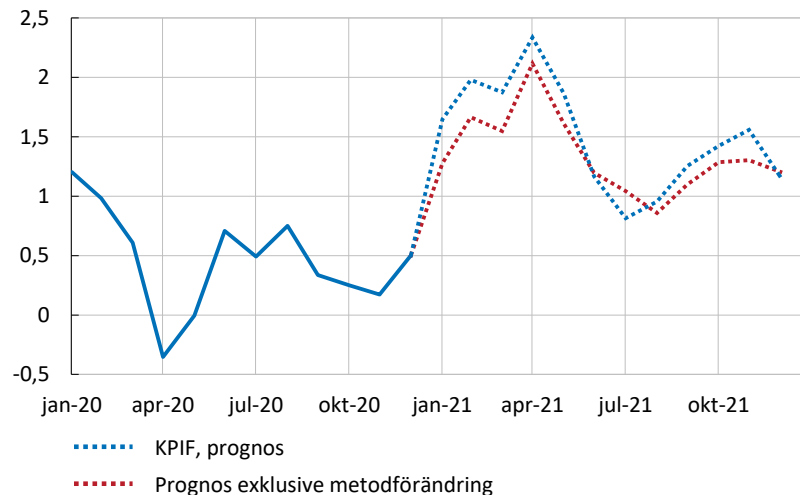
³¹ Anledningen till att vikterna normalt baseras på konsumtionen två år tillbaka i tiden är främst att man då har tillgång till ett mer tillförlitligt underlag. I vanliga fall sker heller inte så stora förskjutningar i konsumtionsmönstret mellan åren.

³² För en utförligare beskrivning av hur detta går till se J. Johansson, M. Löf, O. Tysklind "Förändrad konsumtion under pandemin påverkar inflationen", Ekonomiska kommentarer nr. 14 2020, Sveriges riksbank.

att beräkna de slutliga vikterna, dels beror resultatet på hur priserna utvecklas under året.

Diagram 60. KPIF- prognoser med och utan SCB: s metodförändring

Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken.

Svårtolkad inflationsstatistik under kommande år

Utöver problemen med konsumtionsförskjutningar och vikter som diskuteras i denna fördjupning finns det även andra mätproblem som hänger samman med att vissa produkter som ingår i SCB:s urval helt enkelt inte finns tillgängliga och vars priser följaktligen inte kan mätas.³³ Därför blir statistiken över prisutvecklingen svårtolkad och kommer så att vara de närmaste åren. Det kommer samtidigt att vara extra svårt att göra internationella jämförelser eftersom mätproblemen är olika stora och eftersom effekterna av förändrade vikter påverkar inflationen på olika sätt i olika länder.³⁴

För att kunna bedöma hur stor del av en förändring i den uppmätta inflationen som är varaktig, och som därmed påverkar inflationen även framöver, är det viktigt att förstå vad som händer i statistiken. Att SCB i år använder ett mer aktuellt underlag för beräkningarna än vad man brukar göra kommer troligen att innebära att den uppmätta inflationen blir något högre 2021. Det bedöms dock inte leda till några varaktiga förändringar i inflationen. Förändringen kan betraktas som en ändrad periodisering som innebär att delar av de justeringar i KPIF som skulle ha påverkat KPIF-inflationen först 2022 och 2023 istället kommer att påverka KPIF redan i år.

³³ Se till exempel diskussion i fördjupningen "Inflationsutsikter under coronakrisen" i Penningpolitisk rapport juli 2020.

³⁴ Det EU-harmoniserade indexet HIKP påverkas inte av viktförändringar på samma sätt som KPIF. För mer information se se J. Johansson, M. Löf, O. Tysklind "Förändrad konsumtion under pandemin påverkar inflationen", Ekonomiska kommentarer nr. 14 2020, Sveriges riksbank.

FÖRDJUPNING – AKU-omläggningen och Riksbankens arbetsmarknadsbedömning

I strävan att få en mer harmoniserad statistik har EU beslutat om en ny ramlag för arbetsmarknadsstatistiken som ska tillämpas från den 1 januari 2021.³⁵ Detta innebär att arbetskraftsundersökningarna (AKU) läggs om, vilket kommer att göra det svårare att tolka den svenska arbetsmarknadsstatistiken under det kommande året. Till exempel kommer den nya snävare definitionen av antalet sysselsatta att innebära ett brott i tidsserien när utfall för januari publiceras. SCB uppskattar att cirka 30 000 färre personer kommer att definieras som sysselsatta.

Riksbankens prognoser över arbetsmarknadsutvecklingen kommer även fortsättningsvis att baseras på AKU eftersom det är den officiella arbetsmarknadsstatistiken. Men data från andra statistikkällor kommer att spela en större roll, särskilt under 2021. I väntan på att AKU för januari publiceras baseras prognoserna i denna rapport på den tidigare statistiken och försöker därmed inte fånga det förväntade nivåskifte eller de förändringar som kan kopplas till omläggningen av statistiken.

