

# Penningpolitisk rapport

April 2021



# 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 penningpolitik<sup>1</sup>. 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 26 april 2021. Rapporten går att ladda ned i pdf format på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se) där det också finns mer information om Riksbanken.

---

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

# Penningpolitiken i Sverige

---

## Penningpolitisk strategi

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

## Beslutsprocessen

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

## Presentation av penningpolitiskt beslut

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

# Innehållsförteckning

1	Penningpolitiken fortsätter stödja den ekonomiska utvecklingen och inflationen	6
1.1	Ljusare utsikter för globala konjunkturen	6
1.2	Fortsatt expansiv penningpolitik	9
1.3	Om utvecklingen blir en annan kan penningpolitiken anpassas	19
2	Fortsatt konjunkturåterhämtning sätter avtryck på finansiella marknader	21
2.1	Ljusare framtidsutsikter skapar hög efterfrågan på riskfyllda tillgångar	21
2.2	Långsiktiga inflationsförväntningar nära förkrisnivåer	36
3	Återhämtningen fortsätter trots ökad smittspridning under inledningen av året	37
3.1	Tillväxten i världsekonomin växlar upp när restriktionerna lättas	37
3.2	Svensk ekonomi tar fart när restriktionerna lättas	46
	FÖRDJUPNING – Snabbt stigande bostadspriser trots coronakris	64
	FÖRDJUPNING – Alternativa scenarier för återhämtningen	74
	Tabeller	80

## I KORTHET – Penningpolitiken april 2021

---



Återhämtningen i världsekonomin fortsätter, trots att smittspridningen ökat och restriktionerna varit omfattande under våren. Allt fler människor vaccinerar och med de betydande finans- och penningpolitiska stöden finns det **goda förutsättningar för efterfrågan att snabbt återvända** även i kontaktintensiva tjänstebranscher så snart restriktionerna lättas. **Men osäkerheten är fortsatt stor och hastigheten i återhämtningen varierar avsevärt** mellan olika sektorer och länder.



**Fram mot sommaren väntas tillväxten växla upp** både i omvärlden och i Sverige. Skillnaderna mellan olika sektorer och grupper på arbetsmarknaden väntas vara fortsatt stora men **den samlade ekonomiska aktiviteten i Sverige bedöms närma sig mer normala nivåer mot slutet av året**. Situationen på arbetsmarknaden stärks även om arbetslösheten väntas dröja sig kvar på en något förhöjd nivå ytterligare en tid, till följd av långvariga effekter av krisen.



Det stigande resursutnyttjandet skapar förutsättningar för en uppgång i inflationen men **kostnadstrycket bedöms stiga relativt långsamt**. Liksom under 2020 väntas det vara stora variationer i inflationen även i år. Det **dröjer tills i slutet av prognosperioden innan inflationen väntas vara mer varaktigt nära målet på 2 procent**.



**Det krävs en fortsatt expansiv penningpolitik de kommande åren** för att stödja ekonomin och inflationen. Riksbanken **fortsätter därför att köpa tillgångar** inom ramen om 700 miljarder kronor **och att erbjuda likviditet** inom alla de program som lanserats. Direktionen har också beslutat att **behålla reporäntan på noll procent** och den väntas vara kvar på den nivån de kommande åren. Riksbanken kommer att utforma penningpolitiken så att det finns ett omfattande penningpolitiskt stöd så länge det behövs för att stötta återhämtningen och inflationen.

# 1 Penningpolitiken fortsätter stödja den ekonomiska utvecklingen och inflationen

---

Återhämtningen i världsekonomin fortsätter, trots att smittspridningen ökat och restriktionerna varit omfattande under våren. Allt fler människor vaccinerats och med de betydande finans- och penningpolitiska stöden finns det goda förutsättningar för efterfrågan att snabbt återvända så snart restriktionerna lättas. Men osäkerheten är fortsatt stor och hastigheten i återhämtningen varierar avsevärt mellan olika sektorer och länder.

Fram mot sommaren väntas tillväxten växla upp både i omvärlden och i Sverige. Skillnaderna mellan olika sektorer och grupper på arbetsmarknaden väntas vara fortsatt stora men den samlade ekonomiska aktiviteten i Sverige bedöms närma sig mer normala nivåer mot slutet av året. Situationen på arbetsmarknaden stärks och det stigande resursutnyttjandet skapar förutsättningar för en uppgång i inflationen. Det dröjer dock tills i slutet av prognosperioden innan inflationen väntas vara mer varaktigt nära målet på 2 procent.

I en tid av osäkerhet har Riksbankens åtgärder bidragit till att ränteläget hålls lågt och kreditförsörjningen fungerar väl, vilket har mildrat krisens effekter på ekonomin. Återhämtningen i den svenska ekonomin är på god väg men det krävs en fortsatt expansiv penningpolitik de kommande åren för att stödja ekonomin och för att inflationen mer varaktigt ska vara nära målet. Riksbanken fortsätter därför att köpa tillgångar inom ramen om 700 miljarder kronor och att erbjuda likviditet inom alla de program som lanserats. Direktionen har också beslutat att behålla reporäntan på noll procent och den väntas vara kvar på den nivån de kommande åren. Riksbanken kommer att utforma penningpolitiken så att det finns ett omfattande penningpolitiskt stöd så länge det behövs för att stötta återhämtningen och inflationen.

---

## 1.1 Ljusare utsikter för globala konjunkturen

### **Pandemin dämpar fortfarande världsekonomin**

Det har nu gått mer än ett år sedan WHO slog fast att den snabba spridningen av covid-19 över världen utvecklats till en pandemi. Smittspridningen har under året inten-

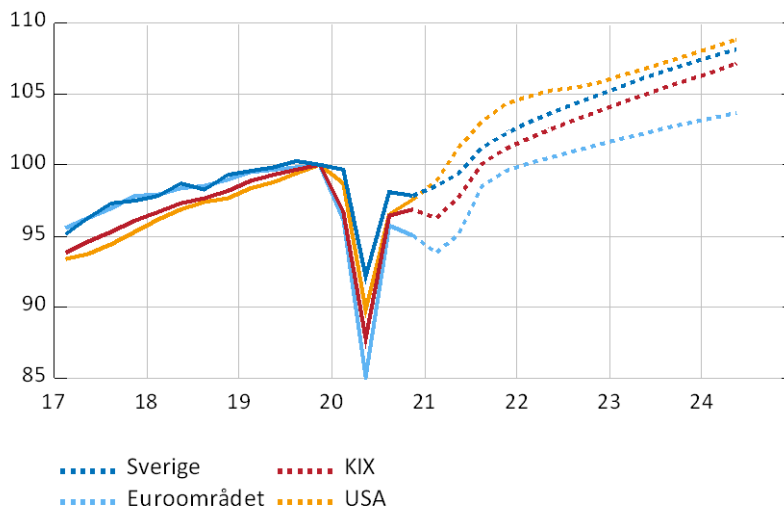
sifierats i olika länder under delvis olika perioder. Åtgärderna som använts för att förhindra smittspridningen har också varierat men är i de flesta länder alltså omfattande, vilket har ekonomiska konsekvenser. Restriktionerna påverkar dock inte den ekonomiska aktiviteten lika mycket nu som under våren 2020. Medan delar av tjänstebranscherna fortfarande tyngs av dem har världshandeln med varor och den globala industriproduktionen snabbt återhämtat sig efter den kraftiga nedgången under inledningen av krisen, och båda är nu på högre nivåer än före pandemin. Det finns vissa utbudsstörningar i form av leveransproblem och brist på insatsvaror, men förtroendet i tillverkningsindustrin har ändå stigit till historiskt höga nivåer och pekar på en fortsatt stark utveckling.

Mellan tjänstebranscherna är det stora skillnader. Förtroendet har stigit inom de mer företagsnära tjänstebranscherna medan det fortfarande är lägre än normalt inom mer kontaktintensiva tjänstebranscher. När allt fler har vaccinerats och restriktionerna börjar lättas kan dock också tjänsteproduktionen inom kontaktintensiva branscher ta fart. Men vaccinationstakterna skiljer sig mycket åt mellan framför allt rika och fattiga länder vilket påverkar förutsättningarna.

Efter inbromsningen i den globala BNP-tillväxten under slutet av 2020 och början av 2021 väntas den samlade ekonomiska aktiviteten växa upp fram mot sommaren (se diagram 1). Med snabbare BNP-tillväxt ökar också resursutnyttjandet och inflationen i omvärlden väntas stiga från drygt 1 procent 2020 till knappt 2 procent 2023 (KIX-viktad).

**Diagram 1. 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: Eurostat, nationella källor, SCB, U.S. Bureau of Economic Analysis och Riksbanken.

Hastigheten i återhämtningen varierar dock avsevärt mellan olika länder. I till exempel USA och Kina går återhämtningen snabbt, medan den går trögare i euroområdet och i

en del framväxande ekonomier. Allra svagast väntas utvecklingen vara i låginkomstländer med begränsad tillgång till vaccin. Även inom euroområdet finns det skillnader där sydeuropeiska länder har en större andel av produktion inom kontaktintensiva tjänster vilket tynger återhämtningen. För utvecklingen i svensk ekonomi är det viktigt att omvärldens efterfrågan stiger under de kommande åren.

Understödda av expansiv ekonomisk politik går många länder mot vad som väntas bli mer normal ekonomisk aktivitet. Men utvecklingen är fortsatt osäker och det är för tidigt att uttala sig om krisens mer bestående effekter på världsekonomin. Till exempel har stödåtgärderna från regeringar och centralbanker fört med sig att många företag och stater blivit kraftigt skuldsatta vilket gör dem sårbara framöver.

Den expansiva ekonomiska politiken, inte minst den kraftiga finanspolitiska stimulansen i USA, bidrar till fortsatt optimism kring förutsättningarna för en ekonomisk återhämtning. Riskviljan på de finansiella marknaderna är därför fortsatt hög. Trots att en uppgång i de amerikanska långräntorna i viss mån spridit sig till andra obligationsmarknader och till andra länder, däribland Sverige, är räntorna fortfarande historiskt låga. Även priserna på många aktiemarknader har utvecklats starkt efter fallen i krisens mer akuta skede ifjol. Kronan, mätt med KIX, har försvagats något sedan årsskiftet men är fortfarande starkare än före pandemin.

### **Svensk ekonomi på väg mot en mer normal höst**

I Sverige har den ekonomiska aktiviteten utvecklats förhållandevis väl trots att smittspridningen har fortsatt att öka under våren. Den 6 mars infördes striktare restriktioner, med till exempel begränsningar för handeln och serveringsställen, för att minska trängseln. Regeringen har på rekommendation från Folkhälsomyndigheten förlängt dessa restriktioner till den 17 maj. Vaccinationerna pågår i den takt leveranserna tillåter och har sannolikt bidragit till att antalet avlidna är lågt i förhållande till smittspridningen. Att återhämtningen har kunnat fortgå är ett tecken på att vissa aktörer i ekonomin har anpassat sig på ett sätt som möjliggjort produktion och konsumtion trots omfattande restriktioner.

Problem med vaccinleveranser har inneburit att befolkningen i Sverige, liksom i andra länder i Europa, har vaccinerats i långsammare takt än vad myndigheterna väntade sig i början av året. I linje med Folkhälsomyndighetens ändrade bedömning antas vaccinationsprocessen, och därmed också dämpningen av smittspridningen, ta något längre tid jämfört med prognosen i februari. I Riksbankens prognos antas att större delen av den vuxna befolkningen i Sverige och hos våra viktigaste handelspartner har vaccinerats mot slutet av sommaren och det väntas dröja till andra halvåret innan begränsningarna av samhällslivet lättas mer påtagligt. En viss nivå av restriktioner kommer sannolikt att finnas kvar en längre tid framöver. Men i takt med att immuniteten ökar antas rörligheten i samhället under andra halvåret stiga så pass att även efterfrågan på besöksnära tjänster relativt snabbt närmar sig mer normala nivåer.

Utfall och indikatorer pekar trots fortsatt smittspridning på en god återhämtning i BNP och att efterfrågan på arbetskraft stiger. Permitteringsstöden har inneburit att drabbade företag kunnat behålla sina anställda och även branscher som varit tvungna



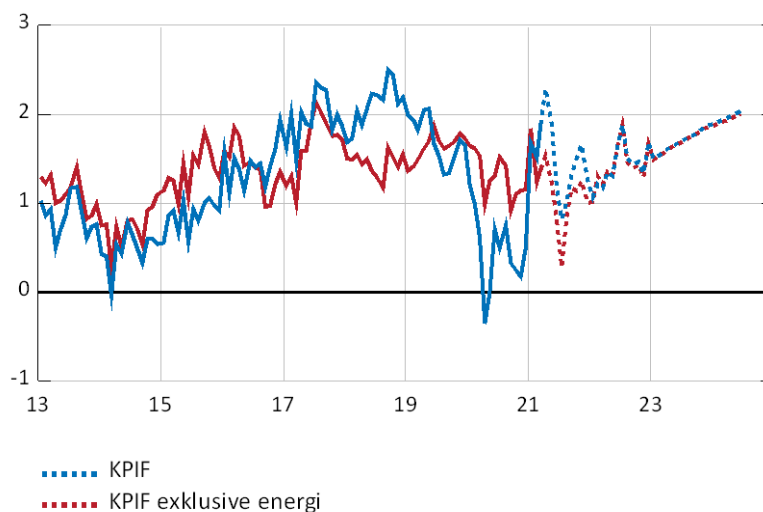
att friställa en stor del av sin personalstyrka – som hotell och restaurang, transport och kultur – bedöms förhållandevis snabbt kunna återanställa så snart restriktionerna lättas och efterfrågan tar fart igen. Pandemin bedöms dock få en del mer långvariga effekter och bland annat arbetslösheten väntas dröja sig kvar på en förhöjd nivå i flera år.

### Stora variationer i inflationen även i år

Förra året präglades av låg och mycket varierande inflation. Orsaken var bland annat stora svängningar i energipriserna, mätproblem och ändrade konsumtionsmönster under pandemin.<sup>2</sup> Som väntat steg inflationen tydligt i början av innevarande år till följd av snabbt stigande energipriser, och KPIF-inflationen var 1,9 procent i mars jämfört med 0,5 procent i december 2020. Rensat för energipriser steg inflationen inte alls lika mycket under samma period, från 1,2 till 1,4 procent. Men även bortsett från energipriserna har inflationen varierat mycket mellan månaderna och sannolikt kommer detta att fortgå ännu en tid (se diagram 2). Mot slutet av prognosperioden väntas KPIF-inflationen mer varaktigt vara nära målet på 2 procent.

**Diagram 2. KPIF och KPIF exklusive energi**

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

## 1.2 Fortsatt expansiv penningpolitik

### Något ljusare konjunkturutsikter

Sedan det penningpolitiska mötet i februari har den ekonomiska utvecklingen i omvärlden varit i linje med Riksbankens prognos. Men smittspridningen har ökat i många

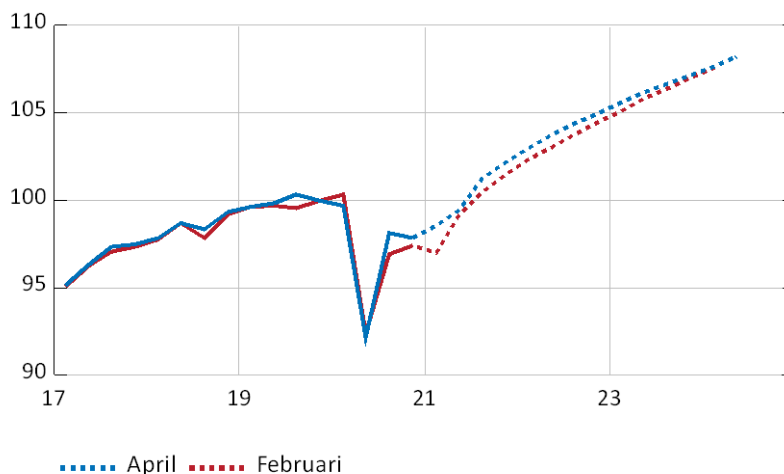
<sup>2</sup> Se fördjupningen "Förändrad konsumtion under pandemin påverkar inflationen" i Penningpolitisk rapport februari 2021.

länder och hämmar den ekonomiska aktiviteten under första halvåret i år. Antagandena om när smittspridningen kommer att ha dämpats och restriktionerna börjar dras tillbaka har skjutits fram något i nuvarande bedömning och för euroområdet har också BNP-tillväxten därför reviderats ned något på kort sikt. Samtidigt har det omfattande amerikanska finanspolitiska stimulanspaketet som nu beslutats bidragit till att konjunkturutsikterna i omvärlden är uppreviderade. Framför allt gäller det för USA men även för omvärlden som helhet, inklusive Sverige.

I Sverige har den ekonomiska utvecklingen blivit något starkare än väntat. Utfall och indikatorer pekar på högre tillväxt i fjol och under första kvartalet 2021, och återhämtningen bedöms gå något snabbare jämfört med tidigare bedömning (se diagram 3). Utvecklingen på den svenska arbetsmarknaden är mer svårtolkad till följd av tidsseriebrott i SCB:s officiella statistik. Indikatorer och kompletterande statistik pekar dock på att utvecklingen på arbetsmarknaden varit i linje med Riksbankens februari-prognos och utsikterna för en fortsatt förbättring ser goda ut. Den samlade ekonomiska aktiviteten i svensk ekonomi väntas nu närma sig mer normala nivåer i slutet av året, vilket är något tidigare än i föregående bedömning.

### Diagram 3. BNP i Sverige

Index, 2019 kv4 = 100, säsongsrensade data



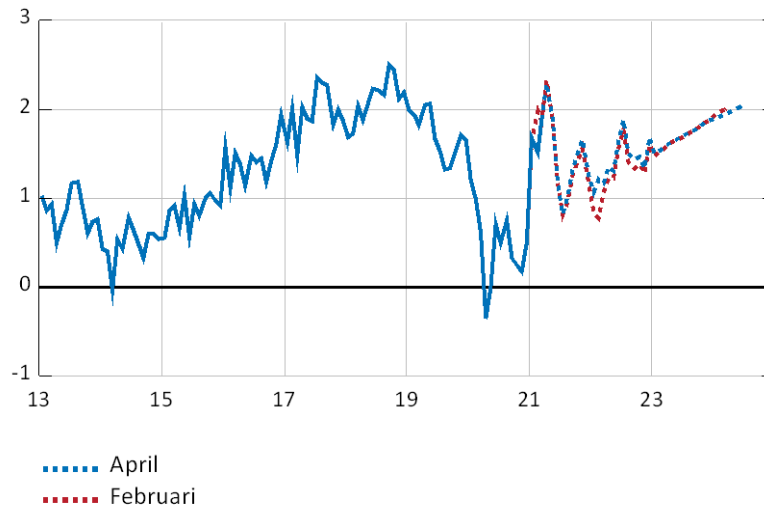
Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

I februari blev inflationen lägre än väntat, men i och med utfallet för mars månad är nu KPIF-inflationen i stort sett i linje med Riksbankens prognos från den penningpolitiska rapporten i februari. Jämfört med tidigare bedömning väntas resursutnyttjandet visserligen bli lite högre men sammantaget leder detta endast till marginella revideringar av inflationsprognosen (se diagram 4). Kostnadstrycket är fortfarande lågt och det krävs en expansiv penningpolitik för att det ska tillta. Liksom i februariprognosen dröjer det mot slutet av prognosperioden innan inflationen väntas vara mer varaktigt nära 2 procent.

#### Diagram 4. KPIF

Årlig procentuell förändring

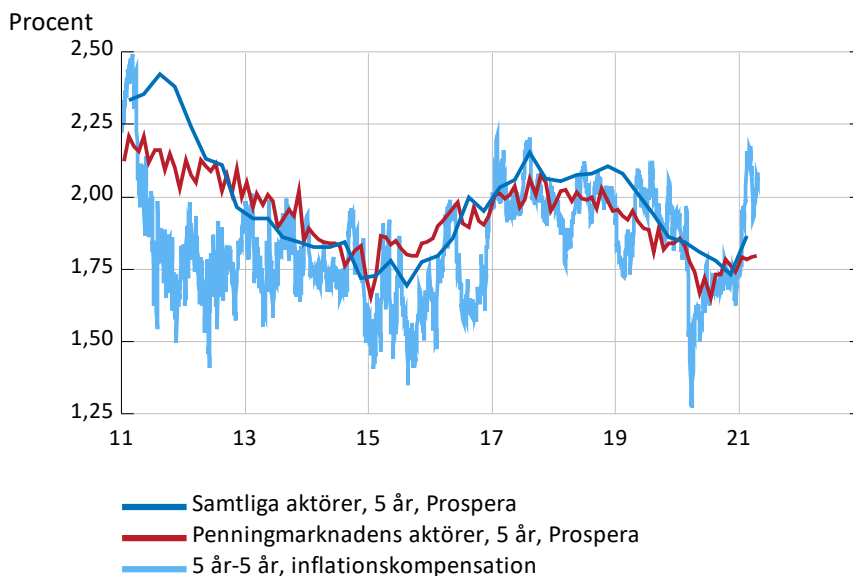


Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Inflationsförväntningar kan mätas på olika sätt. Med tanke på den dramatiska nedgången i den ekonomiska aktiviteten och det snabba fallet i inflationen i början av krisen har nedgången i olika mått på de långsiktiga inflationsförväntningarna varit liten. De förväntningar som mäts genom marknadsprissättningen på olika finansiella kontrakt föll i det inledande skedet av krisen men återhämtade den största delen av fallet ganska snabbt och har de senaste månaderna stigit till cirka 2 procent (se diagram 5). Även förväntningarna enligt enkäternas mätningar visade en viss nedgång under 2020 men har stigit något sedan i somras. Den samlade bilden är att de långsiktiga förväntningarna ligger nära 2 procent.

**Diagram 5. Långsiktiga inflationsförväntningar**



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

Källor: Kantar Sifo Prospera och Riksbanken.

### Expansiva finansiella förhållanden och välfungerande kreditförsörjning

En viktig förutsättning för den ekonomiska återhämtningen är att räntorna är låga och att kreditförsörjningen till hushåll och företag fungerar väl. Riksbanken följer utvecklingen noga. Trots att de svenska långa obligationsräntorna stigit något och öknings-takten i bankernas utlåning till företagen har dämpats är den samlade bedömningen att de finansiella förhållandena i Sverige är fortsatt expansiva med låga räntor och välfungerande kreditförsörjning. Att de finansiella förhållandena i Sverige och omvärlden har förblivit expansiva under pandemin förklaras till stor del av de omfattande ekonomisk-politiska stödåtgärderna.