Omläggning av Arbetskraftsundersökningarna AKU

Arbetskraftsundersökningarna (AKU) är den officiella arbetsmarknadsstatistiken i Sverige och hur undersökningarna ska genomföras styrs av internationella resolutioner och förordningar. Undersökningarna genomförs i samtliga EU-länder och för att det ska gå att jämföra statistiken strävar EU efter att harmonisera framtagandet av den så långt som möjligt. 2019 beslutade Europaparlamentet om en ny ramlag för arbetsmarknadsstatistiken som tillämpas i samtliga EU-länder från den 1 januari 2021.

Färre sysselsatta med snävare definition, men oklart i hur stor utsträckning arbetslösheten påverkas

Den nya ramlagen leder till flera förändringar i AKU. Bland annat införs en snävare definition av vilka som är sysselsatta och ett förtydligande av vad som anses vara aktivt arbetssökande. Dessutom utökas målpopulationen från 15–74 år till 15–89 år.³⁶ Den snävare definitionen av när man är sysselsatt berör de som är tillfälligt frånvarande från arbetet. Efter omläggningen kommer individer vid viss typ av frånvaro, där den

³⁵ En ramlag beskriver grundläggande principer, riktlinjer och övergripande mål utan att reglera i detalj.

³⁶ SCB kommer dock fortsatt att redovisa statistiken för 15-74 år, vilket även framöver kommer vara den grupp som Riksbanken gör prognos på.

förväntade frånvarotiden är tre månader eller längre, inte längre räknas som sysselsatta. Det gäller bland annat de som är tjänstlediga för studier utan lön, föräldralediga utan ersättning och de som är helt frånvarande till följd av arbetsbrist. Under 2020 har SCB med hjälp av tilläggsfrågor gjort en första analys av effekten av definitionsförändringen och bedömer att cirka 30 000 färre personer kommer att definieras som sysselsatta efter omläggningen.³⁷ Många av dessa kommer sannolikt klassificeras som utanför arbetskraften och därmed påverkas inte arbetslösheten i lika hög grad.

En annan förändring rör frågan om arbetslöshet. I nuvarande undersökning får respondenterna frågan ”har du **sökt** arbete de senaste 4 veckorna?”. Denna formulering ändras nu till ”har du **sökt eller försökt hitta** ett arbete de senaste 4 veckorna?”, vilket gör att begreppet blir bredare. Om respondenten svarar ja på frågan ställs idag en öppen fråga om hur de har sökt jobb. Framöver kommer intervjuaren istället att fråga om konkreta söksätt, till exempel om man har läst annonser, uppdaterat sitt CV på nätet eller frågat vänner och bekanta om lediga arbeten. Det är oklart vad det blir för konsekvens för antalet arbetslösa. Omformuleringen av frågan skulle kunna leda till att fler svarar att de sökt eller försökt hitta ett arbete samtidigt som mer precisa kategorier för söksätten kan minska antalet som kommer klassas som aktivt sökande.

Tidsseriebrottet hanteras med dubbelmätningar och modellskattningar

Förändringarna leder till ett tidsseriebrott i AKU vilket innebär att data under 2021 inte kommer att kunna jämföras med tidigare år. SCB har valt att hantera tidsseriebrottet med en kombination av dubbelmätning och modellskattningar. Under januari–september 2021 kommer 80 procent av urvalet i AKU att samlas in med en ny frågeblankett som anpassats till den nya ramlagen och resterande 20 procent av urvalet kommer att samlas in med den tidigare blanketten.³⁸ För att skattningarna av tidsseriebrottet ska kunna ge tillförlitliga resultat krävs dubbelmätningar under en tid, inte minst för att man ska kunna bedöma säsongeffekter. Det kommer därmed att dröja innan SCB kan uttala sig med någon precision om storleken på brottet. I slutet av 2021 kommer SCB att publicera länkade tidsserier tillbaka till 2009.

Förändringarna försvårar arbetsmarknadsanalysen

Eftersom AKU är den officiella arbetsmarknadsstatistiken kommer Riksbanken även fortsättningsvis att göra prognos på utvecklingen enligt AKU. Men det kommer att bli svårare att analysera hur arbetsmarknaden utvecklas under 2021 eftersom det under den närmaste tiden inte går att veta om utvecklingen enligt AKU beror på omläggningen eller på faktiska förändringar på arbetsmarknaden. Att statistiken harmoniseras så att det går att jämföra utvecklingen i olika länder är viktigt. Men det är särskilt utmanande att AKU blir mindre tillförlitlig under en period när det är viktigt att kunna

³⁷ <https://www.scb.se/contentassets/6bfa8415fb004be7af3de325644cabb8/inforande-av-ramlagen-i-aku-2021.pdf>

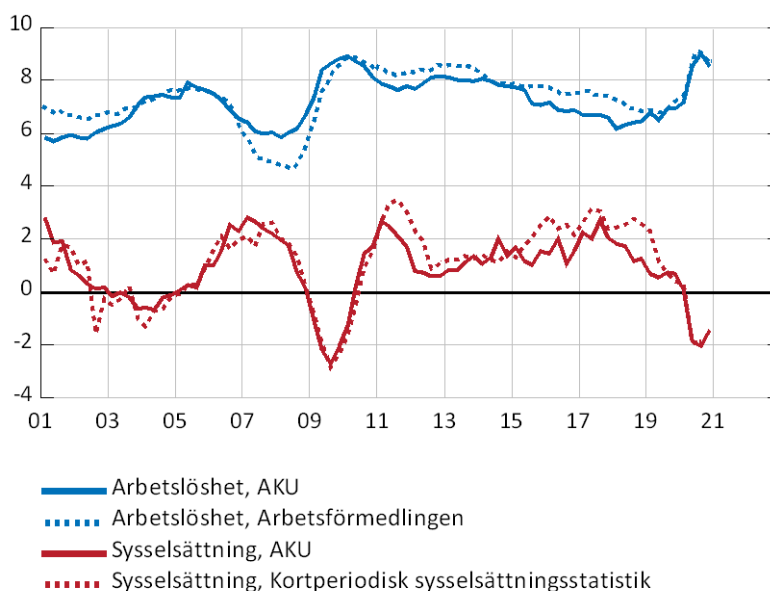
³⁸ Varje månad tillfrågas 18 200 personer i AKU och bortfallet är för närvarande cirka 50 procent. Därmed kommer troligtvis cirka 1 800 personer att svara på den gamla undersökningen varje månad.

följa och bedöma om, och hur snabbt, ekonomin återhämtar sig ur coronakrisen. Riksbankens bedömning av arbetsmarknadsläget bygger alltid på en sammanvägning av information från olika källor och indikatorer. Men när osäkerheten i AKU är större, som den kommer att vara under 2021, behöver analysen i högre grad baseras på andra källor, både för att få en bild av den faktiska utvecklingen på arbetsmarknaden och för att göra prognoser. Till följd av omläggningen av AKU ökar osäkerheten kring arbetsmarknadsprognoserna.

En alternativ källa för hur arbetslösheten utvecklar sig är Arbetsförmedlingens registeruppgifter och en alternativ källa för sysselsättningsutvecklingen är Kortperiodisk sysselsättningsstatistik (KS).³⁹ Periodvis har dessa källor uppvisat skillnader, men förändringarna över tid har sammanfallit relativt väl (se diagram 61). KS publiceras dock med relativt lång eftersläpning vilket gör den mindre relevant i prognosarbetet, men kan vara viktig för att stämma av den faktiska sysselsättningsutvecklingen i efterhand. För att bedöma hur utvecklingen på arbetsmarknaden kommer att se ut den närmaste tiden kan man använda en mängd olika indikatorer. Anställningsplanerna enligt Konjunkturbarometern är normalt en bra indikator på sysselsättningsutvecklingen och antalet varsel om uppsägning en bra indikator för arbetslöshetsutvecklingen. För att förstå vad som faktiskt händer på arbetsmarknaden under 2021, när den ekonomiska återhämtningen väntas fortsätta, kommer alternativa statistikällor till AKU att spela en viktigare roll än normalt.

Diagram 61. Arbetslöshet och sysselsättning enligt olika mått

Procent av arbetskraften respektive årlig procentuell förändring



Anm. AKU avser 15-74 år och arbetslöshet enligt Arbetsförmedlingen avser 16-64 år. Kortperiodisk sysselsättningsstatistik avser samtliga anställda. Arbetslösheten avser säsongsrensad data.

Källor: Arbetsförmedlingen och SCB.

³⁹ Det finns dock skillnader mellan källorna. Exempelvis avser Arbetsförmedlingens statistik endast de som är inskrivna på Arbetsförmedlingen och i åldrarna 18–64 år, medan AKU fångar alla folkbokförda i åldrarna 15–74 år. KS-statistiken mäter antalet anställda medan AKU-statistiken även inkluderar egenföretagare.

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2020kv4	2021kv1	2021kv2	2022kv1	2023kv1	2024kv1
Reporänta	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 (0,4)	1,5 (0,9)	1,3 (1,2)	1,7 (1,7)
KPIF exkl. energi	1,6 (1,6)	1,3 (1,3)	1,2 (1,2)	1,4 (1,3)	1,6 (1,6)
KPI	1,8 (1,8)	0,5 (0,4)	1,3 (0,8)	1,3 (1,2)	1,8 (1,8)
HIKP	1,7 (1,7)	0,7 (0,6)	1,5 (0,9)	1,2 (1,2)	1,6 (1,6)

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

Källa: SCB och Riksbanken.