På den svenska penningmarknaden är räntorna på samma nivå som, eller strax under, reporäntan. Bankerna har stabil tillgång till finansiering och finansieringskostnaderna är historiskt låga. Det skapar förutsättningar för att hushåll och företag ska möta låga räntor i bankernas kreditgivning även fortsättningsvis.

Riksbankens åtgärder har också bidragit till att företagens marknadsfinansiering sker till låga räntor. Ökningstakten i bankernas utlåning till företagen har dämpats de senaste månaderna, men nedgången motverkas i viss mån av att marknadsfinansieringen ökat. Enkätundersökningar visar att företagen, framför allt inom tjänste- och byggbranscherna, upplever att deras finansieringssituation har förbättrats även om den inte är tillbaka till läget före pandemin. Utlåningen till hushållen har utvecklats stabilt under pandemin och ökat något snabbare de senaste månaderna, vilket bland annat beror på den starka prisutvecklingen på bostadsmarknaden.

## Riksbankens åtgärder under krisen

Sedan coronakrisen bröt ut har Riksbanken lanserat ett flertal program som tillsammans med en styrränta på noll procent syftar till att hålla ränteläget lågt och underlätta kreditförsörjningen för att på så sätt ge stöd åt den ekonomiska utvecklingen och inflationen. Riksbankens åtgärder under coronakrisen sammanfattas i tabell 1. I programmet för företagsutlåning via bankerna, som justerades något i början av mars, erbjuder Riksbanken bankerna att låna upp till 500 miljarder svenska kronor för att stimulera deras vidareutlåning till svenska icke-finansiella företag.<sup>3</sup> Inom ramen för programmet för tillgångsköp kommer Riksbanken att köpa värdepapper fram till slutet av 2021 för upp till 700 miljarder kronor. Ramen för tillgångsköp om 700 miljarder kronor innefattar utöver obligationsköp både Riksbankens innehav av statsskuldväxlar och erbjudande om att köpa företagscertifikat.<sup>4</sup> Riksbanken erbjuder även bankerna lån i amerikanska dollar månadsvis och lån i svenska kronor veckovis i extraordinära marknadsoperationer.<sup>5</sup> Riksbanken har dessutom sänkt räntan i den stående utlåningsfaciliteten och lättat på kraven på säkerheter vid lån till banker.

Mot bakgrund av att läget på de finansiella marknaderna har stabiliserats har efterfrågan i vissa av Riksbankens program under en längre tid varit låg. Inom programmet för företagsutlåning via bankerna har till exempel en stor andel av lånen förfallit och i dagsläget kvarstår 31 miljarder inom denna lånefacilitet efter att ett par banker har valt att förnya lånen. Att efterfrågan på krediter har minskat i de olika lånefaciliteterna gör att Riksbanken bedömer att det för närvarande är tillräckligt att erbjuda bankerna lånen inom ramen för extraordinära marknadsoperationer månadsvis istället för veckovis. Förändringen träder i kraft från och med den 3 maj 2021. Riksbanken avser göra en liknande förändring i frekvensen när det gäller erbjudandet att köpa företagscertifikat. Hur ofta Riksbanken erbjuder olika typer av krediter eller köper värdepapper justeras på så sätt om förutsättningarna ändras, och frekvensen kan snabbt dras upp igen om ett sådant behov skulle uppstå.

Sedan pandemin inleddes har Riksbanken bedömt det vara lämpligt att en stor del av överskottslikviditeten i banksystemet har placerats som inlåning över natten hos Riksbanken. Det har åstadkommit genom att begränsa volymen Riksbankscertifikat som bankerna har erbjudits att köpa. På så sätt har Riksbanken säkerställt att det finns tillräckligt med likviditet över natten för att förebygga eventuella friktioner på dagslåne marknaden.

## Penningpolitiken behöver vara fortsatt uthållig

Understödd av de omfattande ekonomisk-politiska stödåtgärderna är återhämtningen på god väg. Det är positivt att återhämtningen, efter fjolårets dramatiska fall i BNP, nu

---

<sup>3</sup> De första lånen för att stödja bankernas företagsutlåning gavs den 20 mars 2020 under programmet "Lån till bankerna för vidareutlåning till företag". Den 10 mars 2021 beslutade direktionen att sluta erbjuda ytterligare lån under detta program och istället starta ett nytt likartat program, "Utlåning till banker för att stödja företagsutlåning (UBF)".

<sup>4</sup> Köpprogrammet tar därmed hänsyn till statsskuldväxlar och företagscertifikats korta löptider.

<sup>5</sup> Beslutet att erbjuda lån i amerikanska dollar har förlängts vid två tillfällen och sträcker sig nu till och med den 30 september 2021. Från och med 1 april 2021 äger auktionerna rum en gång i månaden.

bedöms gå något snabbare än i tidigare bedömning, vilket skulle kunna tala för att behovet av expansiv penningpolitik är mindre. Men osäkerheten kring återhämtningen är fortsatt stor och även om resursutnyttjandet bidrar till att kostnadstrycket stiger och att inflationen därmed successivt närmar sig målet på 2 procent så krävs en fortsatt expansiv penningpolitik de kommande åren för att inflationen mer varaktigt ska vara nära målet.

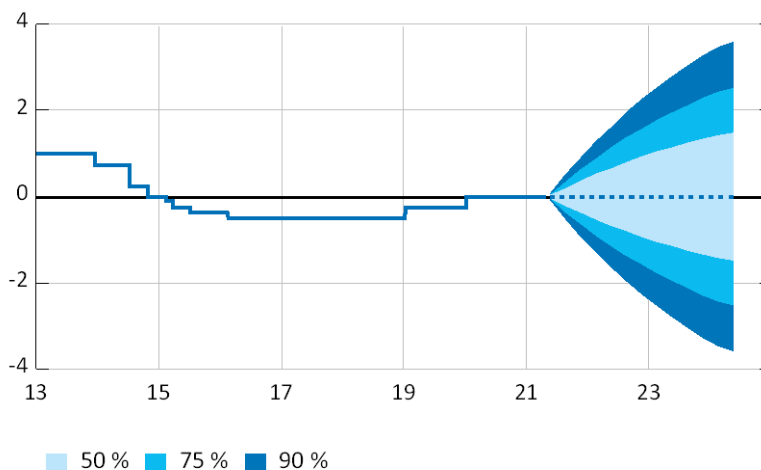
Det finns förvisso sårbarheter som kan byggas upp av mycket expansiv penningpolitik men det finns också risker förknippade med att minska stödet alltför tidigt. Liksom många andra centralbanker bedömer Riksbanken att riskerna förknippade med att minska stimulanserna för tidigt är större än riskerna med att behålla dem något för länge.

### Nollränta och fortsatta värdepappersköp

Riksbanken fortsätter, som planerat, att köpa värdepapper och erbjuda likviditet inom alla de program som har lanserats. Direktions nuvarande bedömning är att ramen för tillgångsköpen kommer att utnyttjas fullt ut fram till slutet av 2021. Att inte utnyttja hela ramen skulle kunna leda till en oönskad åtstramning av de finansiella förhållandena. Direktionen har också beslutat att behålla styrräntan på noll procent. Reporäntan väntas vara kvar på noll procent under hela prognosperioden (se diagram 6).

#### Diagram 6. Reporänta med osäkerhetsintervall

Procent



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel samt på riskpremiejusterade terminräntors 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.

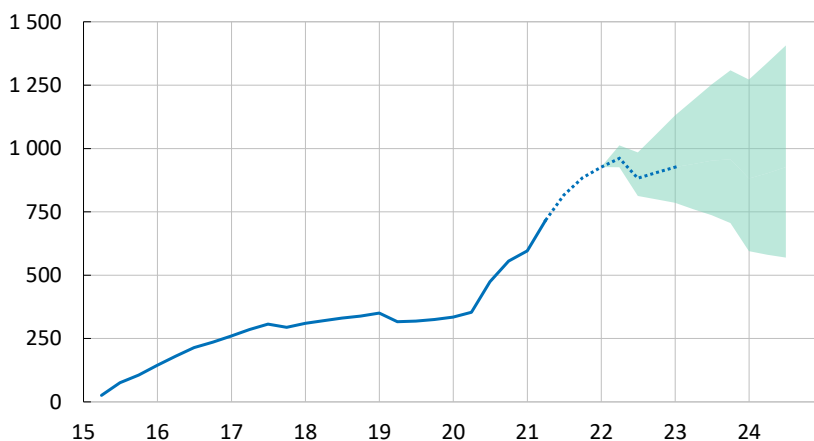
Fortsatta erbjudanden om köp av obligationer, statsskuldväxlar och företagscertifikat bidrar till att penningpolitiken får ett brett genomslag på räntebildningen. Genom sin närvaro på marknaderna för dessa värdepapper säkerställer Riksbanken också sin förmåga att vid behov snabbt kunna utöka omfattningen av köpen. Detta skulle kunna bli

aktuellt om penningpolitiken framöver behöver göras mer expansiv eller om det uppstår störningar på de finansiella marknaderna som hindrar penningpolitikens genomslag.

Ett fullt utnyttjande av ramen innebär att Riksbankens innehav av värdepapper väntas öka till drygt 900 miljarder kronor i slutet av året.<sup>6</sup> Direktionen planerar att hålla innehavet på denna nivå åtminstone under 2022 genom nya köp som kompenserar för förfall i olika tillgångsslag (se diagram 7). Förfallen är dock ojämnt fördelade över tiden samtidigt som köpen väntas hålla en jämnare takt. Detta för med sig vissa variationer i Riksbankens värdepappersinnehav även under perioder då inriktningen är att hålla innehavet oförändrat.<sup>7</sup>

### Diagram 7. Riksbankens innehav av värdepapper i svenska kronor

Nominellt belopp, miljarder kronor



Anm. 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 nedre gräns är en framskrivning av innehavet under antagande att inga fler tillgångsköp görs efter 2021. Dess övre gräns reflekterar en utveckling där Riksbankens tillgångsköp fortgår i ungefär samma takt som under 2021.

Källa: Riksbanken.

### Riksbankens plan för köp av värdepapper under tredje kvartalet 2021

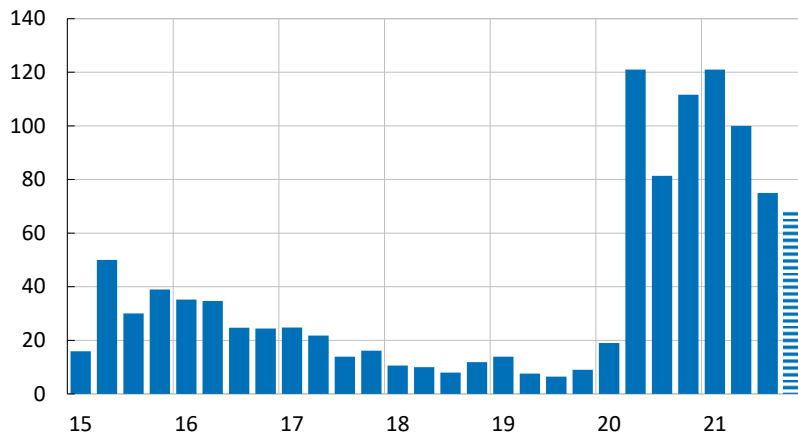
Riksbanken bedömer löpande behoven och anpassar köpen inom sitt program för värdepappersköp för att genomslaget på räntebildningen ska bli så brett som möjligt och för att behålla närvaron på olika marknader. Vid de senaste penningpolitiska mötena har direktionen beslutat om kvartalsvisa köpplaner och nu i april avser beslutet fördelningen under tredje kvartalet 2021. Om det bedöms lämpligt kan direktionen justera planen för köp av värdepapper genom att höja eller sänka köpbeloppet för respektive värdepappersslag. Under tredje kvartalet kommer Riksbanken att köpa obligationer till ett sammanlagt nominellt belopp om 75 miljarder kronor (se diagram 8).

<sup>6</sup> Detta innefattar även det innehav av statsobligationer som Riksbanken byggde upp huvudsakligen under 2015–2017.

<sup>7</sup> Se även fördjupningen ”Utvecklingen av Riksbankens värdepappersinnehav” i Penningpolitisk rapport februari 2021.

### Diagram 8. 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. Streckad stapel visar en prognos baserad på att hela ramen om 700 miljarder kronor utnyttjas under 2021.

Källa: Riksbanken.

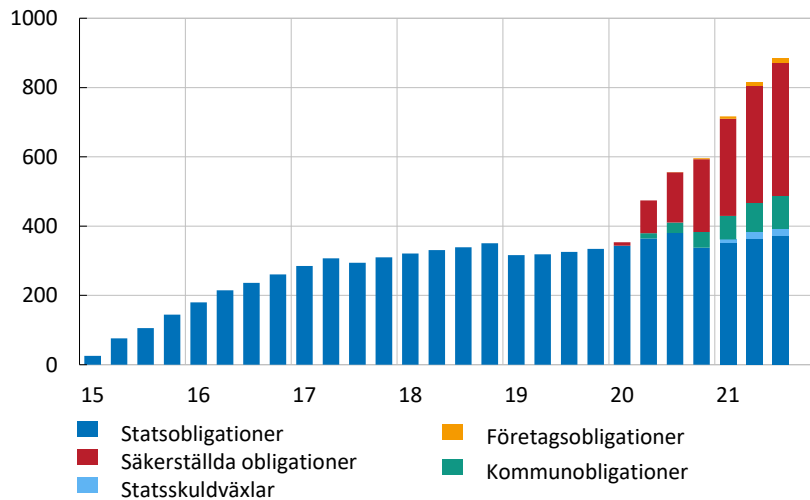
Obligationsköpen under tredje kvartalet fördelar sig på svenska nominella och reala statsobligationer samt svenska statens gröna obligationer till ett sammanlagt nominellt belopp om 10 miljarder kronor, obligationer utgivna av svenska kommuner och regioner samt Kommuninvest i Sverige AB till ett nominellt belopp om 13 miljarder kronor, säkerställda obligationer utgivna av svenska institut till ett nominellt belopp om 50 miljarder kronor samt företagsobligationer till ett nominellt belopp om 2 miljarder kronor (se diagram 9).<sup>8</sup> Riksbanken kommer också att köpa statsskuldväxlar så att innehavet under kvartalet bibehålls på nivån 20 miljarder kronor samt även under tredje kvartalet erbjuda sig att köpa företagscertifikat upp till ett möjligt innehav om 32 miljarder kronor.

Beslutet om köp för tredje kvartalet innebär att Riksbankens samlade innehav, som även inkluderar köp av statsobligationer före pandemin, kommer att uppgå till drygt 880 miljarder kronor i slutet av tredje kvartalet 2021 (se diagram 9).

<sup>8</sup> Eftersom Riksbanken redan äger en stor andel av de utestående nominella statsobligationerna med löptider under 10 år kommer köpen av nominella statsobligationer att i huvudsak omfatta obligationer med längre löptider.



**Diagram 9. Riksbankens innehav av värdepapper uppdelat på tillgångslag**  
Nominellt belopp, miljarder kronor



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

Källa: Riksbanken.

### Möjliga sidoeffekter av de nödvändiga åtgärderna

Att stimulera ekonomin genom att hålla ränteläget lågt och underlätta kreditförsörjningen har varit nödvändigt för att undvika en ännu djupare och mer varaktig lågkonjunktur. Men flera faktorer bidrar till att de penningpolitiska stimulanserna kan medföra negativa sidoeffekter.

Det globala ränteläget är mycket lågt och för att stimulera ekonomin har centralbanker världen över vidtagit åtgärder i form av mycket låga styrräntor och omfattande utökningar av sina balansräkningar. Åtgärderna ger ett tydligt stöd till realekonomin och inflationen, men riskerar samtidigt att bygga in sårbarheter i det finansiella systemet. Tillsammans med stödåtgärderna från regeringar har centralbankernas penningpolitik inneburit att många länder, företag och hushåll kraftigt ökat sin skuldsättning. Denna utveckling har visserligen inte varit påtaglig i Sverige under pandemin. Men svaga banker och offentliga finanser, i exempelvis euroområdet, skulle i förlängningen kunna medföra en ny lågkonjunktur även i Sverige som är både djup och utdragen.

I samband med diskussionen om sidoeffekter av penningpolitiken diskuteras även effekter på fördelningen av inkomster och förmögenheter.<sup>9</sup> En expansiv penningpolitik verkar genom olika kanaler och bidrar både till stigande tillgångspriser och till högre sysselsättning, vilket har motverkande fördelningseffekter. Stigande tillgångspriser bidrar sannolikt till en mer ojämn fördelning medan det omvända gäller vid högre sysselsättning. Över en längre period, som inkluderar både en låg- och en högkonjunktur, blir den sammantagna effekten dock mindre, eftersom penningpolitiken först blir

<sup>9</sup> Se fördjupningen "Fördelningseffekterna av Riksbankens penningpolitik" i Penningpolitisk rapport november 2020.

mer expansiv och därefter mindre expansiv. Penningpolitiken är inte särskilt väl lämpad att användas för fördelningspolitik och det är inte heller Riksbankens uppgift.

Riksbanken analyserar kontinuerligt vilka eventuella sidoeffekter penningpolitiken kan få på den svenska ekonomin. 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 olika aktörers skuldsättning ökar på ett ohållbart sätt. Riksbanken har återkommande varnat för brister i den svenska bostadsmarknadens funktionssätt. Sårbarheterna kopplade till de svenska hushållens höga skuldsättning och bankernas stora exponeringar mot fastigheter har ökat ytterligare.<sup>10</sup> I spåren av de omfattande krisåtgärderna, men sannolikt också på grund av beteendeförändringar hos hushållen, uteblev den av många väntade nedgången i bostadspriserna under krisen (se fördjupningen ”Snabbt stigande bostadspriser trots coronakris”). Eftersom hushållen till stor del finansierar sina bostadsköp med bostadslån har hushållssektorns skulder ökat ytterligare under pandemin, och detta gör hushållen än mer känsliga för både prisfall på bostadsmarknaden och stigande räntekostnader. Riksbanken stödjer Finansinspektionens förslag att inte förlänga möjligheten till undantag från amorteringskravet efter den 31 augusti 2021.

Sårbarheter och långsiktiga risker som kan byggas upp av den expansiva globala penningpolitiken har varit underordnade behovet av att motverka pandemins omedelbara ekonomiska konsekvenser och dämpa de dramatiska BNP- och sysselsättningsfallen, i Sverige och andra länder. I takt med den ekonomiska återhämtningen i världsekonomin är det dock rimligt att sätta mer fokus på frågor om hur dessa sårbarheter bäst hanteras.

### **Finanspolitiken har viktiga verktyg och ansvar**

Penningpolitiken och finanspolitiken har under det senaste året kompletterat varandra och på så sätt mer effektivt kunnat lindra krisen och underlättat återhämtningen. Riksbankens åtgärder har bidragit till en fungerande kreditförsörjning och till ett lågt ränteläge i hela ekonomin samtidigt som finanspolitiken har gett ett träffsäkert stöd åt sektorer där pandemins negativa effekter blivit särskilt påtagliga. Ränteläget är nu lågt och de offentliga finanserna starka. Detta gör det möjligt att fortsätta att ge ett omfattande ekonomiskt-politiskt stöd. Riksbankens prognoser för den ekonomiska återhämtningen förutsätter också att det finns ett fortsatt finanspolitiskt stöd. Finanspolitiken har dessutom verktyg för att hantera de risker och sårbarheter som stimulansåtgärderna kan bygga upp i svensk ekonomi. För att minska riskerna med hushållens skuldsättning krävs till exempel i första hand åtgärder inom bostads- och skattepolitiken. Finanspolitiken har även ansvar för att motverka oönskade fördelningseffekter, och förfogar över de mest effektiva fördelningspolitiska verktygen.

---

<sup>10</sup> Se också Finansiell stabilitetsrapport 2020:2.

### 1.3 Om utvecklingen blir en annan kan penningpolitiken anpassas

Den stora osäkerhet som omgärdar Riksbankens huvudscenario på både kort och lång sikt kvarstår. Osäkerheten till följd av pandemin och dess ekonomiska konsekvenser illustreras av ett bättre och ett sämre scenario i fördjupningen ”Alternativscenarier för den ekonomiska återhämtningen”. Konjunktur- och inflationsutsikterna påverkas fortfarande i stor utsträckning av hur smittspridningen utvecklas. En risk är att vaccinationerna går långsammare, eller visar sig vara mindre effektiva mot virusmutationer, än vad som antas i huvudscenariot. Detta skulle kunna leda till ett sämre scenario med långsammare återhämtning inom tjänstesektorerna som följd. Å andra sidan kan den uppdämda efterfrågan underskattas och utbudsbegränsningarna överskattas i huvudscenariot. I ett bättre scenario kan förtroendet hos konsumenter och företag därför komma att öka snabbare än väntat med högre konsumtion, investeringar och sysselsättning som följd. Det finns faktorer i dessa alternativscenarier som skulle kunna leda till både högre och lägre inflation.

Osäkerheten är inte uteslutande kopplad till pandemins utveckling. Sedan inledningen av året har de långa statsobligationsräntorna stigit i USA. Utvecklingen hänger nära samman med marknadens förväntningar om en starkare konjunkturutveckling och högre inflation, bland annat till följd av omfattande finanspolitiska stimulansåtgärder. Uppgången i de långa statsobligationsräntorna i USA har spridit sig till Europa, men uppgången här är mindre. Även om de långa obligationsräntorna har stigit också i Sverige, är de fortsatt mycket låga i ett historiskt perspektiv. Dessutom är ränteskillnaderna på mer riskfyllda obligationer i förhållande till statsobligationer fortsatt stabila på mycket låga nivåer. Det är normalt i en återhämtningsfas att investerarna skiftar efterfrågan i riktning mot mer riskfyllda tillgångar. Men om långräntorna skulle stiga alltför snabbt och mycket kan det komma att verka åtstramande på de globala finansiella förhållandena vilket i sin tur skulle kunna bromsa den ekonomiska återhämtningen, inte minst i vissa framväxande ekonomier som har hög andel utlandslån i dollar. Stramare finansiella förhållanden globalt skulle få negativa effekter också på svensk ekonomi.

Huvudscenariot utgår från att det kommer att finnas omfattande penningpolitiska stimulanser i form av låga räntor och en stor mängd likviditet i banksystemet under överskådlig tid. 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 reporäntan 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 finanspolitiken fortsatt en viktig roll att spela. Det gäller särskilt om ekonomiska problem drabbar vissa samhällssektorer extra hårt.

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

**Tabell 1. Riksbankens åtgärder under coronakrisen**

Åtgärd	Omfattning (Hittills köpt/utestående till och med den 23 april)	Syfte
<b>Program för utlåning till banker för att stödja företagsutlåning</b>	Upp till 500 miljarder kronor (utestående 31,0 mdr kr)	Stödja kreditförsörjningen till icke-finansiella företag.
<b>Ram för Riksbankens tillgängsköp</b>	Köpprogrammet gäller till 31 december 2021. Ramen uppgår till 700 miljarder kronor. <b>Köp 2021 kv 3: 75 miljarder kronor</b> (totalt ökat innehav fr o m mars 2020 med 453,5 mdr kr)	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.
- <b>Köp av statsobligationer</b>	<b>Köp 2021 kv 3: 10 miljarder kronor</b> (62,8 mdr kr)	
- <b>Köp av kommunobligationer</b>	<b>Köp 2021 kv 3: 13 miljarder kronor</b> (71,2 mdr kr)	
- <b>Köp av säkerställda obligationer</b>	<b>Köp 2021 kv 3: 50 miljarder kronor</b> (298,0 mdr kr)	
- <b>Köp av statsskuldväxlar</b>	<b>Köp så innehavet är 20 miljarder kronor 30 september 2021</b> (innehav 13,5 mdr kr)	
- <b>Köp av företagsobligationer</b>	<b>Köp 2021 kv 3: 2 miljarder kronor</b> (7,7 mdr kr)	
- <b>Köp av företagscertifikat</b>	<b>Köp upp till innehav 32 miljarder kronor under resten av 2021</b> (innehav 0,3 mdr kr)	
<b>Sänkt ränta i stående utlåningsfaciliteten</b>	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.
<b>Veckovisa marknadsoperationer där banker erbjuds låna mot säkerhet med tre respektive sex månaders löptid till reporäntan.</b>	Obegränsat (utestående 3,0 mdr kr)	Stärka bankernas tillgång till likviditet i svenska kronor för att underlätta deras finansiering och deras roll som kreditförsörjare till svenska företag.
<b>Lättade krav på säkerheter för att låna hos Riksbanken</b>	—	Stärka bankernas tillgång till likviditet i svenska kronor.
<b>Lån i amerikanska dollar</b>	Upp till 60 mdr USD (utestående 0,0 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 Fortsatt konjunkturåterhämtning sätter avtryck på finansiella marknader

---

Fortsatta vaccinationer och expansiv ekonomisk politik skapar goda förutsättningar för den globala ekonomiska återhämtningen. Detta har bidragit till prisuppgångar på mer riskfyllda tillgångar, trots att smittspridningen ökat under vintern och våren och restriktionerna har varit omfattande. Ljusare framtidsutsikter för den amerikanska ekonomin i spåren av kraftiga finanspolitiska stimulanser har samtidigt inneburit en lägre efterfrågan på amerikanska statsobligationer med längre löptider. Då utbudet av dessa obligationer dessutom ökar som en följd av den expansiva finanspolitiken har amerikanska statsobligationsräntor stigit.

Den amerikanska ränteuppgången har i viss mån spridit sig till andra obligationsmarknader och länder, däribland Sverige. Men ränteläget fortsätter ändå att vara mycket lågt och på den svenska penningmarknaden ligger räntorna nära reporäntan. Den svenska börsen har utvecklats starkt medan kronan försvagats något sedan årsskiftet. Företagens bankupplåning har dämpats något de senaste månaderna, men nedgången motverkas i viss mån av att marknadsfinansieringen ökar. De finansiella förhållandena i Sverige och omvärlden bedöms vara fortsatt expansiva, till stor del som ett resultat av de ekonomisk-politiska stödåtgärderna.

---

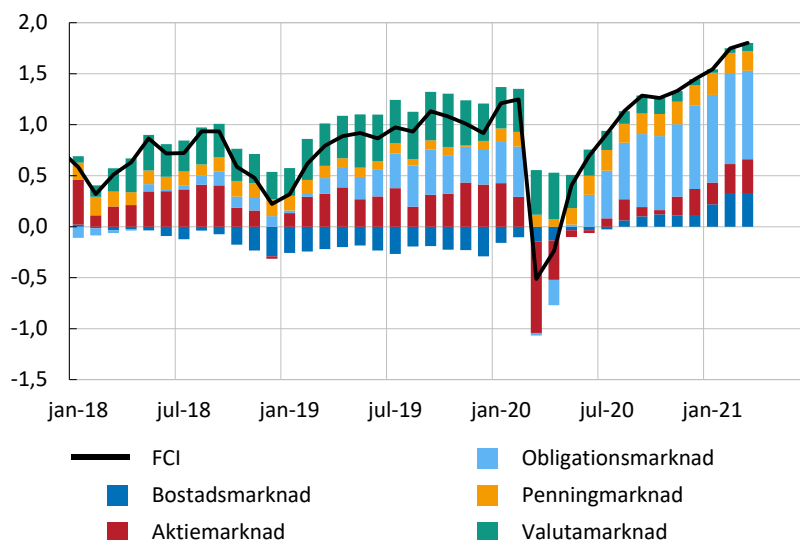
### 2.1 Ljusare framtidsutsikter skapar hög efterfrågan på riskfyllda tillgångar

Fortsatta vaccinationer och en expansiv ekonomisk politik, bland annat i form av kraftig amerikansk finanspolitisk stimulans, bidrar till optimism kring förutsättningarna för den globala ekonomiska återhämtningen. Riskviljan på de finansiella marknaderna är därför hög, trots att regeringarna i många länder har infört nya och skärpta restriktioner som svar på den snabba smittspridningen.

Trots att en uppgång i de amerikanska långräntorna i viss mån spridit sig till andra obligationsmarknader och till andra länder, däribland Sverige, är räntorna fortfarande historiskt låga. Riksbankens index för finansiella förhållanden, som sammanfattar läget på olika finansiella delmarknader i Sverige, tyder på att utvecklingen på samtliga delmarknader bidrar till att göra förhållandena expansiva. Detta gäller i synnerhet för utvecklingen på obligationsmarknaderna (se diagram 10).

**Diagram 10. Index för finansiella förhållanden i Sverige**

Standardavvikelser. Ett högre värde anger mer expansiva finansiella förhållanden.



Källa: Riksbanken.

**ECB köper tillgångar i snabbare takt inom det särskilda pandemiprogrammet**

De stora centralbankerna fortsätter att föra en mycket expansiv penningpolitik, via låga styrräntor och omfattande tillgångsköp. I mitten av mars beslutade den europeiska centralbanken, ECB, att hålla styrräntorna oförändrade vilket bland annat innebär att inlåningsräntan fortsatt är -0,5 procent. Samtidigt beslutade man, utifrån en ny bedömning av finansieringsförhållandena och inflationsutsikterna, att tillgångsköpen inom den fastlagda ramen för det särskilda pandemiprogrammet (PEPP) på 1850 miljarder euro ska ske i en snabbare takt det närmaste kvartalet jämfört med årets första månader. Vidare fortlöper programmet för utlåning till hushåll och företag via bankerna (TLTRO-III) och nettoköpen om 20 miljarder euro per månad inom ramen för det program för tillgångsköp som var på plats innan pandemin (APP). Det penningpolitiska beslutet i april innebär inga förändringar i ECB:s tidigare beslut, varken vad gäller styrräntan eller tillgångsköpen.

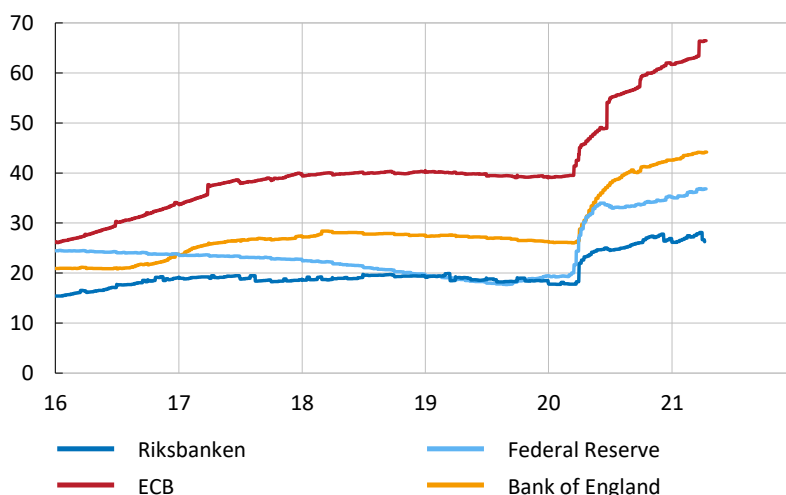
Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, beslutade vid mötet i mars att behålla styrräntan oförändrad inom intervallet 0–0,25 procent. Även övriga penningpolitiska instrument lämnades oförändrade. Federal Reserves innehav av statspapper fortsätter därmed att öka med 80 miljarder dollar per månad medan innehavet av säkerställda obligationer och andra hypoteksbaserade värdepapper ökar med 40 miljarder dollar per månad. Till skillnad från ECB bedömde man att den senaste tidens uppgång i räntorna på statsobligationer var förenlig med den förda penningpolitiken. Trots att Federal Reserve justerade upp sina prognoser för den ekonomiska aktiviteten och inflationen, var prognosen för styrräntan oförändrad. Detta är i linje med centralbankens kommunikation om att ha större tolerans för att inflationen under en period överstiger inflationsmålet. Federal Reserve återupprepade att målet för sysselsättningen behöver nås och varaktigt högre inflation krävs för att räntan ska höjas.

Även Bank of England lämnade styrräntan oförändrad vid sitt möte i mars. De gjorde heller inga förändringar i sina pågående tillgångsköpsprogram.<sup>11</sup>

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

### Diagram 11. Centralbankers balansomslutning

Procent av BNP



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

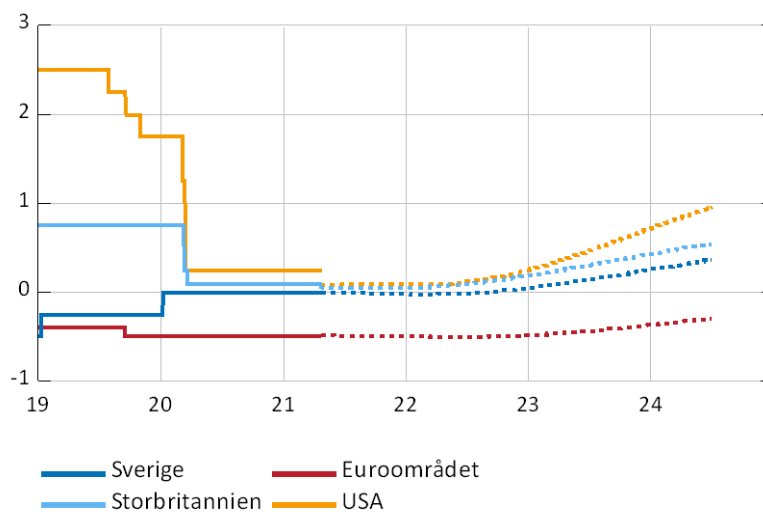
Källor: Bank of England, ECB, Federal Reserve, Macrobond och Riksbanken.

### Låga räntor på den svenska penningmarknaden

Terminsprissättningen indikerar att räntehöjningar påbörjas i USA och Storbritannien under 2023 (se diagram 12). Prissättningen behöver dock inte bara spegla förväntningar om framtida styrräntor. En indikation på detta är att marknadsaktörernas förväntningar enligt enkäter inte visar samma uppgång utan tyder på mer långsamt stigande styrräntor.

<sup>11</sup> Till skillnad från i Sverige har flera av tillgångsköpsprogrammen i USA och Storbritannien upprättats med explicit stöd från respektive lands finansdepartement. I slutet av förra året förklarade det amerikanska finansdepartementet att stödet till flera av Federal Reserves köp- och utlåningsfaciliteter som lanserades i samband med pandemins utbrott skulle upphöra vid årsskiftet och i vissa fall i slutet av mars 2021. Dessa faciliteter, som bland annat inkluderar köpen av företagsobligationer och företagscertifikat har nu avslutats. Motsvarande program för köp av företagscertifikat i Storbritannien lanserades som ett ettårigt program under krisens akuta skede våren 2020, men har inte heller förlängts eftersom marknadsförhållandena har förbättrats och köpen inte längre efterfrågades.

**Diagram 12. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning**  
Procent



Anm. Terminsräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar styrräntan. I Sverige beskriver dock terminsräntan den förväntade reporäntan. Streckade linjer avser terminsräntor 2021-04-22.

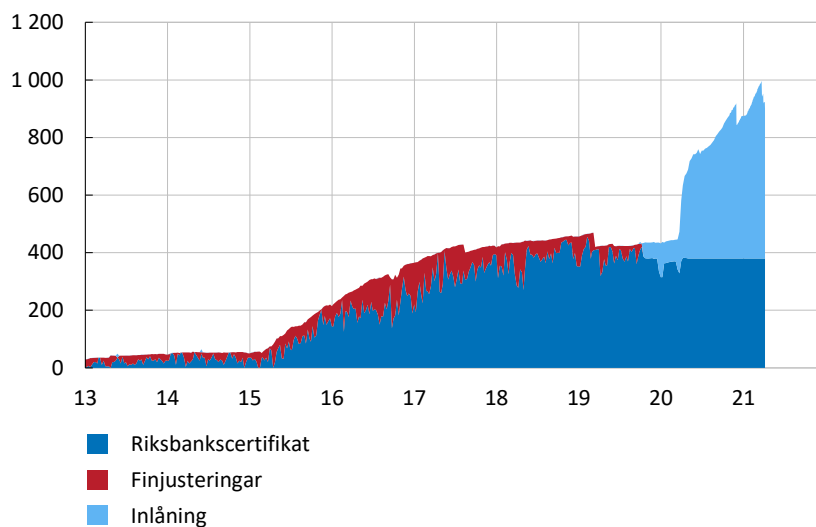
Källor: Macrobond och Riksbanken.

Utöver att marknadsaktörerna förväntar sig en låg reporänta framöver är Riksbankens tillgångsköp en viktig förklaring till att räntorna är låga. Riksbankens köp av obligationer i penningpolitiskt syfte, som inleddes 2015, har inneburit att överskottslikviditeten i banksystemet har ökat. De nya tillgångsköp och utlåningsprogram som Riksbanken sjösatte när pandemin bröt ut har förstärkt denna utveckling. För att säkerställa en god likviditet i banksystemet har Riksbanken sedan förra våren hållit erbjuden mängd Riksbankscertifikat konstant. I kombination med tillgångsköpen har banksystemets inlåning över natten i Riksbankens inlåningsfacilitet därmed ökat (se diagram 13). Räntorna som aktörerna möter på den svenska penningmarknaden har på så vis legat stabila nära reporäntan (se diagram 14). Räntorna på statspapper med löptider upp till 5 år är lägre än reporäntan.



**Diagram 13. Likviditet i banksystemet, inlåning och Riksbankscertifikat**

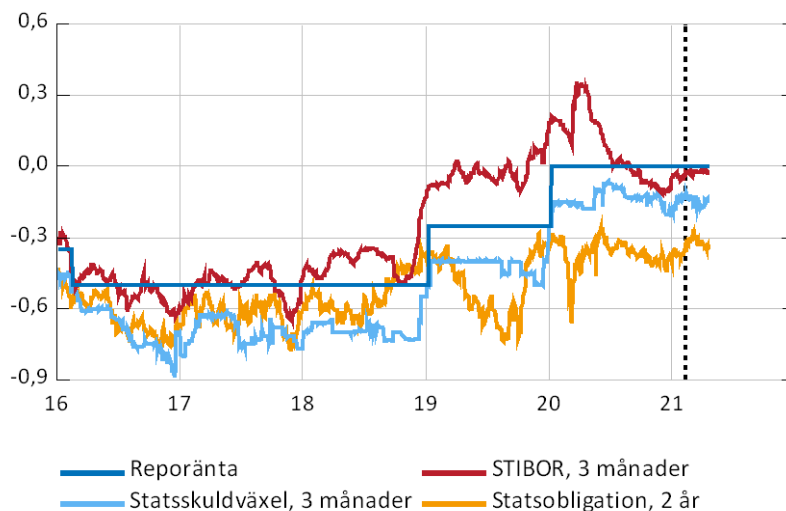
Miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

**Diagram 14. Reporäntan och marknadsräntor**

Procent



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

Källor: Macrobond, Refinitiv och Riksbanken.

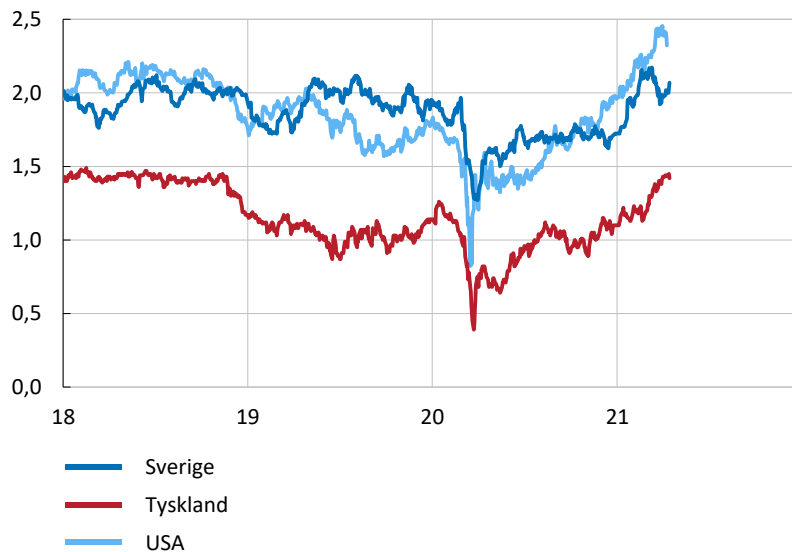
### Stigande långräntor i USA präglar många länders obligationsmarknader

Marknadsaktörernas förväntningar om låga styrräntor och centralbankernas tillgångsköpsprogram är viktiga orsaker till att statsobligationsräntor världen över är fortsatt låga. I USA har dock räntorna på statsobligationer med längre löptider stigit sedan en tid och utvecklingen accentuerades under februari och mars, bland annat i takt med att omfattningen av de finanspolitiska stimulanserna blev tydligare (se diagram 16). Gängse metoder för att förstå drivkrafterna bakom ränteuppgången tyder också på

att utvecklingen hänger nära samman med förväntningar om en högre ekonomisk aktivitet och i viss mån högre inflation, i linje med den trendmässiga uppgången i marknadsbaserade mått på långsiktiga inflationsförväntningar (se diagram 15). Den expansiva finanspolitiken innebär också att utbudet av amerikanska statsobligationer ökar, något som i viss mån kan förväntas ha bidragit till uppgången.

**Diagram 15. Marknadsbaserade mått på långsiktiga inflationsförväntningar**

Procent

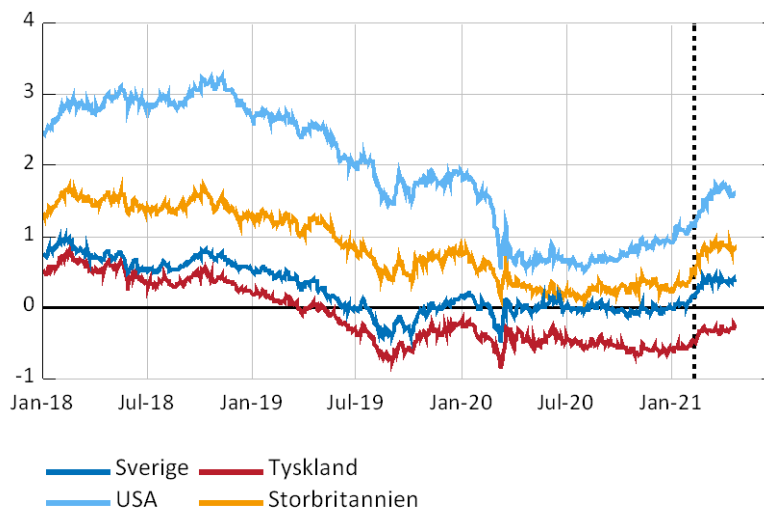


Anm. Inflationsförväntningarna avser ett genomsnitt över en 5-årig period med start om 5 år. För USA, Sverige och Tyskland är de beräknade utifrån obligationsräntor och avser KPI respektive HIKP.

Källor: Bloomberg, Macrobond och Riksbanken.

**Diagram 16. 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 februari.

Källor: Nationella centralbanker, US Treasury och Riksbanken.

Ränteuppgången i USA har också påverkat de europeiska räntorna, även om uppgången i räntorna är betydligt mindre här (se diagram 16). De omfattande stödåtgärderna från ECB förklarar till stor del de låga räntenivåerna i många europeiska länder och även att ränteskillnaden är historiskt liten mellan tyska statsobligationer och statsobligationer i länder med betydligt svagare statsfinanser.

Även svenska statsobligationsräntor har stigit, men är fortsatt mycket låga i ett historiskt perspektiv (se diagram 16). Ränteuppgången i Sverige är naturlig mot bakgrund av den historiska samvariationen med amerikanska räntor. Ränteuppgången är större än i Europa sedan årsskiftet och räntedifferensen mot Tyskland har därför ökat något.

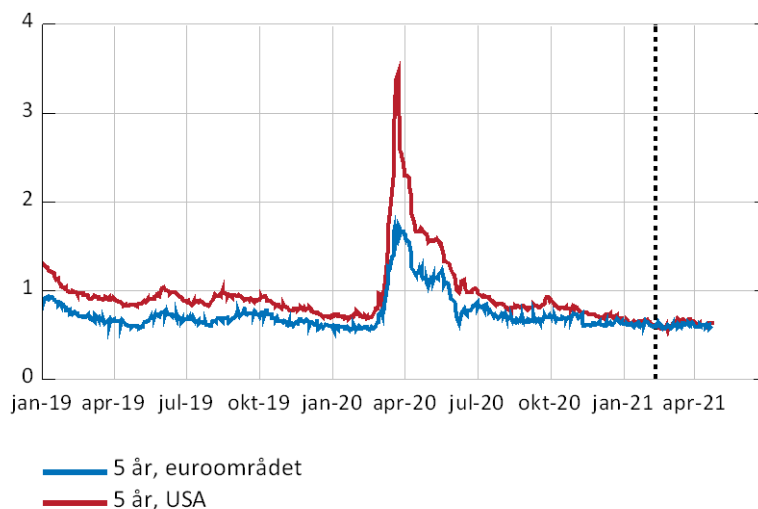
**Små förändringar i riskpremier på andra obligationsmarknader**

De omfattande åtgärder som sattes in världen över under våren 2020 bidrog till att räntorna på obligationsmarknaderna föll tillbaka under resten av året. Den senaste tidens uppgång i framför allt amerikanska statsobligationsräntor med längre löptider har dock inneburit att räntorna på andra obligationsmarknader med motsvarande löptider, däribland marknaderna för företagsobligationer, också vänt uppåt. Ränteskillnaderna mellan företagsobligationer och statsobligationer, som är ett mått på riskpremierna på marknaden för företagsobligationer, fortsätter dock att vara mycket låga i både USA och euroområdet (se diagram 17). Samma utveckling präglar företagsobligationsmarknaden i Sverige, där ränteuppgången i stort sett är lika stor som uppgången i räntan på en statsobligation med motsvarande löptid. Även i Sverige sjönk räntorna på företagsobligationer med hög kreditvärdighet tillbaka kraftigt i föl efter att ha stigit snabbt under krisens mer akuta skede. Nedgången fortgick även när marknadens aktörer kunde konstatera bakslag i smittspridningen. En tolkning av denna utveckling är att oväntade variationer i smittspridningen inte bedömdes påtagligt påverka den ekonomiska återhämtningen i ett lite längre perspektiv. Utvecklingen har

varit snarlik på marknaderna för säkerställda obligationer och kommunobligationer. Ränteskillnaderna mellan samtliga dessa obligationslag och statsobligationer är fortsatt mycket låga i ett historiskt perspektiv och tydligt lägre än innan pandemins utbrott våren 2020, vilket kan tolkas som att riskviljan bland investerarna är hög (se diagram 18).