Tabell 3. Finansiella prognoser i sammanfattning

Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2019	2020	2021	2022	2023
Reporänta	-0,3 (-0,3)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Statsobligationsränta, 10 års löptid	0,1 (0,1)	0,0 (0,0)	0,3 (0,3)	0,6 (0,7)	0,9 (1,0)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	122,1 (122,1)	118,5 (118,6)	113,5 (113,9)	112,9 (112,7)	112,4 (111,8)
Offentligt finansiellt sparande*	0,6 (0,5)	-3,3 (-4,4)	-2,6 (-3,6)	-0,9 (-1,2)	0,1 (-0,4)

* Procent av BNP.

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 4. Internationella förutsättningar

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2019	2020	2021	2022	2023
Euroområdet	0,12	0,49	1,3 (1,3)	-6,8 (-7,1)	4,3 (4,7)	3,5 (3,7)	1,1 (1,3)
USA	0,16	0,08	2,2 (2,2)	-3,5 (-3,7)	5,6 (4,2)	3,3 (3,4)	1,5 (2,2)
Japan	0,04	0,02	0,3 (0,7)	-5,3 (-5,1)	2,4 (3,1)	2,1 (1,4)	2,1 (1,1)
Kina	0,17	0,09	6,1 (6,1)	2,0 (1,6)	9,5 (9,1)	5,4 (5,7)	5,5 (5,5)
KIX-vägd	0,75	1,00	2,1 (2,1)	-5,3 (-5,8)	4,8 (4,9)	3,8 (3,8)	2,0 (2,3)
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	2,8 (2,8)	-4,4 (-4,4)	5,2 (5,2)	4,2 (4,2)	3,8 (3,8)

Anm. Kalenderkorrigerade tillväxttakter. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen för 2019 enligt IMF. KIX-vikter avser vikter i Riksbankens kronindex (KIX) för 2020. 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)	1,3 (0,7)	1,3 (1,4)	1,4 (1,5)
USA	1,8 (1,8)	1,2 (1,2)	2,4 (1,9)	2,0 (2,1)	2,2 (2,3)
Japan	0,5 (0,5)	0,0 (0,0)	-0,1 (0,1)	0,5 (0,4)	0,8 (0,4)
KIX-vägd	1,8 (1,8)	1,1 (1,1)	1,7 (1,4)	1,7 (1,8)	1,8 (1,9)

	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)	-0,3 (-0,3)
Råoljepris, USD/fat Brent	64,1 (64,1)	43,3 (42,3)	54,8 (42,7)	52,5 (44,8)	51,2 (46,2)
Svensk exportmarknad	2,5 (2,5)	-9,2 (-9,1)	7,0 (7,2)	6,5 (6,5)	3,4 (3,9)

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 5. Försörjningsbalans

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

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

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 6. 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 (0,4)	0,4 (0,4)	0,4 (0,4)
Potentiellt arbetade timmar	0,8 (0,8)	0,7 (0,7)	0,6 (0,6)	0,6 (0,5)	0,5 (0,5)
Potentiell BNP	1,7 (1,7)	1,6 (1,6)	1,6 (1,6)	1,6 (1,6)	1,7 (1,7)
BNP, kalenderkorrigerad	1,4 (1,3)	-3,1 (-4,2)	2,9 (2,5)	3,9 (5,0)	2,6 (2,4)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	-0,3 (-0,3)	-3,8 (-4,3)	1,4 (0,6)	2,8 (3,6)	1,6 (1,6)
Sysselsatta, 15-74 år	0,7 (0,7)	-1,3 (-1,5)	0,4 (-0,3)	1,2 (1,5)	1,1 (1,4)
Arbetskraft, 15-74 år	1,1 (1,2)	0,3 (0,3)	0,6 (0,7)	0,6 (0,6)	0,5 (0,5)
Arbetslöshet, 15-74 år*	6,8 (6,8)	8,3 (8,4)	8,5 (9,4)	7,9 (8,5)	7,4 (7,7)
BNP-gap**	0,9 (0,9)	-3,7 (-4,8)	-2,5 (-4,1)	-0,3 (-0,8)	0,6 (-0,1)
Tim-gap**	0,8 (0,8)	-3,8 (-4,2)	-3,0 (-4,2)	-0,7 (-1,2)	0,3 (-0,2)

* Procent av arbetskraften **Avvikelse från Riksbankens bedömda potentiella nivåer, i procent

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

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 7. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

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

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

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



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK

ISSN Klicka eller tryck här för att ange text. (tryckt)

ISSN Klicka eller tryck här för att ange text. (online)