**Diagram 17. Skillnad mellan räntorna på företagsobligationer och statsobligationer i euroområdet och USA**

Procentenheter

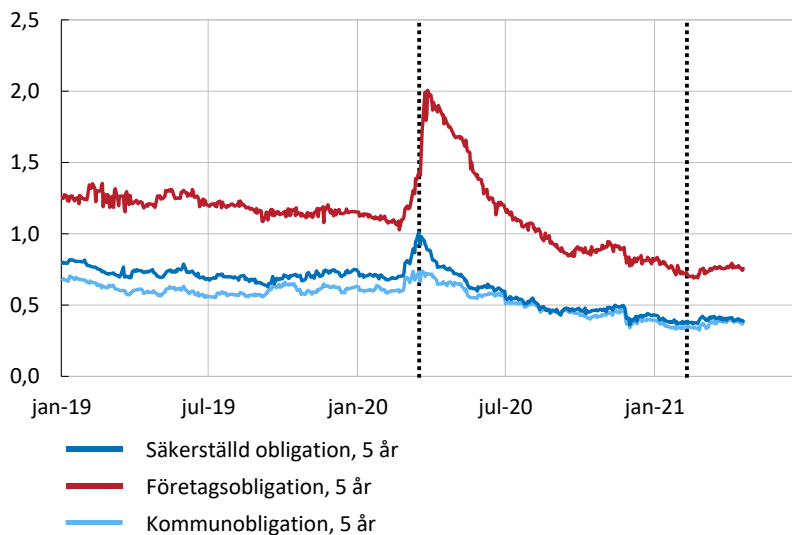


Anm. Ränteskillnaderna avser 5-åriga benchmarkobligationer utgivna av företag med god kreditvärdighet respektive staten. Streckad linje markerar penningpolitiska mötet i februari.

Källa: Macrobond.

### Diagram 18. Ränteskillnad mellan olika obligationsslag och statsobligationer i Sverige

Procentenheter



Anm. Räntorna på säkerställda obligationer, företagsobligationer och statsobligationer är nollkupon-gräntor beräknade med Nelson-Siegel-metoden. Företagsobligationer avser företag med ett högt kreditbetyg. Kommunobligationerna är utgivna av Kommuninvest i Sverige AB. Streckade linjer markerar 2020-03-16 då direktionen beslutade att utöka köpen av tillgångar till att omfatta kommunobligationer och säkerställda obligationer samt det penningpolitiska mötet i februari.

Källor: Bloomberg, Macrobond, Refinitiv och Riksbanken.

### Fortsatt uppgång på många aktiemarknader

Många aktiemarknader har sett kraftiga prisuppgångar efter fallen under krisens mer akuta skede ifjol. Osäkerheten har varit stor om hur pandemin skulle utvecklas, och vilka effekter åtgärderna för att begränsa smittspridningen skulle få. Detta har periodvis påverkat börsernas värde, men rörelserna har varit måttliga. Medan europeiska aktieindex präglats av en långsammare återhämtning har såväl den amerikanska som den svenska börsen nått nya rekordnoteringar i spåren av den fortsatta ekonomiska återhämtningen. Att de amerikanska räntorna stigit och dollarn förstärkts sedan mitten av februari har samtidigt märkts i en nedgång på aktiemarknaderna i framväxande ekonomier, efter en mycket stark utveckling i början av året (se diagram 19).

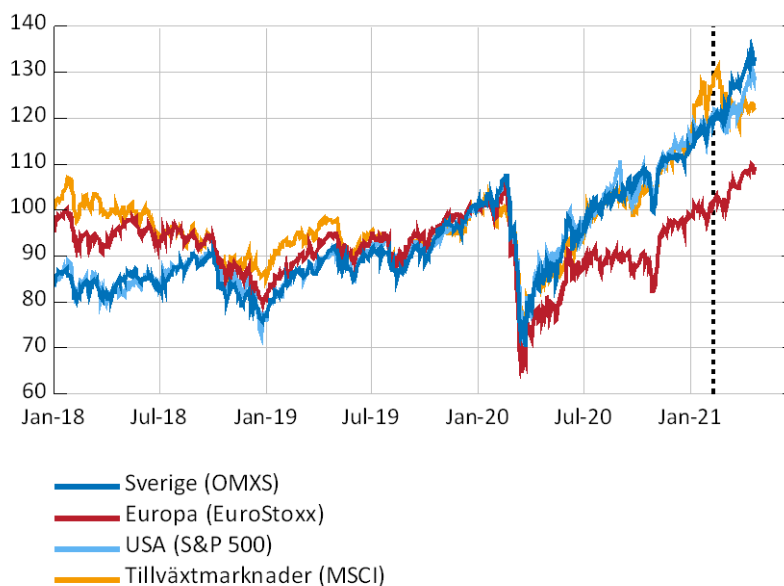
I mitten av april hade den svenska aktiemarknaden, enligt OMXS30, upplevt en prisuppgång på ungefär 20 procent jämfört med i mitten av februari förra året då krisen ännu inte tydligt nått de finansiella marknaderna. Företagens vinster har dock inte ökat lika snabbt som aktiekurserna, något som lett till diskussioner om hur hållbar uppgången är.<sup>12</sup> Att döma av prissättningen på finansiella kontrakt som speglar förväntad volatilitet i börsvärdet har det blivit något dyrare att försäkra sig mot prisrörelser på aktiemarknaderna än vad det var före pandemin.<sup>13</sup>

<sup>12</sup> För en diskussion, se till exempel Global Financial Stability Report, april 2021. Internationella valutafonden.

<sup>13</sup> Se till exempel volatilitetsindexen VIX (USA) och VSTOXX (euroområdet).

**Diagram 19. Börsutveckling i inhemsk valuta**

Index, 2019-12-31 = 100



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

Källa: Macrobond.

### Liten förändring i kronans växelkurs efter kraftig förstärkning i fjol

Krishanteringen våren 2020 ökade viljan bland investerare på de finansiella marknaderna att ta risk, vilket fick räntorna på mer riskfyllda obligationer att sjunka och aktiepriserna att stiga. Kronan, som av investerare normalt betraktas som en mer riskfylld valuta än till exempel dollarn och euron, stärktes samtidigt avsevärt. Mätt med KIX har kronan dock försvagats något sedan årsskiftet. Försvagningen har bland annat skett till följd av statistik som indikerar förbättrade framtidsutsikter i USA och en allmän dollarförstärkning under mars, men också överraskande låg svensk inflation i februari. Trots försvagningen var kronan ungefär 7 procent starkare i mitten av april än i februari 2020 (se diagram 20).

**Diagram 20. 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 februari.

Källor: Nationella källor och Riksbanken.

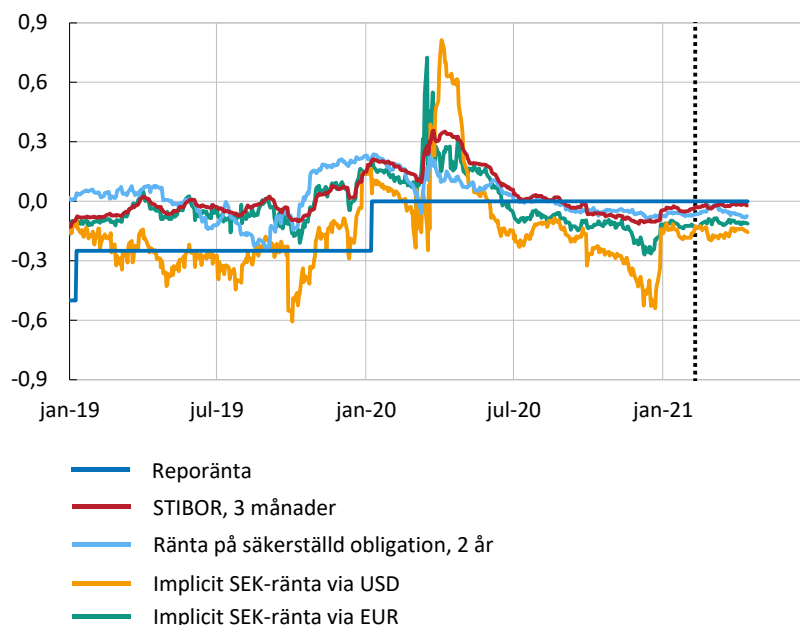
**Bankernas finansieringskostnader är historiskt låga**

En viktig förutsättning för en välfungerande kreditförsörjning till hushåll och företag är att bankerna vill och har möjlighet att låna ut pengar. De svenska bankerna finansierar sig kortfristigt främst genom att låna i andra valutor som amerikanska dollar och euro för att sedan omvandla dessa till svenska kronor via olika finansiella kontrakt. Riksbankens åtgärder under krisen har bidragit till att de korta räntorna på penningmarknaden är negativa och något lägre än reporäntan. Även kostnaden för bankernas kortfristiga finansiering i utländska valutor, mätt med så kallade implicita SEK-räntor, är mycket låg (se diagram 21). Under våren 2020 var det stora problem på de globala finansieringsmarknaderna och många banker fick under en period svårare att finansiera sig i dollar. Situationen förbättrades dock, bland annat till följd av de valutaswapsavtal som slöts mellan Federal Reserve och ett antal centralbanker runt om i världen under våren 2020. Avtalen har gjort det möjligt för centralbanker som till exempel Riksbanken att erbjuda likviditet i dollar. Vetskapen om att centralbankerna har tillgång till stora mängder dollar har bidragit till att förbättra likviditeten på de globala finansmarknaderna och därmed till de låga räntorna.<sup>14</sup>

<sup>14</sup> Se, Gislén, Marushia, Ida Hansson och Ola Melander (2021), "Dollarlikviditet från Federal Reserve till andra centralbanker – varför och hur?", Penning- och valutapolitik, nr 1, s. 27–50, Sveriges riksbank.

**Diagram 21. Reporäntan och bankernas viktigaste finansieringsräntor**

Procent



Anm. Nollkupongränta på säkerställd obligation med 2 års löptid. De implicita SEK-räntorna är beräknade med spot- och terminsväxelkurser samt 3-månadersräntor (EURIBOR och USDLIBOR). Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i februari.

Källor: Bloomberg, Macrobond och Riksbanken.

Bankernas mer långfristiga finansiering sker till stor del genom att de ger ut säkerställda obligationer. Kostnaderna för denna har stigit något till följd av ränteuppgången i obligationer med längre löptider, men räntorna är fortfarande mycket låga, bland annat som en följd av Riksbankens tillgångsköp (se diagram 21). Till exempel har räntan på en säkerställd obligation i svenska kronor med 2 års löptid varit lägre än reporäntan sedan hösten 2020. Bankernas låga finansieringskostnader gör det alltså möjligt för dem att fortsätta erbjuda låga räntor i utlåningen till hushåll och företag.

### Välfungerande kreditförsörjning till svenska hushåll och företag

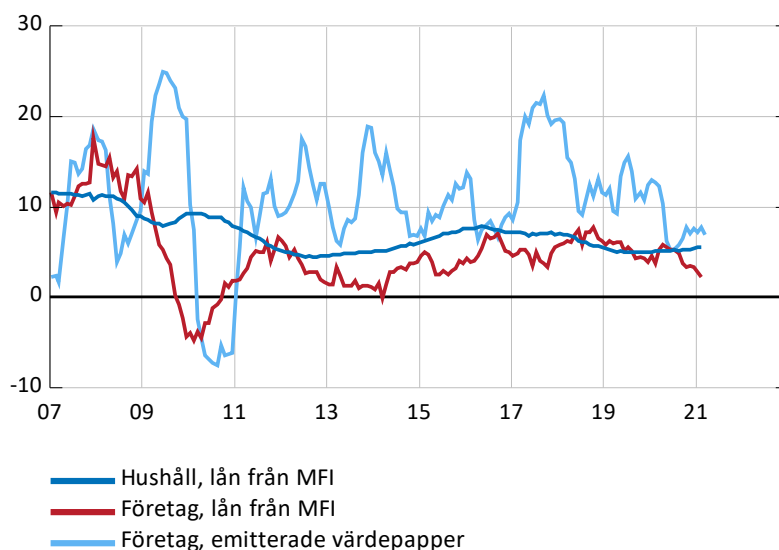
Att kreditförsörjningen fortsätter att fungera har varit centralt för att undvika en ännu kraftigare nedgång i den ekonomiska aktiviteten. Detta har också varit ett viktigt motiv för många av de åtgärder som Riksbanken satte in strax efter pandemins utbrott i fjol.

Hushållens skuldsättning utgörs till ungefär 80 procent av bolån. Den av många befärade nedgången i bostadspriser under krisen uteblev. Efter en mindre initial nedgång har priserna istället stigit snabbt (se fördjupningen "Snabbt stigande bostadspriser trots coronakris"). Eftersom hushållen till stor del finansierar bostadsköpen med bostadslån, har hushållens skulder fortsatt att stiga. Den årliga tillväxten var cirka 5,5 procent i februari, att jämföra med drygt 5 procents tillväxt i början av 2020, före krisen (se diagram 22).



**Diagram 22. 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. Lån från MFI utgör runt två tredjedelar av den totala utlåningen till företag medan emitterade värdepapper utgör runt en tredjedel.

Källa: SCB.

För företagssektorn som helhet är banklån den viktigaste finansieringskällan.<sup>15</sup> För många, framför allt större, företag har det dock varit relativt förmånligt att använda sig av marknadsfinansiering när investerarna på grund av det låga ränteläget sett företagsobligationer som ett allt attraktivare investeringsalternativ. Företagen har därför emitterat allt större volymer på certifikat- och obligationsmarknaderna på senare år. Under krisens mer akuta fas försämrades förhållandena på dessa marknader snabbt, eftersom investerarna sökte sig till säkrare tillgångar och likviditeten försämrades. Detta fick företagen att i större utsträckning vända sig till bankerna för lån som kunde ersätta marknadsfinansieringen.<sup>16</sup> I takt med att den finansiella oron minskade under andra halvåret 2020 blev mönstret i viss mån det omvända. Framför allt har de utestående volymerna företagscertifikat åter ökat samtidigt som tillväxten i utlåningen till företag har minskat (se diagram 22). Utlåningsräntorna till såväl hushåll som företag har samtidigt varit i stort sett oförändrade under en längre tid (se diagram 23).<sup>17</sup> Räntekostnaden för att emittera värdepapper ökade när förhållandena för marknadsfinansiering försämrades under våren 2020, men har därefter minskat.

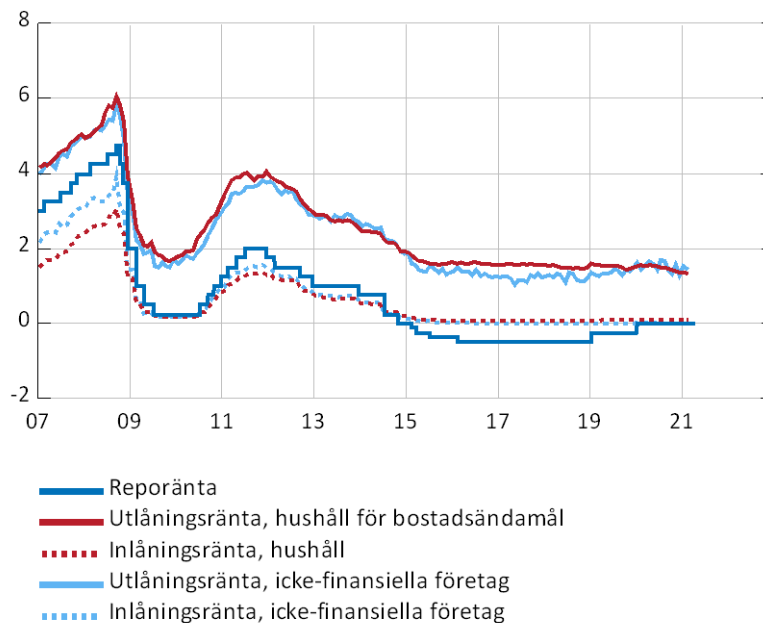
<sup>15</sup> Det skiljer sig dock mellan olika typer av företag. Exempelvis räknas bostadsrättsföreningar som företag och de finansierar sig nästan uteslutande med banklån. Däremot är det inom tillverkningsindustrin mer vanligt med marknadsfinansiering än med banklån.

<sup>16</sup> För en mer detaljerad beskrivning av händelseförloppet på de finansiella marknaderna under krisens mer akuta skede, se P. Gustafsson och T. von Brömsen, "Coronapandemin: Riksbankens åtgärder och den finansiella utvecklingen under våren och sommaren 2020", Penning- och valutapolitik 2021:1, Sveriges riksbank och S. Wollert, (2020), "Svenska företagsobligationer under coronapandemin", Staff memo, Sveriges riksbank.

<sup>17</sup> Utlåningsräntorna till företagen har varierat något mer än hushållens räntor, bland annat på grund av de sammansättnings effekter som uppstår när framför allt större företag skiftar mellan de olika finansieringsformerna.

**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.

De räntor och lånevolym som redovisas här avser kostnaden för beviljade lån och genomförda värdepappersemissioner och kan således inte exakt fånga hur kreditförsörjningen för hushåll och företag har förändrats. Det är också svårt att avgöra om förändringar i utlåningen beror på att finansieringsbehoven minskat eller på att bankernas vilja att låna ut har förändrats. Till exempel har företag inom vissa sektorer utnyttjat tillfälliga stödåtgärder för att minska sina löpande kostnader och/eller skalat ned sin verksamhet, vilket minskar finansieringsbehovet. Bankernas inlåning från icke-finansiella företag har ökat, vilket också indikerar att behovet av extern finansiering kan ha minskat för vissa företag. Men enligt Konjunkturinstitutets enkätundersökningar upplever företagen, i synnerhet mindre företag inom de privata tjänstenäringarna, fortfarande att de har svårare att finansiera sig än före pandemin även om situationen förbättrats påtagligt sedan våren 2020. Riksbankens samlade bedömning är att det inte finns några tydliga tecken på att bankerna stramat åt sin kreditgivning, men det är viktigt att noga bevaka hur företagens kreditförsörjning utvecklas framöver.

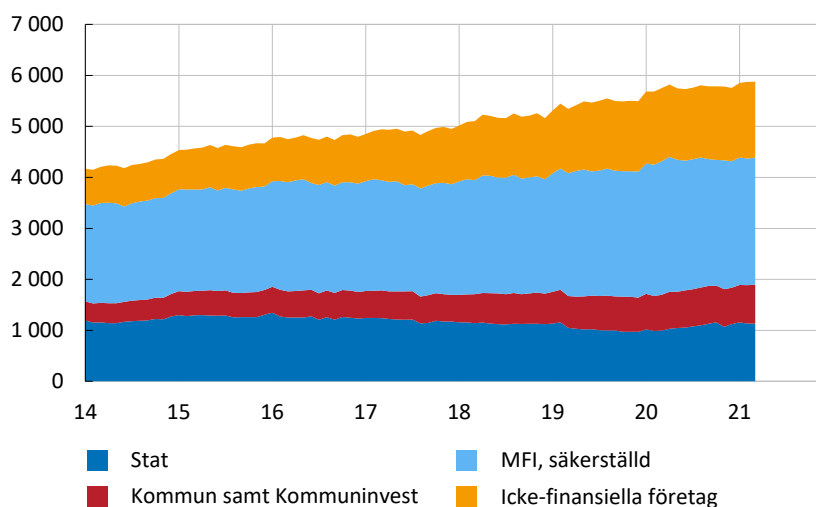
Genom sitt program för tillgångsköp är Riksbanken närvarande på en rad viktiga värdepappersmarknader i Sverige. Den sammanlagda utgivningen av värdepapper dämpades under hösten men har åter ökat något under årets första månader (se diagram 24).<sup>18</sup> Detta kan till viss del bero på säsongmässiga variationer och variationer i växel-

<sup>18</sup> Data över den svenska värdepappersskulden baseras på den av Riksbanken och SCB utvecklade svenska

kursen. Under hösten stärktes till exempel kronan, vilket innebar att värdepappersupplåningen i utländsk valuta minskade i värde. Samtidigt har bankernas upplåning i säkerställda obligationer i svenska kronor gradvis minskat. Detta speglar att bankerna i större utsträckning kan finansiera sig via inlåning från hushåll och företag och därmed har ett mindre behov av att ge ut säkerställda obligationer. Det är framför allt företagens inlåning i bankerna som har ökat (se diagram 25).

#### Diagram 24. Värdepappersskuld i olika sektorer

Nominellt belopp, miljarder kronor

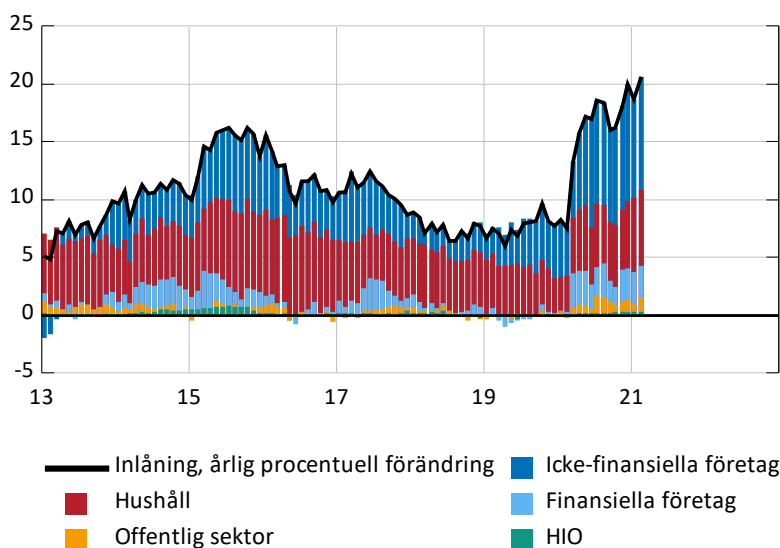


Anm. Serien för kommunernas värdepappersskuld avser enskilda kommuners och regioners upplåning samt den upplåning som sker via Kommuninvest i Sverige AB. Statistiken avser värdepappersskuld i kronor och utländsk valuta.

Källor: SCB och Riksbanken.

värdepappersdatabasen (SVDB). Uppgifterna omfattar alla emissioner av värdepapper som offentlig och privat sektor har genomfört i Sverige och i utlandet.

**Diagram 25. Inlåning och bidrag till inlåning i monetära finansiella institut**  
Årlig procentuell förändring och procentenheter



Anm. Inlåning avser här avistainlåningen som utgör en del av penningmängdsmåttet M1. Hushåll avser hushåll exkl. hushållens icke-vinstdrivande organisationer (HIO). Finansiella företag avser finansiella företag exkl. MFI.

Källa: SCB.

## 2.2 Långsiktiga inflationsförväntningar nära förkrisnivåer

De marknadsbaserade måtten på långsiktiga inflationsförväntningar i USA steg förhållandevis snabbt under hösten efter att ha fallit kraftigt när pandemin bröt ut. Utöver förväntningar om en expansiv finanspolitik bidrog sannolikt även Federal Reserves nya penningpolitiska strategi till uppgången, eftersom denna kan tolkas som att banken framöver kommer att ha en större tolerans för inflation som tillfälligt är högre än inflationsmålet. Även i Tyskland och Sverige har de marknadsbaserade måtten stigit och är något högre än vad de var före pandemin (se diagram 15). De marknadsbaserade måtten varierar relativt mycket jämfört med motsvarande enkätbaserade mått och kan påverkas av likviditeten i de underliggande tillgångarna som används för att beräkna måtten, vilket talar för en försiktig tolkning. Enkätbaserade mått på långsiktiga inflationsförväntningar har också återhämtat sig efter en nedgång förra våren och är nu i USA, euroområdet och Sverige nära de nivåer de låg på före pandemin.

## 3 Återhämtningen fortsätter trots ökad smittspridning under inledningen av året

---

Smittspridningen var under årets första månader fortsatt hög i många länder men restriktionerna antas börja lättas mer påtagligt under andra halvåret i år. Vaccinationerna mot covid-19 har kommit en bit på väg, den ekonomiska politiken är fortsatt mycket expansiv och förtroendet har vänt uppåt bland både hushåll och företag. Från och med andra kvartalet 2021 bedöms KIX-vägd BNP åter börja stiga i takt med att rörligheten i samhället ökar och konsumtion och investeringar kommer igång. Återhämtningen går dock i otakt på olika håll i världen på grund av att andelen som vaccinerats och stimulanser till ekonomin skiljer sig åt mellan länder och regioner. I och med att resursutnyttjandet ökar i världsekonomin bedöms också inflationen stiga framöver.

Liksom i omvärlden fortsätter pandemin att påverka den ekonomiska aktiviteten i Sverige under 2021. Men i takt med att vaccinationerna fortsätter, smittspridningen minskar och restriktionerna lättas finns det goda förutsättningar för konsumtionen att närma sig de nivåer som rådde före krisen och återhämtningen inom de hårt drabbade tjänstebranscherna kan då bli relativt snabb. Framåtblickande indikatorer pekar på att arbetsmarknaden också kommer att förbättras under året även om en del negativa effekter av pandemin antas bli mer långvariga och arbetslösheten därmed dröjer sig kvar på en förhöjd nivå i flera år. Under 2021 blir inflationen volatil. Högre råvarupriser och fraktkostnader bidrar till den utvecklingen. Från 2022 väntas inflationen stiga gradvis i takt med att efterfrågan stärks och lönerna ökar snabbare. Mot slutet av prognosperioden bedöms inflationen mer varaktigt vara nära målet på 2 procent.

---

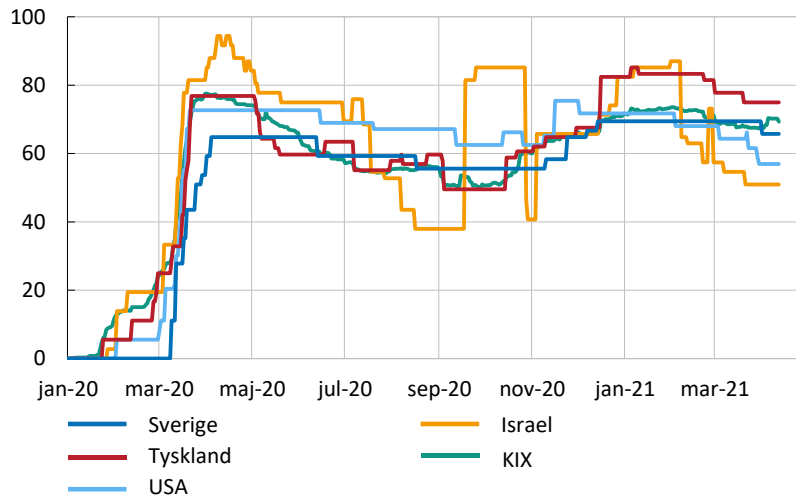
### 3.1 Tillväxten i världsekonomin växlar upp när restriktionerna lättas

Smittspridningen var under årets första månader fortsatt hög i många länder och restriktionerna fortsatt omfattande (se diagram 26). Men en ökande andel vaccinerade gör att smittspridningen väntas minska och restriktionerna gradvis lättas framöver. Vaccinationsprocessen går dock olika snabbt i olika länder, andelen av befolkningen som fått minst en dos är till exempel betydligt högre i Storbritannien och USA än i Sverige och euroområdet. Andelen är överlag högre i avancerade ekonomier än i framväxande ekonomier och utvecklingsekonomier (se diagram 27). I avancerade ekono-

mier går återhämtningen också snabbare för att de generellt har mer utrymme för finanspolitisk stimulans (se diagram 28). Bland avancerade ekonomier finns också skillnader, återhämtningen väntas till exempel gå fortare i USA än i euroområdet. Om återhämtningen blir alltför osynkroniserad på olika håll i världen kan det skapa obalanser och innebära ökade risker, särskilt i länder med stor upplåning i utländsk valuta.

**Diagram 26. Grad av statliga restriktioner för att dämpa smittspridningen**

Index

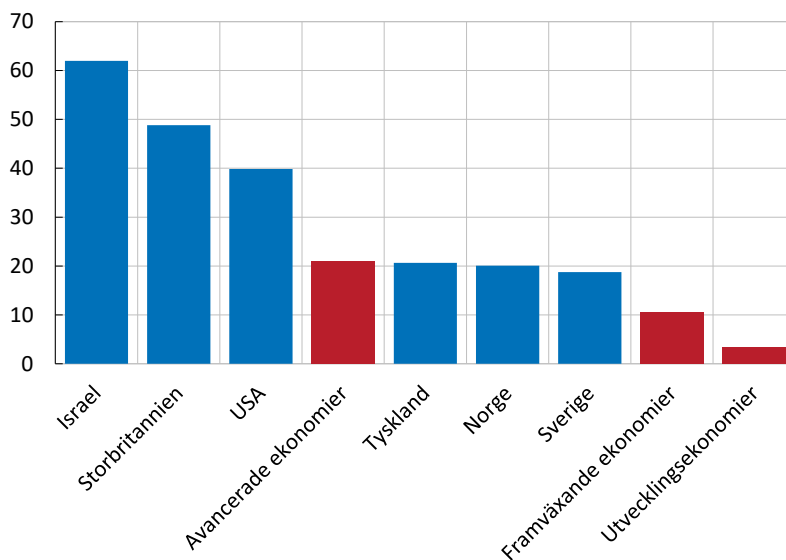


Anm. Indexet mäter omfattningen av åtgärder för att motverka spridningen av covid-19. Indexet består av nio komponenter som beskriver olika typer av restriktioner, till exempel stängning av skolor och reseförbud. För varje komponent finns vanligtvis en tregradig skala motsvarande "ingen åtgärd", "någon 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.

**Diagram 27. Andel av befolkningen som mottagit minst en dos av vaccin mot covid-19**

Procent av totalbefolkningen

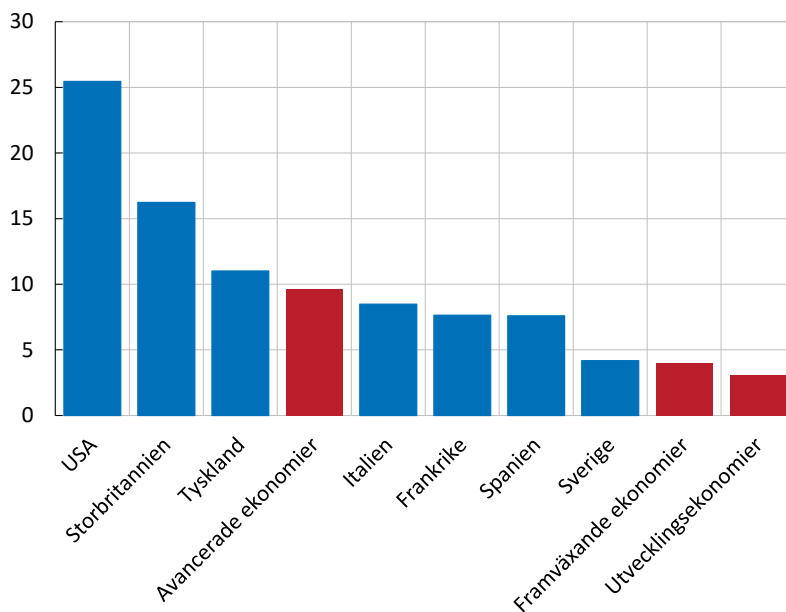


Anm. Avser andel av den totala befolkningen, alla åldrar, som mottagit minst en dos av vaccin 2021-04-20. Röda staplar avser ovägda genomsnitt, senaste observation kan variera.

Källa: Our World in Data.

**Diagram 28. Finanspolitisk stimulans med direkt budgetpåverkan 2020–2021**

Andel av BNP 2020 i procent



Anm. Röda staplar avser ovägda genomsnitt.

Källa: IMF Fiscal Monitor April 2021.

Den ekonomiska utvecklingen under 2021 kommer i hög grad att bero på hur smittspridningen utvecklas och i vilken mån regeringar efter hand lättar på restriktionerna. Av betydelse här är hur snabbt vaccinationsprocessen går på olika håll i världen. För

de länder där vaccinationerna kommit relativt långt, till exempel Israel och Storbritannien, syns en stigande trend i såväl förtroende hos företag och konsumenter som i människors rörlighet i samhället.

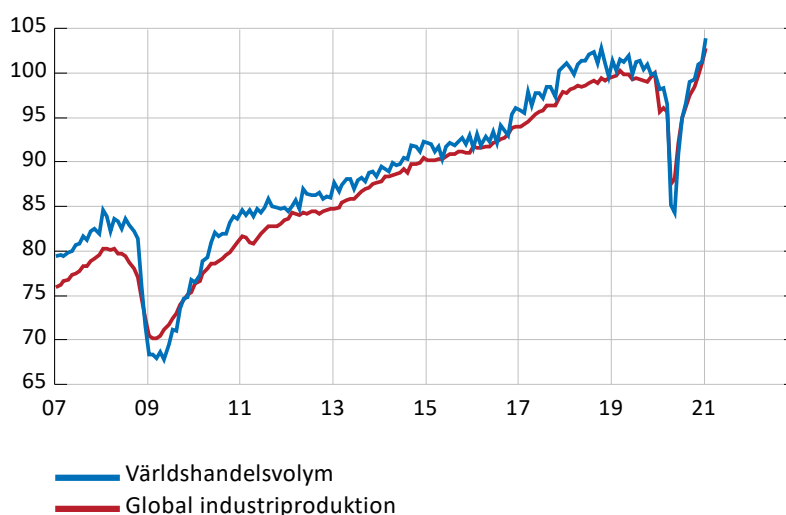
I Riksbankens prognos antas att större delen av den vuxna befolkningen i Sverige och hos våra viktigaste handelspartner har vaccinerats mot slutet av sommaren. Vaccinationerna och minskningen i smittspridningen bedöms nu ta något längre tid och begränsningarna lättas något senare än vad som antogs i februari. Även om vissa restriktioner sannolikt kommer att kvarstå en längre tid framöver antas att restriktionerna lättas mer påtagligt under andra halvåret. Rörligheten i samhället kan då gradvis öka så att konsumtionen av både varor och tjänster börjar återhämtas.

### Industriproduktionen och världshandeln fortsätter att stiga

Medan delar av tjänstebanserna fortfarande tyngs av restriktionerna har industriproduktionen snabbt återhämtat sig och är nu högre än innan pandemin bröt ut. Svårigheterna att få tag på vissa insatsvaror kan dock skapa problem för industrin framöver. Särskilt viktigt är det att ha tillgång till halvledare som är en central komponent i nästan all elektronisk utrustning. Efterfrågan på sådana har ökat, bland annat till följd av ökad försäljning av hemelektronik, och det har lett till leveransproblem inom exempelvis bilindustrin. Samtidigt har hög efterfrågan på frakttjänster inneburit ökade kostnader. Världshandeln med varor har fortsatt att återhämta sig efter den kraftiga nedgången i våras och efter den starka tillväxten i januari är nu nivån högre än innan pandemin inleddes (se diagram 29). Återhämtningen i handeln har varit bred över länder med särskilt snabb tillväxt i Kina, övriga framväxande ekonomier i Asien samt USA.

#### Diagram 29. Världshandelsvolym och global industriproduktion

Index, december 2019 = 100



Anm. Världshandeln avser handel med varor.

Källa: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

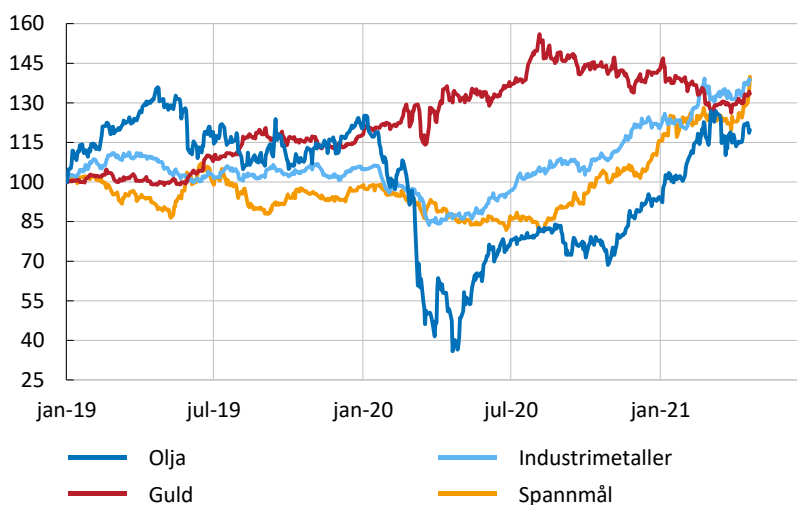
Världsmarknadspriset på råolja, som föll kraftigt under förra våren, har gradvis stigit. Den senaste månaden har priset på Brentolja varit drygt 60 dollar per fat vilket är i



linje med prisnivån precis innan pandemin bröt ut. Uppgången beror bland annat på att OPEC och Ryssland begränsat produktionen och att minskad smittspridning väntas ge snabb återhämtning i efterfrågan framöver. I början av april beslutade OPEC och Ryssland att åter öka produktionen under kommande månader. Hur oljepriset kommer att utvecklas framöver är svårt att bedöma. Terminspriserna på olja indikerar att oljepriset förväntas ligga omkring 60 dollar per fat de närmaste åren. Priset på andra råvaror, som industrimetaller och livsmedel, har också stigit kraftigt sedan i våras och är nu på en högre nivå än före pandemin (se diagram 30).

### Diagram 30. Råvarupriser

Index, 2019-01-02 = 100



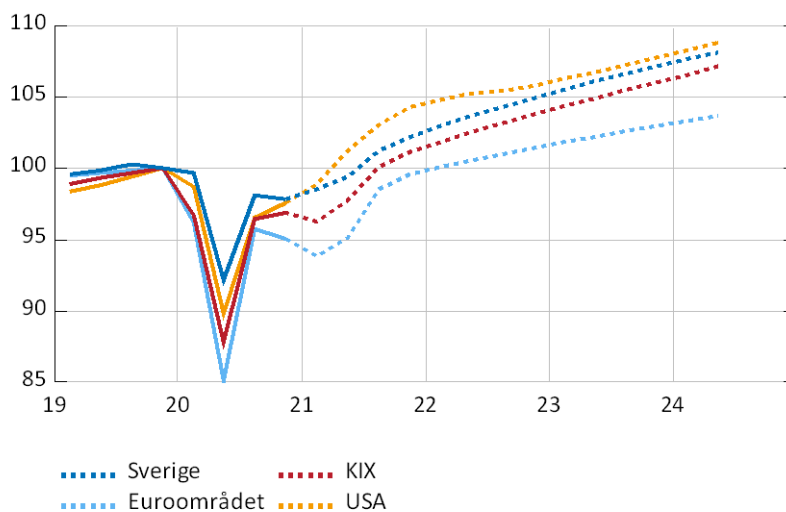
Anm. Oljepriset avser Brentolja.

Källor: Intercontinental Exchange (ICE) och S&P Dow Jones.

Sammanvägd BNP för länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden (KIX) bedöms ha minskat något under första kvartalet i år vilket främst beror på att smittspridningen ökat och restriktionerna skärpts. Framåt sommaren, när allt fler har vaccinerats och restriktionerna har börjat mildras, väntas BNP åter stiga. Återhämtningen väntas bli något fördröjd jämfört med bedömningen i februari. Det hänger samman med den ökade smittspridningen, som förvärrats av nya virusvarianter. Samtidigt påverkas den ekonomiska aktiviteten i mindre utsträckning av restriktionerna än under våren 2020. Det beror bland annat på att arbetsplatser, särskilt inom industrin, hållits öppna i större utsträckning och en högre efterfrågan från Kina där restriktionerna är tydligt mildare jämfört med i fjol. Detta bidrog till att BNP under fjärde kvartalet i fjol blev högre än väntat i flera länder, däribland Norge, Danmark och Storbritannien. Sammantaget väntas KIX-vägd BNP växa med drygt 4 procent i år och nästa år för att 2023 växa med drygt 2 procent (se diagram 31). Med snabbare BNP-tillväxt ökar också resursutnyttjandet och inflationen stiger från drygt 1 procent 2020 till knappt 2 procent 2023 (se diagram 34). Att inflationen i år blir högre beror till stor del på tillfälliga effekter där stigande energipriser bidrar mest.

### Diagram 31. 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: Eurostat, nationella källor, SCB, U.S. Bureau of Economic Analysis och Riksbanken.

### Ljusare utsikter för euroområdet

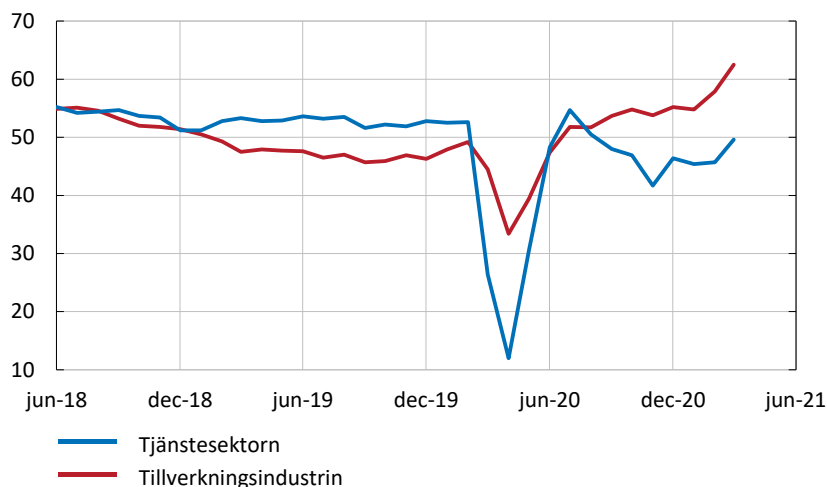
BNP i euroområdet föll under det fjärde kvartalet med 0,7 procent jämfört med tredje kvartalet. Nedgången berodde på att hushållens konsumtionsutgifter sjönk med drygt 3 procent, framför allt till följd av skärpta restriktioner. Att e-handeln ökat har inte kunnat kompensera för förlusterna när köpcentrum stängts.

Konsumtionen av tjänster, där det är svårare att hitta alternativ till fysiska möten, dämpas fortsatt av restriktionerna. Högfrekventa data pekar på en svag utveckling i januari och en bit in i februari, men från mitten av februari visar vissa data att utvecklingen åter vänt tydligt uppåt. Detta bekräftas också av omsättningen i euroområdets detaljhandel som i februari steg med 3 procent. Nivån är dock fortfarande lägre än före pandemin. Industriproduktionen som tidigare utvecklats starkt sjönk med 1 procent i februari. Förutsättningarna för en återhämtning inom euroområdet verkar dock vara fortsatt goda. Förtroendet i tillverkningsindustrin fortsatte att stiga i mars och är på en hög nivå i ett historiskt perspektiv. Förtroendet i tjänstesektorn, som dämpats mer av pandemin och de restriktioner som införts, har stigit något men var fortsatt lägre än normalt i mars (se diagram 32). Konsumentförtroendet steg betydligt i mars men är alltså något lägre än ett historiskt genomsnitt.

Återhämtningen i euroområdet förutses till följd av ökad smittspridning samt de stramare restriktioner som införts i en del länder gå något långsammare än vad som antogs i den penningpolitiska rapporten i februari. Svaga aktivitetsdata i början av året indikerar att BNP sjunker även under första kvartalet i år. En del av den BNP-tillväxt som i februariprognosen väntades ske under andra kvartalet bedöms nu istället komma under tredje kvartalet, när fler restriktioner dras tillbaka. Att BNP-tillväxten var hög under tredje kvartalet förra året, då restriktionerna tillfälligt lättades, talar för en snabb återhämtning under andra halvåret.

**Diagram 32. Euroområdets inköpschefsindex**

Index



Anm. Inköpschefsindex för euroområdet publicerades 2021-03-24.

Källa: IHS Markit.

Arbetsmarknaden har i jämförelse med tidigare kriser utvecklats relativt väl under pandemin. Sysselsättningen steg något i februari och arbetslösheten var oförändrad på 8,3 procent. Arbetsmarknadspolitiska åtgärder som till exempel korttidspermitteringar är en viktig förklaring till att arbetslösheten stigit relativt måttligt. I prognosen stiger arbetslösheten något innevarande och nästa kvartal. Det beror på att efterfrågan på arbetskraft inte ökar tillräckligt snabbt samtidigt som arbetsmarknadsstöd dras tillbaka i takt med att pandemin dämpas. En mer varaktig förbättring på arbetsmarknaden väntas komma när den ekonomiska aktiviteten stigit ytterligare mot slutet av året. Hushållens inkomster kommer då att förbättras och tillsammans med de pengar som sparats under det gångna året ge förutsättningar för stigande konsumtion.

Penningpolitiken väntas vara fortsatt mycket expansiv, vilket stimulerar konsumtion och investeringar. Därtill väntas finanspolitiska åtgärder inom ramen för EU:s "Next Generation EU" ge positiva effekter på efterfrågan de kommande åren och då främst för investeringarna. Utöver den expansiva finanspolitik som förs i euroområdet tas i prognosen även hänsyn till det nya finanspolitiska stimulanspaketet i USA som i viss mån bidrar positivt till BNP-tillväxten i euroområdet i år genom att öka efterfrågan på euroområdets varor och tjänster. Sammantaget bedöms BNP i euroområdet stiga med 4 procent både 2021 och 2022 efter ett fall på nästan 7 procent förra året. För 2023 blir utvecklingen mer måttlig, BNP bedöms då växa med knappa 2 procent (se diagram 31).

HIKP-inflationen i euroområdet har gradvis stigit från -0,3 procent under fjärde kvartalet till 1,3 procent i mars. Den underliggande HIKP-inflationen – rensad för energi, livsmedel, alkohol och tobak – steg från 0,2 procent under fjärde kvartalet till 0,9 procent i mars. Riksbankens bedömning är att delar av uppgången i inflationen den senaste tiden är tillfällig. I januari gjordes i vanlig ordning en omviktning av HIKP. Ett kraftigt fall i efterfrågan på de tjänster som drabbats av restriktioner innebär att dessa de-

lar nu viktats ned och därmed bidrar betydligt mindre till att dämpa de totala tjänstepriserna i HIKP. Dessutom återgick momsen i Tyskland i januari till den tidigare nivån efter momssänkningen sommaren 2020, en engångseffekt som lyfter HIKP. Utöver detta har energipriserna stigit. Dessa effekter väntas ebba ut framöver och inflationen bedöms sjunka igen nästa år, innan en högre efterfrågan de två närmaste åren får den att åter stiga (se diagram 34).

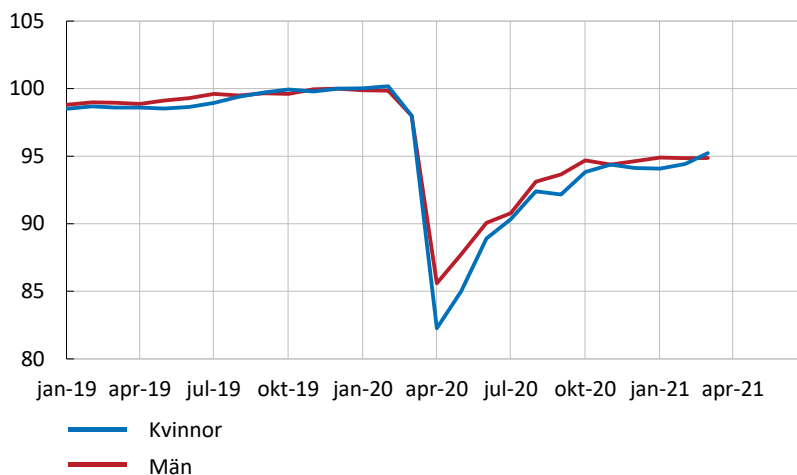
### God motståndskraft i amerikansk ekonomi

Den amerikanska ekonomin har varit relativt motståndskraftig mot den ökade smittspridningen som skedde i slutet av förra året. BNP steg med 1 procent under fjärde kvartalet, drivet av investeringar och hushållens konsumtion (se diagram 31). Detaljhandeln och industriproduktionen har återhämtat sig väl sedan bottennoteringarna i april förra året. Försäljningen i detaljhandeln har varit särskilt stark och ligger nu på högre nivåer än före pandemin. Förtroendet bland hushållen har stigit och är nära normala nivåer. Bland företagen är förtroendet starkt inom både industrin och tjänstesektorn.

Arbetslösheten i USA ökade kraftigt under våren 2020 men sjönk sedan rejält under sommaren. De senaste månaderna har nedgången fortsatt men i en långsammare takt och arbetslösheten i mars uppgick till 6 procent. En del av nedgången i arbetslösheten beror på att många personer lämnat arbetskraften under krisen. Bredare mått som tar hänsyn till detta visar att arbetsmarknaden fortsatt är kraftigt påverkad. Antalet sysselsatta har ökat men är fortfarande på betydligt lägre nivåer än före pandemin. Särskilt bland kvinnor sjönk sysselsättningen kraftigt våren 2020 (se diagram 33). En förklaring kan vara att kvinnor i större utsträckning än män jobbar i branscher som drabbats särskilt hårt av pandemin, som personliga tjänster, hotell och restaurang. En ytterligare förklaring kan vara att kvinnor i större utsträckning än män stannade hemma med barn när skolor och förskolor stängdes, vilket begränsade deras möjligheter att förvärvsarbeta.

**Diagram 33. Sysselsättning uppdelat på kön i USA**

Index, 2019 kv4 = 100



Källa: U.S. Bureau of Labor Statistics.

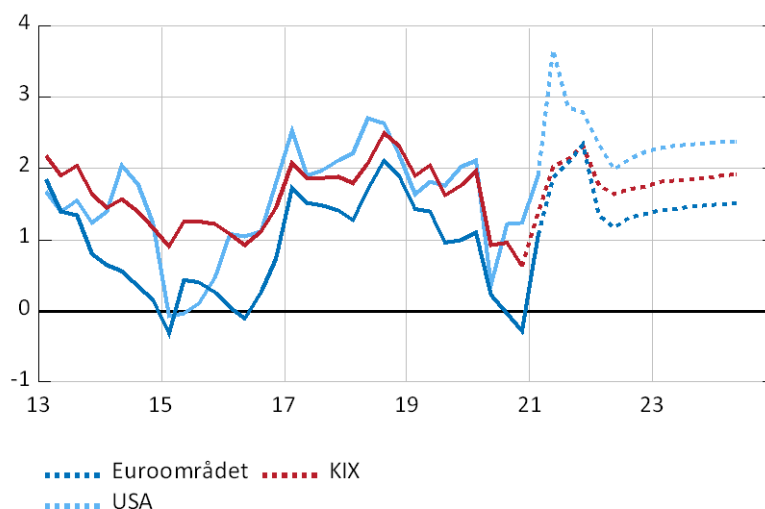
Riksbanken bedömer att restriktionerna lättas allt eftersom fler vaccineras och smittspridningen minskar. Det bidrar till att den ekonomiska aktiviteten växlar upp de kommande månaderna. När återhämtningen står på fastare grund förbättras också arbetsmarknaden gradvis. Därtill bidrar även det senaste finanspolitiska stimulanspaketet, som godkändes av kongressen i början av mars, till att höja tillväxten ordentligt, i synnerhet under andra halvåret i år. Paketet uppgår till omkring 1900 miljarder dollar, motsvarande nästan 9 procent av BNP, och innehåller exempelvis direkta utbetalningar till hushåll, förlängd federal arbetslöshetsersättning, utvidgat skatteavdrag till barnfamiljer, finansiering för testning och vaccin, hjälp till delstater och lokala myndigheter och bidrag och lån till företag.

Större delen av paketet betalas ut i år, vilket i kombination med en högre efterfrågan på tjänster i takt med att ekonomin öppnar upp, bidrar till att höja tillväxten kraftigt 2021. Stimulanspaketet kommer även att ha positiva tillväxteffekter 2022 och 2023. Hushåll, företag och lokala myndigheter kommer dock sannolikt inte att använda hela det utbetalda beloppet under 2021. De använder förmodligen en del av pengarna till att betala av lån och sparar en del för att jämna ut konsumtionen över tid. Den höga tillväxten under framför allt andra och tredje kvartalet i år resulterar i att resursutnyttjandet bedöms öka till att bli ungefär normalt under andra halvåret i år. Sammantaget bedöms tillväxten i USA bli 6,5 procent i år för att sedan växla ned till drygt 3 respektive nästan 2 procent 2022 och 2023.

I mars steg inflationen enligt KPI till 2,6 procent, från 1,7 procent i februari. Energipri- serna bidrog mest till uppgången. Den underliggande inflationen, mätt med KPI exklusive energi och livsmedel, ökade från 1,3 procent till 1,6 procent. Förra året blev in- flationen låg, men inflationstrycket bedöms öka i takt med att den amerikanska eko- nomin fortsätter att återhämta sig och resursutnyttjandet normaliseras. I takt med att ekonomin öppnar upp ökar efterfrågan på tjänster, vilket leder till en snabbare ökning i tjänstepriserna. Den senaste tidens uppgång i producentpriserna bedöms parallellt med att efterfrågan ökar få företag att i viss utsträckning föra över sina ökade kostna- der för insatsvaror på konsumenterna. Riksbanken bedömer att inflationen kommer att vara strax över 2 procent i slutet av prognosperioden (se diagram 34).

**Diagram 34. 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.

### Stramare ekonomisk politik i Kina

En stark avslutning på året innebar att BNP i Kina växte med 2 procent 2020. Den kinesiska ekonomin har återhämtat sig snabbt tack vare en stark inhemsk efterfrågan i kombination med stigande exportefterfrågan. Riksbanken bedömer att BNP-tillväxten i år blir drygt 8 procent. Framöver väntas en dämpning i takt med att den ekonomiska politiken blir mindre expansiv. Den årliga tillväxten i BNP väntas bli omkring 6 procent 2022–2023, vilket är i linje med tillväxtmålet som återinfördes vid Folkkongressen i mars. Vid kongressen lyftes även vikten av en långsammare kreditväxt för att hantera riskerna kring Kinas höga skuldsättning och den finansiella stabiliteten.

## 3.2 Svensk ekonomi tar fart när restriktionerna lättas

### Den ekonomiska utvecklingen fortsätter att färgas av pandemin

Även i Sverige fortsätter pandemin att göra avtryck på den ekonomiska aktiviteten. Smittspridningen är fortfarande hög och delar av konsumtionen och produktionen påverkades kraftigt under det första kvartalet 2021 (se diagram 36).

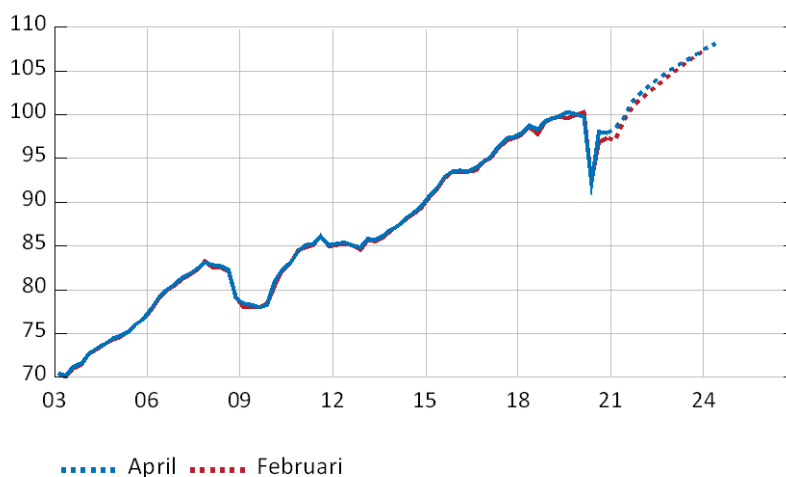
Även om smittspridningen fortfarande är hög i Sverige har antalet avlidna per vecka minskat och är nu tydligt lägre än i vintras och under våren 2020. Samtidigt fortgår vaccinationerna och detta kommer successivt att bidra till att dämpa smittspridningen. När och hur snabbt samhället kan återgå till ett normalläge är dock fortfarande osäkert. I dagsläget har cirka 2,8 miljoner doser använts till 2,1 miljoner individer (data till den 23/4). Men regeringens mål är att alla individer över 18 år ska ha fått en första dos vaccin innan den 15 augusti år. Om smittspridningen följer samma

mönster som förra året kommer också förändrad väderlek under sommarhalvåret att bidra till att läget förbättras.

I Riksbankens prognos antas en stor andel av den vuxna befolkningen vara vaccinerade i slutet av sommaren. En dämpad smittspridning och gradvis lättade restriktioner gör att efterfrågan även inom de kontaktintensiva branscherna kan ta fart och tillväxten växla upp.

### Diagram 35. BNP i Sverige

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



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

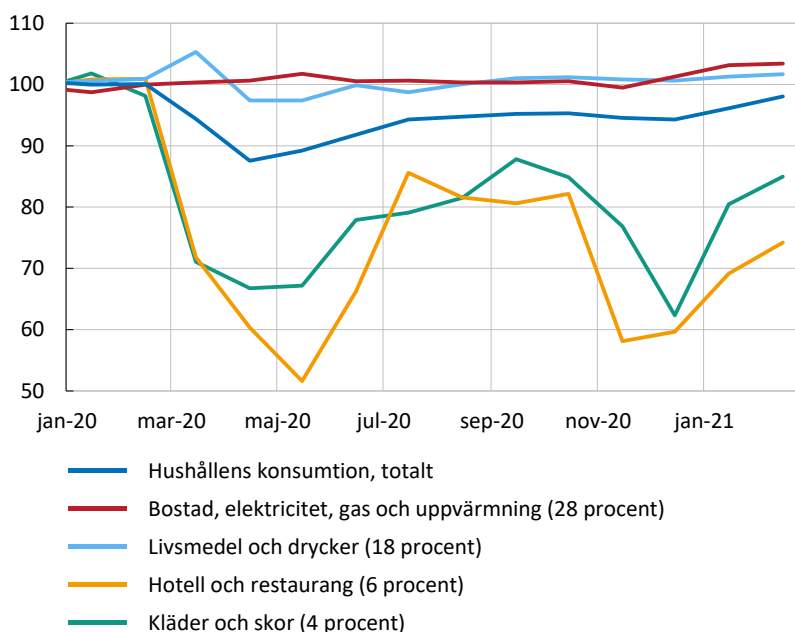
Källor: SCB och Riksbanken.

Det är framför allt hushållens konsumtion som kommer att öka och bidra till högre tillväxt under de kommande åren. Den goda globala efterfrågan gynnar samtidigt industriproduktionen, som redan återhämtat fjolårets nedgång, och i sin tur exporten. Finanspolitiken och penningpolitiken bidrar till att stimulera ekonomin under återhämtningen. Sammantaget bedöms BNP växa med i genomsnitt 3,7 procent per år under 2021 och 2022 för att därefter sakta in och växa med 2 procent 2023 (se diagram 35).

### Hushållens konsumtion av tjänster är viktig för konjunkturutvecklingen

Under pandemin har hushållens konsumtion minskat rejält och det har särskilt påverkat vissa delar av detaljhandeln och de kontaktintensiva branscherna. Försäljningen av kläder och skor var till exempel cirka 20 procent lägre i genomsnitt under januari och februari jämfört med fjärde kvartalet 2019 enligt hushållens konsumtionsindikator. Motsvarande siffra för hotell, caféer och restauranger var nästan 30 procent lägre (se diagram 36). Data över korttransaktioner indikerar att försäljningen har varit fortsatt svag inom dessa sektorer under mars och i början på april. Trots att dessa undergrupper står för en ganska liten del av hushållens totala konsumtion har utvecklingen påverkat aggregatet, eftersom rörelserna har varit så stora.

**Diagram 36. Hushållens totala konsumtion samt några utvalda undergrupper**  
Index, 2019 kv4 = 100, säsongsrensade data



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

Källa: SCB.

När smittspridningen och restriktionerna minskar kan konsumtionen öka och driva på återhämtningen. Under en mer normal konjunkturuppgång brukar efterfrågan på varor spela en viktig roll eftersom hushållen ofta avvaktar med större inköp, som av vitvaror och bilar, när de ekonomiska utsikterna är osäkra. Just den försiktigheten har inte varit så påtaglig under pandemin utan det är främst tjänster inom kontaktintensiva branscher, till exempel hotell och restaurang, som har påverkats. Hushållen har antagligen inte i första hand dragit ner på konsumtionen och sparat mer för att de oroar sig för den ekonomiska utvecklingen, utan på grund av de restriktioner som begränsat möjligheten att konsumera vissa typer av tjänster.

När restriktionerna väl släpps och hushållen återgår till mer normala konsumtionsbeteenden finns det goda möjligheter att få en snabb återhämtning driven av just de branscher som har drabbats hårdast under det senaste året. Under hösten väntas hushållens konsumtion åter vara tillbaka på samma nivå som före krisen. Vidare stimuleras efterfrågan av en högre real och finansiell förmögenhet samt en fortsatt expansiv penningpolitik med låga räntor. Hushållen fortsätter att konsumera i snabb takt även under 2022, men därefter väntas hushållens konsumtion dämpas och återgår därmed till en mer normal ökningstakt.

### Snabb återhämtning i exporten dämpas av produktionsstörningar

Efter en period med en snabb återhämtning i industriproduktionen och med stark export finns det återigen vissa indikationer på att det kan bli friktioner i de globala värdekedjorna. Bristen på elektroniska komponenter, framför allt halvledare, verkar or-

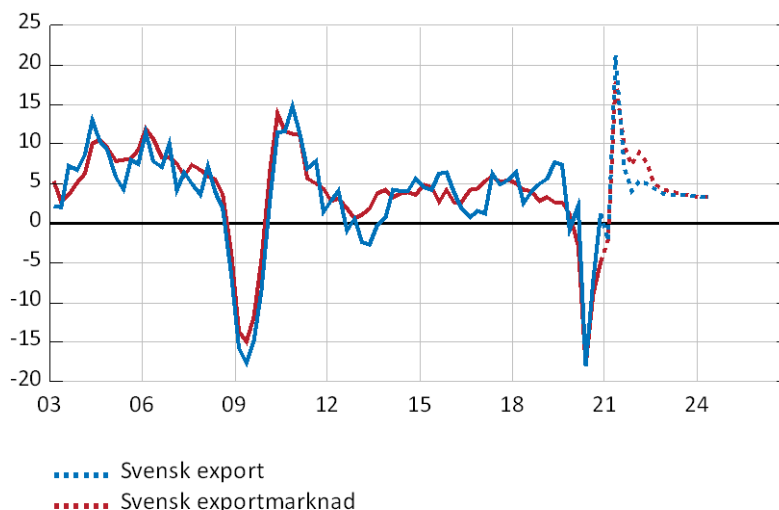


saka produktionsstörningar inom motorfordonsindustrin under våren. Enligt Riksbankens företagsundersökning i februari kan sådana brister leda till produktionsstörningar under hela året.<sup>19</sup> Undersökningen belyser även problemen som beror på att kapaciteten i sjö- och flygfrakterna minskat, vilket orsakar störningar i de svenska industriföretagens leveranser nu när den globala efterfrågan har stigit snabbt.

Trots detta visar både konjunkturbarometern och inköpschefsindex att industriföretagen är optimistiska och att både exportordergången och produktionsplanerna är höga. Enligt månadsstatistiken för utrikeshandeln var exporten och importen av varor i januari och februari på ungefär samma nivåer som under fjärde kvartalet i fjol. Exporttillväxten väntas bli något dämpad under första halvåret i år för att därefter återigen ta fart. Framöver antas exporten växa i linje med omvärldens efterfrågan (se diagram 37).

### Diagram 37. Export och svensk exportmarknad

Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



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

Källor: SCB och Riksbanken.

### Expansiva finansiella förhållanden och framtidstro gynnar investeringarna

Både bostadsinvesteringarna och näringslivets investeringar exklusive bostäder har stått emot konjunkturedgången bra. En viktig faktor i detta sammanhang är de expansiva finansiella förhållandena och att tillgången till krediter har varit god, bland annat tack vare Riksbankens åtgärder. En annan faktor kan vara att det finns stora investeringsbeslut som inte är så känsliga för konjunkturläget, utan till exempel är kopplade till den långsiktiga strukturställningen till en mer grön industri. Att vaccinationerna nu pågår ger ytterligare anledning till optimism. Framtidstro syns bland annat i Riksbankens företagsundersökning i februari där företagets investeringsplaner

<sup>19</sup> Se Riksbankens företagsundersökning, februari 2021 "Vaccinoptimism" höjer förväntningarna.

var något högre än normalt. När konjunkturen stärks bedöms också investeringarna öka, och till hösten väntas investeringarna i näringslivet exklusive bostäder vara tillbaka på samma nivå som före krisen.

Trots nedgången i ekonomin det senaste året har bostadsmarknaden utvecklats förvånansvärt starkt och såväl bostadsbyggandet som bostadspriserna har stigit (se fördjupningen "Snabbt stigande bostadspriser trots coronakris" i denna rapport). Riksbankens bedömning är att bostadspriserna fortsätter att stiga, men ökningstakten väntas mattas av under loppet av året. Prishöjningarna väntas bidra till fler investeringar i nya bostäder de kommande åren. Samtidigt är antalet påbörjade bostäder, i form av flerbostadshus, redan högt.

### **Finanspolitiska åtgärder underlättar återhämtningen i ekonomin**

I fjol satte regeringen in kraftiga finanspolitiska åtgärder för att lindra de ekonomiska konsekvenserna av pandemin. Kostnaderna för dessa bedöms ha uppgått till drygt 160 miljarder kronor och bidrog till ett underskott i de offentliga finanserna på 3,1 procent av BNP. Flera av de åtgärder som infördes under 2020 har förlängts och stöd för eventuella verksamhetsstopp har skjutits till. Medan tidigare åtgärder främst har varit inriktade på att begränsa smittspridningen och konsekvenserna av den låga ekonomiska aktiviteten, syftar åtgärderna i budgetpropositionen för 2021 i större utsträckning till att stimulera efterfrågan, som till exempel skattesänkningar och ökat stöd till kommuner och regioner. I år bedöms kostnaden för åtgärderna uppgå till cirka 200 miljarder kronor.

Till följd av omfattande satsningar även i år bedöms underskottet i stort sett vara oförändrat jämfört med 2020 och uppgå till 3,0 procent av BNP trots en starkare ekonomisk utveckling. De kommande åren bedöms de finanspolitiska åtgärderna bli avsevärt mindre omfattande, vilket i kombination med att ekonomin förbättras innebär att det finansiella sparandet som andel av BNP fortsätter att stärkas. Den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld, även kallad Maastrichtskulden, steg till drygt 40 procent av BNP under 2020. De kommande åren minskar skulden, dels för att det finansiella sparandet stärks, dels för att Riksbanken beslutat att egenfinansiera valutareserven istället för att låna utländsk valuta via Riksgälden. Riksbankens övergång till egen upplåning sker under tre år och minskar statskulden med drygt 3 procentenheter. I år är Maastrichtskulden oförändrad på 40 procent av BNP och år 2023 bedöms den uppgå till 34 procent av BNP.

### **Tjänsteproduktionen stiger med hushållens konsumtion och industriproduktionen är fortsatt stark**

Det finns en tydlig koppling mellan hushållens konsumtion och utvecklingen av tjänsteproduktionen. De företag som är särskilt hårt drabbade av restriktionerna verkar inom branscherna hotell, restaurang, kultur, resor och viss detaljhandel. Där har produktionen fallit till mycket låga nivåer och inom hotell och restaurang är den fortfarande cirka 30 procent lägre än före krisen. Men läget är inte alls lika dystert för tjänstesektorn som helhet (se diagram 38). Mer företagsnära tjänster, såsom verksamheter

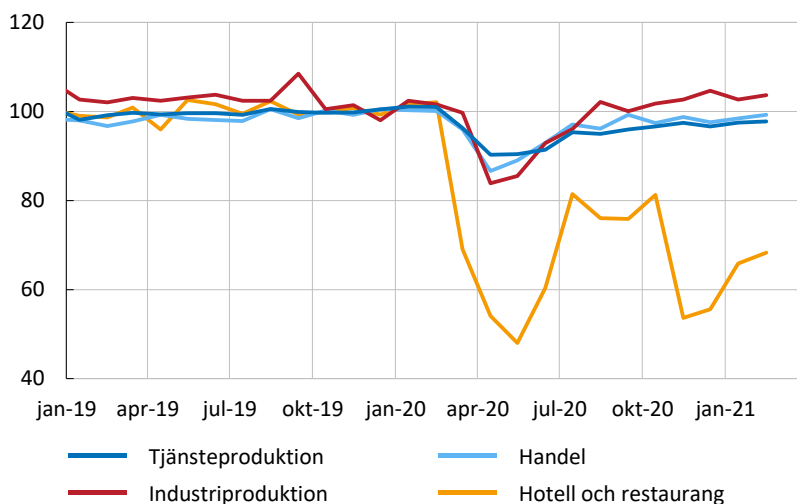
inom information och kommunikation och fastigheter, går betydligt bättre. Enligt konjunkturbarometern ökar optimismen bland tjänsteföretagen och förväntningarna på efterfrågan är i stort sett normala. Nulägesbedömningen är dock inte lika ljus och kapacitetsutnyttjandet är lågt.

När restriktionerna gradvis lättas under sommaren och hösten väntas hushållens konsumtion närma sig de nivåer som rådde före krisen och återhämtningen blir snabb inom de hårt drabbade tjänstebranscherna. Samtidigt finns det en risk för att efterfrågan återhämtas i en snabbare takt än vad företagen klarar av att öka produktionen. Det kan exempelvis ta tid att anställa personal, vilket skulle bromsa återhämtningstakten (se fördjupningen ”Alternativa scenarier för återhämtningen” i denna rapport). I linje med hushållens konsumtion blir tillväxten i tjänsteproduktionen stark under både 2021 och 2022 för att därefter sakta in.

Efterfrågan på svensk varuexport var förvånansvärt hög under fjolårets andra halvår och det syns även i utvecklingen av industriproduktionen. I januari–februari var produktionen inom industrin drygt 2 procent högre än under det sista kvartalet 2019 och indikatorer för tillverkningsindustrin, såsom ordergång och produktionsförväntningar, indikerar att läget är högre än normalt. Trots utbudsstörningar växer industriproduktionen snabbt i år för att sedan dämpas något under 2022–2023.

### Diagram 38. Produktion i utvalda branscher

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



Källa: SCB.

### Många hotell- och restauranganställda förlorade jobbet under 2020

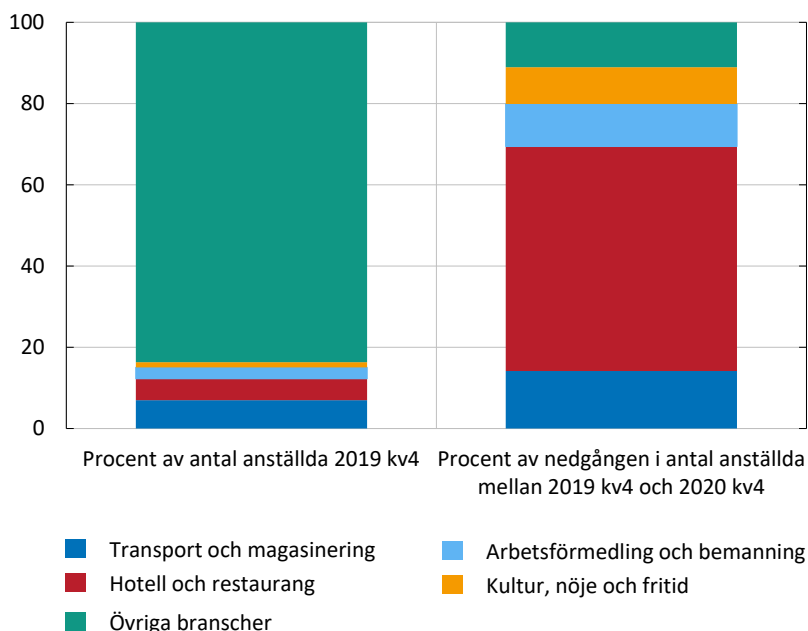
Trots alla stödåtgärder satte coronakrisen tydliga spår på arbetsmarknaden förra året. Möjligheten till korttidspermittering medförde att relativt få sysselsatta med tillsvidareanställning blev av med sitt jobb. Sysselsättningen minskade framför allt inom tjänstesektorn där de visstidsanställda drabbades hårt. I synnerhet var nedgången stor inom branscher som transport och magasinering, hotell och restaurang samt personliga och kulturella tjänster. Trots att dessa branscher stod för knappt 16 procent av alla anställda i näringslivet innan krisen, bidrog de till nästan 90 procent av den totala

nedgången i antalet anställda 2020 (se diagram 39). Dessa hårt drabbade branscher sysselsätter många unga och utrikes födda och arbetslösheten steg därför framför allt i dessa grupper.<sup>20</sup> I genomsnitt uppgick arbetslösheten i åldersgruppen 15–74 år till 8,3 procent ifjol, medan ungdomsarbetslösheten uppgick till 24 procent. Bland utrikes födda var arbetslösheten 19 procent.

Likt utvecklingen i USA, finns det tydliga könsskillnader även på den svenska arbetsmarknaden. Sysselsättningen för kvinnor föll initialt mer än för män och den har inte heller återhämtat sig lika snabbt (se diagram 40). Sysselsättningen har framförallt minskat bland unga kvinnor i åldern 15–24 år. Utvecklingen kan förklaras av att kvinnor i större utsträckning arbetar inom tjänstesektorn, bland annat inom de hårt drabbade branscherna hotell och restaurang och kultur, nöje och fritid.

**Diagram 39. Anställda i utvalda branscher**

Procent



Anm. Avser kortperiodisk sysselsättningsstatistik.

Källa: SCB.

Arbetsmarknaden förbättrades under fjolårets fjärde kvartal, när sysselsättningen steg och arbetslösheten minskade. Men, den ökade smittspridningen och restriktionerna som infördes vid årsskiftet bedöms ha medfört att återhämtningen på arbetsmarknaden stannade av något och att företagen avvaktade med att rekrytera.<sup>21</sup> De fö-

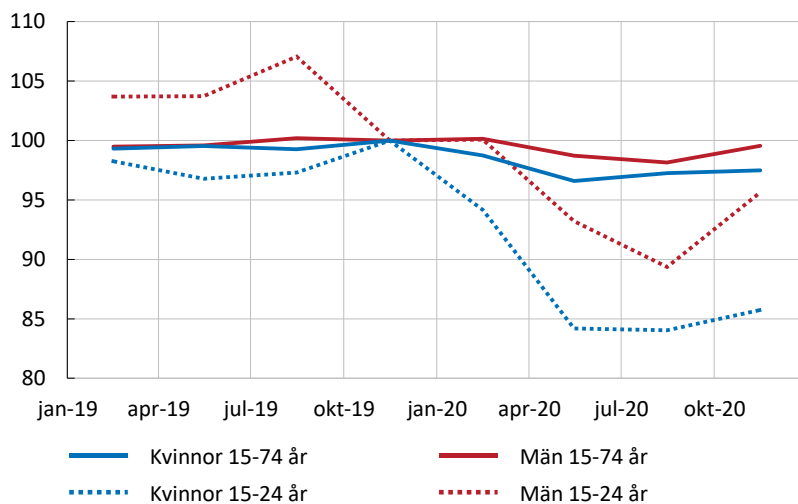
<sup>20</sup> Anställda inom transport, hotell och restaurang är i genomsnitt yngre än anställda i andra branscher. En större andel av dem är utrikes födda och en större andel än i flera andra branscher har lägre utbildningsnivå, se fördjupningen "Arbetslöshet i covid-19-pandemin" i Konjunkturläget december 2020, Konjunkturinstitutet.

<sup>21</sup> Den underliggande sysselsättningsutvecklingen (utvecklingen utan tidsseriebrott) enligt Arbetskraftundersökningarna (AKU) bedöms ha varit relativt oförändrad under första kvartalet. För mer om förändringarna i AKU se faktaruta "Effekter av förändringar i AKU".

refaller dock inte ha gjort sig av med fler anställda eftersom arbetslösheten, enligt Arbetsförmedlingens statistik, har varit relativt oförändrad under de inledande månaderna på året (se diagram 41).

#### Diagram 40. Sysselsättning bland män och kvinnor

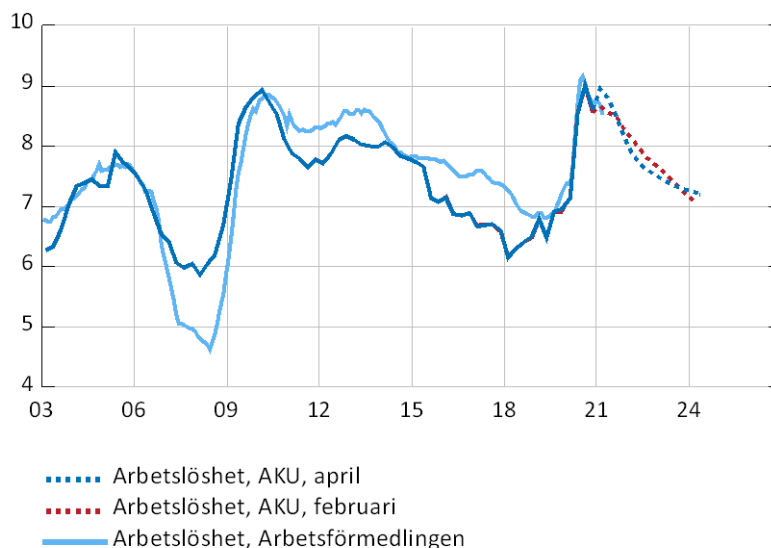
Index 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



Källa: SCB.

#### Diagram 41. Arbetslöshet enligt AKU och Arbetsförmedlingen

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

## Läget på arbetsmarknaden förbättras snabbt under andra halvåret

Framåtblickande indikatorer pekar på att arbetsmarknaden kommer att förbättras framöver. Antalet varsel är på mycket låga nivåer, antalet nyanmälda lediga platser enligt Arbetsförmedlingen har stigit och företagens anställningsplaner är på högre nivåer än de normala. I synnerhet gäller detta inom industrin, men även många delbranscher inom de privata tjänstenäringarna är optimistiska (se diagram 42).

Till skillnad från under finanskrisen, då framför allt industrin drabbades hårt, är de flesta branscher som nu drabbats sådana där det behövs mycket personal, där kraven på utbildning i många fall är lägre och där det inte heller pågår någon omfattande strukturomvandling. Arbetstillfällena inom dessa kontaktintensiva tjänstebanscher väntas därför komma tillbaka efter krisen, vilket skapar förutsättningar för en återhämtning i sysselsättningen och en nedgång i arbetslösheten under andra halvåret i år.

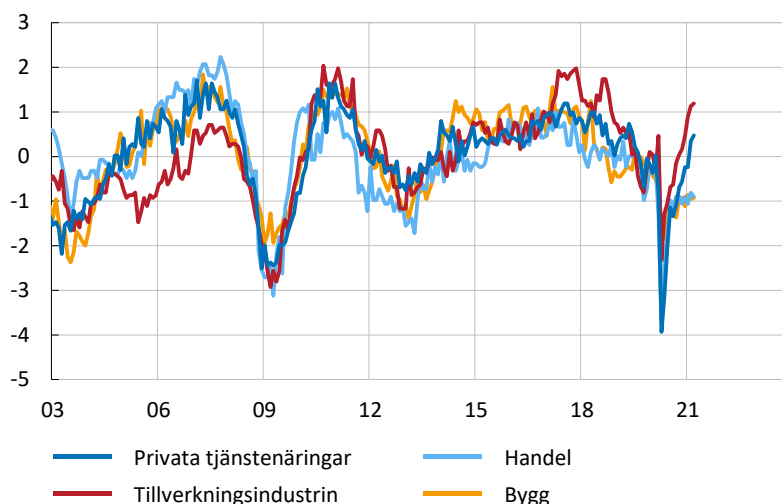
Tillväxtverket beviljade omfattande permitteringsstöd under fjolåret, för nästan 600 000 anställda.<sup>22</sup> Stödet har inneburit att hårt drabbade branscher har kunna behålla sina anställda under krisen. När sjukfrånvaron till följd av covid-19 faller och stödet för korttidspermitteringar avslutas, väntas antalet arbetade timmar stiga snabbt och medelarbetstiden normaliseras. I slutet av året väntas antalet arbetade timmar vara tillbaka på ungefär samma nivåer som före krisen. Under inledningen av 2022 bedöms sysselsättningen fortsätta att öka relativt snabbt och arbetslösheten falla. Därefter bromsar sysselsättningstillväxten in successivt och arbetslösheten minskar i en allt långsammare takt, vartefter de lediga resurserna på arbetsmarknaden tas i anspråk.

---

<sup>22</sup> En undersökning från fackförbundet Unionen indikerar att användningen av permitteringsstödet minskat kraftigt. Förra våren omfattades 120 000 av Unionens medlemmar, i oktober hade det minskat till 28 000 och i mars i år till 14 000, se "Fackförbundet: Korttidsarbetet minskat kraftigt", sverigesradio.se

### Diagram 42. Anställningsplaner i olika branscher

Standardavvikelser, säsongrensade netttotal



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

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

### Fler långtidsarbetslösa bidrar till högre arbetslöshet under en längre tid

Redan innan coronakrisen bedömde Riksbanken att den långsiktiga arbetslösheten var relativt hög till följd av betydande strukturella problem på arbetsmarknaden med svårigheter att matcha de arbetslösa med de lediga jobben. Det yttrade sig bland annat i en hög långtidsarbetslöshet. Den ekonomiska återhämtningen i år och nästa år kommer att vara viktig för den långsiktiga utvecklingen på arbetsmarknaden. I synnerhet är utvecklingen i hotell- och restaurangbranschen viktig, eftersom det är en bransch där många unga och personer som har en svag förankring på arbetsmarknaden får sina första jobb. Om det blir svårt att få jobb även där finns det en risk för att fler personer fastnar i långtidsarbetslöshet. En del negativa effekter från pandemin antas bli långvariga, bland annat för att antalet personer som har varit arbetslösa mer än tolv månader har ökat ytterligare (se diagram 43).

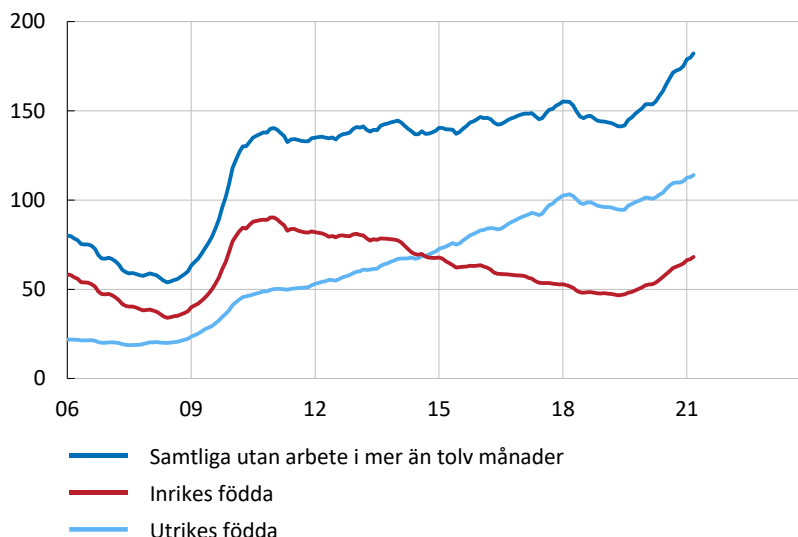
Långtidsarbetslösheten har ökat brett och har stigit bland både inrikes och utrikes födda, bland både de med högst förgymnasial utbildning och de med minst gymnasial utbildning och bland både män och kvinnor.<sup>23</sup> Långa perioder i arbetslöshet kan påverka kunskaper och förmågor och göra det svårare att hitta ett nytt jobb när efterfrågan på arbetskraft återhämtat sig. Den ökade arbetslösheten bland de som i genomsnitt har högre jobbchanser, riskerar också att göra det svårare för de som var arbetslösa redan innan krisen då konkurrensen om de lediga jobben blir större. I synnerhet

<sup>23</sup> För en mer detaljerad genomgång, se "Långtidsarbetslöshetens utveckling i spåren av pandemin", Arbetsförmedlingen, april 2021.

bedöms det bli ännu svårare för grupper med svag konkurrensförmåga.<sup>24</sup> Arbetslösheten väntas därför dröja sig kvar på en förhöjd nivå i flera år efter krisen och fortfarande 2024 bedöms arbetslösheten vara något högre än före krisen.

**Diagram 43. Antal långtidsarbetslösa**

Tusental



Anm. Antal personer som är öppet arbetslösa eller deltagare i arbetsmarknadsprogram som har varit sammanhängande utan arbete i mer än tolv månader.

Källa: Arbetsförmedlingen.

### Resursutnyttjandet i ekonomin normaliseras under nästa år

Mängden lediga resurser i ekonomin påverkar hur löner och priser utvecklas, men med viss eftersläpning. Resursutnyttjandet kan dock inte mätas exakt och därför gör Riksbanken en bedömning utifrån en mängd olika indikatorer.

Flera indikatorer tyder på att resursutnyttjandet i ekonomin har stigit den senaste tiden men att det fortfarande är lägre än normalt. Riksbankens resursutnyttjandeindikator för hela näringslivet steg snabbt under hösten, men var fortsatt lägre än normalt under fjärde kvartalet. Mängden lediga resurser skiljer sig dock mellan olika sektorer. Medan industrins kapacitetsutnyttjande enligt SCB har återhämtat sig och var nära ett historiskt genomsnitt det fjärde kvartalet ifjol förefaller det finnas mer lediga resurser inom tjänstesektorn och byggbranschen, vilket bland annat avspeglas i relativt låga bristtal och låga orderlägen enligt Konjunkturbarometern. Skillnaderna mellan olika sektorer och grupper på arbetsmarknaden väntas vara fortsatt stora men den samlade ekonomiska aktiviteten bedöms närma sig mer normala nivåer mot slutet av året. Detta illustreras i andra mått på resursutnyttjandet, som Riksbankens BNP- och timgap. Enligt dessa kommer resursutnyttjandet att vara lågt även i år men i takt med att de lediga resurserna i ekonomin tas i anspråk – och understött av den expansiva

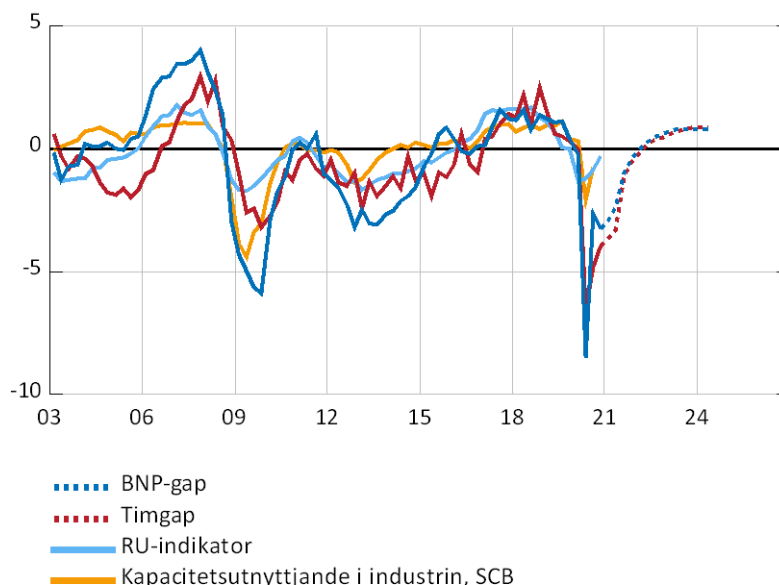
<sup>24</sup> Grupper med svag konkurrensförmåga utgörs av personer som saknar gymnasieutbildning, personer med funktionsnedsättning som medför nedsatt arbetsförmåga, arbetslösa som är 55 år eller äldre och personer födda utanför Europa.



ekonomiska politiken – fortsätter det sedan att stiga gradvis och konjunkturläget väntas bli starkt under senare delen av prognosperioden (se diagram 44).

#### Diagram 44. Mått på resursutnyttjandet

Procent respektive standardavvikelser



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

Källor: SCB och Riksbanken.

#### Löneökningstakten stiger

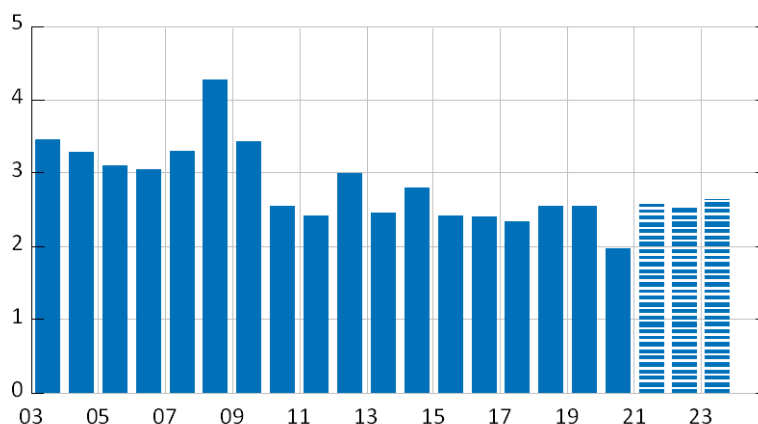
Lönerna ökade långsamt under 2020 eftersom avtalsförhandlingarna som skulle ägt rum under början av året sköts upp till slutet av året till följd av det osäkra läget på arbetsmarknaden. I löneavtalen som förhandlades fram under vintern har arbetsmarknadens parter enats om att de centralt fastställda lönerna ska öka med i genomsnitt cirka 2 procent årligen fram till och med första kvartalet 2023. Utöver detta har avtalen resulterat i avsättningar till pensioner som motsvarar en ökning av arbetskostnaderna med ytterligare ett par tiondelars procentenheter. När avtalen för 2023 och framåt ska förhandlas väntas arbetsmarknadsläget vara bättre och resursutnyttjandet högre än när nuvarande avtal slöts.

Löneökningstakten bestäms inte bara av de centralt avtalade lönerna utan även av lokala lönerevisioner. Storleken på dessa påverkas av efterfrågan på arbetsmarknaden. Konjunktoren förbättras de närmaste åren och löneökningarna utöver avtalen väntas ligga nära de senaste årens nivåer. Löneökningstakten för hela ekonomin bedöms därmed bli måttlig under prognosperioden. Efter att under 2020 ha uppgått till cirka 2 procent väntas den bli drygt 2,5 procent de närmaste åren, mätt enligt konjunktur-lönestatistiken (se diagram 45).

Företagens kostnader påverkas även av hur produktiviteten, det vill säga hur mycket som produceras för en given arbetsinsats, utvecklas. Under fjolåret ökade företagens kostnader långsamt då löneökningstakten var låg samtidigt som produktiviteten inte föll lika mycket som den brukar göra under snabba konjunkturedgångar. Ökningstakten i produktiviteten väntas stiga successivt då allt fler av företagens resurser tas i anspråk och den närmar sig en normal nivå runt en procent mot slutet av prognosperioden. Detta innebär att företagens kostnader för arbetskraft ökar i en takt nära den historiskt genomsnittliga.

#### Diagram 45. Löner i hela ekonomin enligt konjunkturlönestatistiken

Årlig procentuell förändring



Anm. Heldragen stapel avser utfall, streckad stapel avser Riksbankens prognos. Utfall för 2020 är preliminärt.

Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken.

#### Något svagare krona på senare tid

Den svenska kronan har stärkts sedan pandemins inledningsskede. Bidragande förklaringar till den utvecklingen kan vara en hög riskvilja och en stark utveckling på de finansiella marknaderna. Sedan årsskiftet har kronan dock försvagats något. Den reala växelkursen bedöms vara marginellt svagare än vad som kan förväntas mot bakgrund av långsiktiga bestämningsfaktorer, som svensk produktivitet i relation till omvärlden.<sup>25</sup> Det talar, på samma sätt som i den penningpolitiska rapporten i februari, för att kronkursen sakta förstärks något under prognosperioden (se diagram 46).

<sup>25</sup> För resonemang om den långsiktiga reala växelkursen och hur Riksbanken gör växelkursprognoser se fördjupningen "Kronans utveckling på längre sikt" Penningpolitisk rapport oktober 2018 och E. Askestad, A.M. Ceh, P. Di Casola och A. Ristiniemi "Att göra prognoser för kronan", Ekonomisk kommentar nr 12 2019, Sveriges riksbank.

#### Diagram 46. Nominell växelkurs, KIX

Index, 1992-11-18 = 100



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

Källa: Riksbanken.

#### Inflationen blir volatil i år

Under 2020 tyngdes inflationen av pandemin och låga energipriser. Pandemin bidrog dessutom till mätproblem som bedöms ha dämpat inflationen ytterligare. Under andra halvåret 2020 varierade KPIF-inflationen mellan 0 och 1 procent. I början av innevarande år har inflationen stigit tydligt. Utfallet i februari blev lägre än väntat, men i och med utfallet för mars månad är nu KPIF-inflationen i stort sett i linje med prognosen från den penningpolitiska rapporten i februari. I mars uppgick KPIF-inflationen till 1,9 procent medan KPIF-inflationen exklusive energi uppgick till 1,4 procent. Uppgången i KPIF-inflationen exklusive energi förklaras främst av att tjänstepriserna stigit och beror delvis på tekniska faktorer. Konsumtionsmönstren har förändrats under pandemin och det har inneburit en ovanligt stor viktförändring som har fått en positiv effekt på tjänsteprisdelen i KPIF, framför allt under början av året.<sup>26</sup> Därtill är energipriserna klart högre i år än förra våren, då både el- och drivmedelspriser var förhållandevis låga, vilket bidrar till den än kraftigare uppgången i KPIF-inflationen. KPIF-inflationen väntas variera mycket även under de närmaste sex månaderna, mellan som lägst 0,8 procent och som högst 2,3 procent.

KPIF-inflationen exklusive energi var enligt det senaste utfallet för mars månad något lägre än prognosen från den penningpolitiska rapporten i februari vilket främst förklaras av lägre livsmedelspriser än väntat. Prisökningstakten på energi har samtidigt blivit

<sup>26</sup> För en diskussion om detta se fördjupningen "Förändrad konsumtion under pandemin påverkar inflationen" i den penningpolitiska rapporten i februari 2021 eller J. Johansson, M. Löf, O. Tysklind "Förändrad konsumtion under pandemin påverkar inflationen", Ekonomiska kommentarer nr. 14 2020, Sveriges riksbank.

något högre än väntat vilket sammantaget gör att KPIF-inflation i mars var helt i linje med prognosen från februari.

Inflationstakten påverkas ofta av tillfälliga prisförändringar som har mindre betydelse för inflationsutvecklingen på längre 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. I början av 2021 har dessa mått återigen stigit något och medianen av måtten var 1,5 procent i mars. Måtten KPIFPC och UND24, som enligt en tidigare utvärdering tycks spegla det underliggande inflationstrycket särskilt väl, uppgick i mars till 1,4 respektive 1,7 procent.

### **Utbudsstörningar bidrar till en något högre inflation**

Ökningstakten i de flesta priserna på industrivaror i producentledet, och i synnerhet importpriserna, föll i de flesta fall tydligt under 2020 och den utvecklingen har fortsatt under början av året. Priserna i producentledet för konsumtionsvaror producerade och sålda i Sverige ökar dock fortfarande snabbare än normalt.<sup>27</sup>

Under 2021 har råvarupriserna på metaller och livsmedel stigit tydligt (se diagram 47). Sett i ett lite längre tidsperspektiv är nivåerna dock inte anmärkningsvärt höga. Sambandet mellan till exempel råvarupriser och konsumentpriser på livsmedel är inte heller speciellt högt om man studerar den senaste 15-årsperioden. Om det inte rör sig om extrema höjningar kan råvarupriserna stiga eller sjunka ganska mycket utan att det egentligen märks i konsumentledet.

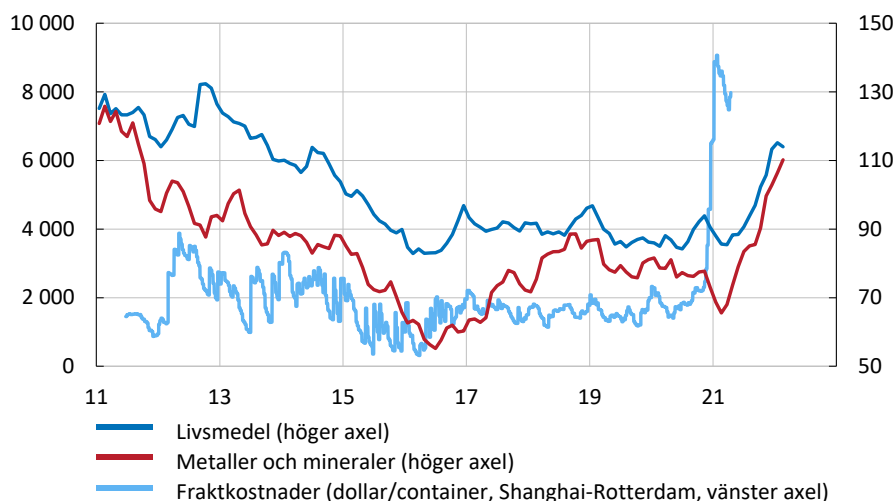
Kostnaderna för fartygsfrakter har också stigit brant under den senaste tiden (se diagram 47). Det är störningarna i den globala handeln som har skapat ett underskott i fraktkapaciteten. Men även om containerpriset har stigit rejält torde styckpriseffekten på diverse mindre konsumentvaror bli liten, eftersom man får plats med många enheter i en leverans. Preiseffekten på större konsumtionsvaror, som vitvaror, skulle kunna bli större. För sådana gäller dock att produktionen ofta ligger närmare slutmarknaden just för att de höga transportkostnaderna ska minimeras.

---

<sup>27</sup> 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.

### Diagram 47. Globala råvaru- och fraktpriser

Dollar/container respektive index 2010 = 100



Källor: Världsbanken och Drewry.

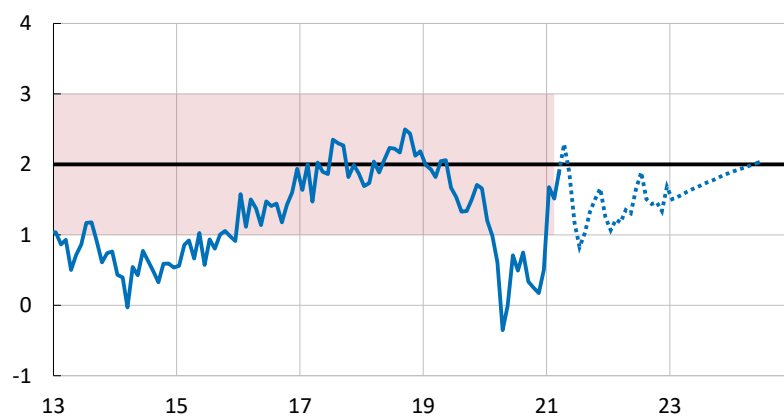
Enligt inköpschefsindex har priset på insatsvaror stigit kraftigt både inom industrin och i tjänstesektorn och den rörelsen förklaras troligtvis av högre råvarupriser och fraktkostnader. Sådana uppgångar brukar också leda till högre producentpriser även om effekten på konsumentpriserna brukar vara mindre tydlig. Näringslivets prisplaner enligt Konjunkturbarometern föll kraftigt i början av 2020 men har stigit successivt sedan dess, och är nu endast 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. Sammantaget väntas ändå prisuppgången på råvaror och fraktkostnader bidra till något högre inflation under 2022. Om utvecklingen håller i sig och råvarupriser och fraktkostnaderna förblir höga kan konsumentpriserna påverkas ännu mer.

### Inflationen börjar stiga gradvis från 2022

Inflationen väntas bli lägre igen under andra halvåret 2021. Detta beror bland annat på den förstärkning av kronan som har skett sedan början av 2020 och som påverkar inflationen med viss fördröjning. Även de förändrade vikterna som lyfte inflationen i början av året bidrar till detta förlopp. Från 2022 och framåt stiger dock inflationen gradvis (se diagram 48). Resursutnyttjandet i ekonomin ökar, vilket ger stöd åt inflationsuppgången. Kronan har stärkts under större delen av 2020, vilket dämpar inflationen under 2021. Men framöver väntas kronan vara relativt oförändrad och antas inte längre påverka inflationen i lika stor utsträckning. Även företagens 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.

### 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 avvikelserna från inflationsmålet är ovanligt stora. Helledragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

## FAKTA – Effekter av förändringar i AKU

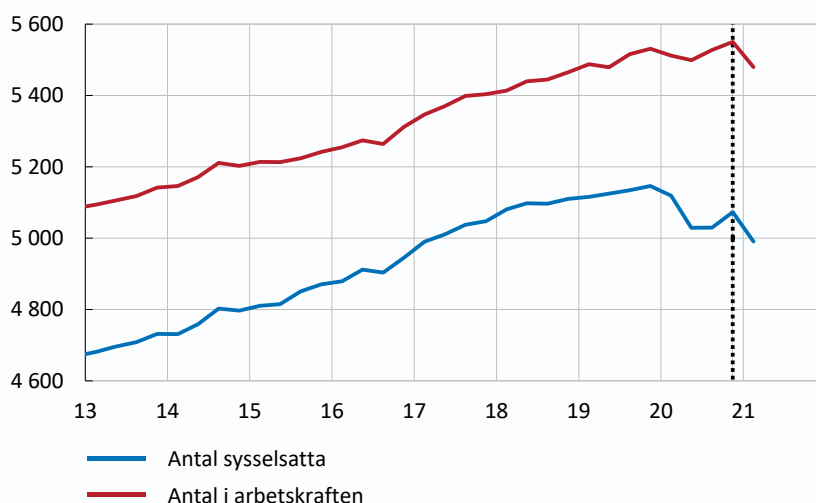
I januari anpassades Arbetskraftsundersökningarna (AKU) till EU:s nya förordning för arbetsmarknadsstatistiken vilket innebar flera förändringar.<sup>28</sup> Bland annat infördes en snävare definition av vilka som anses vara sysselsatta. I utfallen för januari och februari har därför antalet sysselsatta varit cirka 60 000 färre i genomsnitt jämfört med den tidigare nivån.

SCB har också genomfört andra förändringar. Eftersom AKU är en urvalsundersökning behöver SCB använda annan information för att skatta det totala antalet arbetslösa och andra aggregat (nivåer) på arbetsmarknaden. Data från registerbaserad arbetsmarknadsstatistik (RAMS), som tidigare användes för att göra en skattning av antalet anställda i ekonomin, har nu ersatts med data från arbetsgivardeklarationer på individnivå (AGI) från Skatteverket. AGI uppdateras oftare och finns tillgängliga tidigare än RAMS. SCB uppskattar att den nya datakällan i genomsnitt medfört cirka 38 000 färre anställda i januari och februari.

Sammantaget medförde alltså förändringarna att antalet sysselsatta i genomsnitt blev cirka 98 000 färre i januari och februari (se diagram 49), men då även antalet i arbetskraften minskade förefaller effekten på arbetslöshetsnivån vara relativt liten. Även antalet arbetade timmar i ekonomin förefaller vara relativt opåverkade av förändringarna i AKU. Den totala effekten av förändringarna är dock svårtolkad i nuläget och andra datakällor kommer därför att få större vikt i Riksbankens arbetsmarknadsanalys under 2021.

**Diagram 49. Antal sysselsatta och antal i arbetskraften**

Tusental



Anm. Utfall för kvartal 1 2021 är genomsnitt för månadsutfallen i januari och februari. Streckad linje markerar tidsseriebrottet.

Källa: SCB.

<sup>28</sup> För mer information se fördjupningen "AKU-omläggningen och Riksbankens arbetsmarknadsbedömning" i Penningpolitisk rapport februari 2021.

## FÖRDJUPNING – Snabbt stigande bostadspriser trots coronakris

---

Trots att coronakrisen har haft stora negativa effekter på den reala ekonomin har de svenska bostadspriserna ökat kraftigt sedan förra våren. En liknande utveckling syns i många andra jämförbara länder. Prisuppgången avviker från historiska samband och är svår att förklara med faktorer som traditionellt används för att beskriva efterfrågan på boende, som räntor och disponibla inkomster. De viktigaste förklaringarna hänger istället troligen samman med pandemins ovanliga ekonomiska effekter. Ett delvis påtvingat sparande bland hushållen till följd av restriktioner har frigjort utrymme för konsumtion av bostäder. Samtidigt har det utbredda hemarbetet sannolikt fått hushållen att önska sig en större bostad och lägga mer pengar på sitt boende. Dessutom har krisens negativa effekter på arbetsmarknaden i liten utsträckning berört hushåll med fast anställning, som normalt har lättare att få bolån. Det kan ha bidragit till att priserna stått emot den överlag svaga realekonomiska utvecklingen.

---

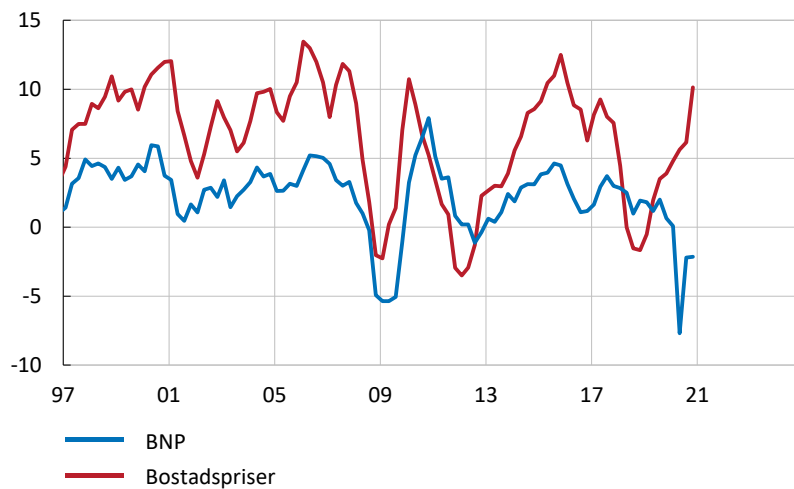
### Bostadspriserna har inte följt historiska samband med konjunkturen under krisen

Sedan våren 2020 har pandemin haft stora negativa ekonomiska effekter i Sverige. Men trots det har bostadspriserna ökat kraftigt, efter en kortvarig nedgång i början av pandemin. I mars i år var priserna i landet som helhet 15,5 procent högre jämfört med samma månad förra året. Bostadspriserna faller normalt i lågkonjunkturer, vilket gör att utvecklingen under pandemin avviker tydligt från historiska samband (se diagram 50). Utvecklingen är likartad i flera andra jämförbara länder (se diagram 51). Eftersom pandemin har påverkat samhället och realekonomin på ett likartat sätt i de olika länderna kan förklaringarna bakom utvecklingen på bostadsmarknaden i Sverige i hög grad vara giltiga även för andra länder.



**Diagram 50. Bostadspriser och BNP i Sverige**

Årlig procentuell förändring

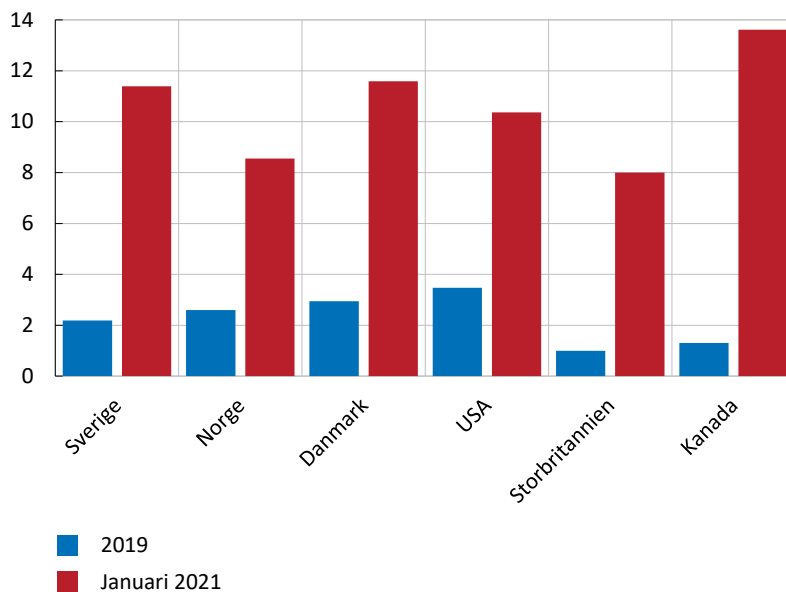


Anm. Bostadspriser enligt fastighetsprisindex för småhus. BNP är kalenderkorrigerad.

Källa: SCB.

**Diagram 51. Bostadsprisernas utveckling i Sverige och andra länder under 2019 och det senaste året**

Årlig procentuell förändring



Anm. 2019 avser årsgenomsnitt jämfört med 2018. Januari 2021 avser förändringen sedan januari 2020.

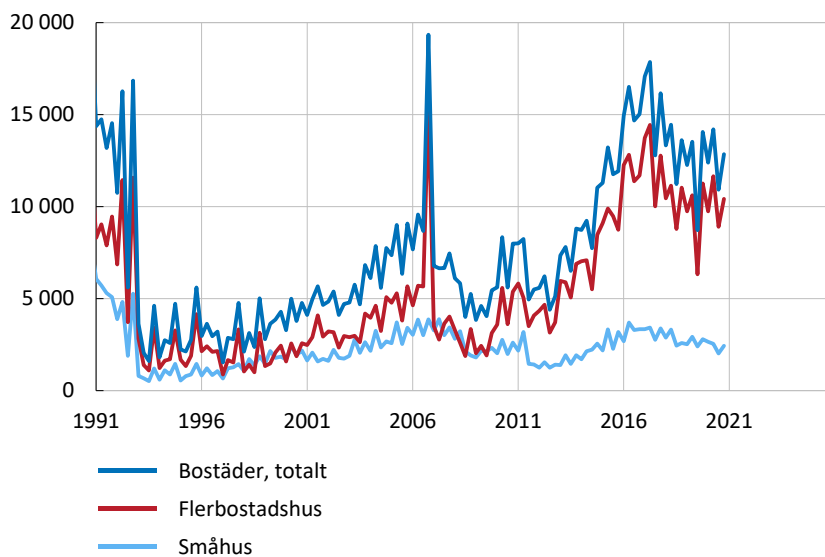
Källor: Valueguard och nationella källor.

## Små förändringar i bostadsstocken – ökad efterfrågan viktigast för prisutvecklingen det senaste året

Att bostadspriserna stiger skulle kunna bero på ett lågt utbud, en hög efterfrågan eller en kombination av de båda. Bostadsbyggandet har stigit från en låg nivå efter finanskrisen för drygt 10 år sedan och har varit högt de senaste åren. Det byggs sedan lång tid tillbaka väsentligt fler lägenheter i flerbostadshus än villor (se diagram 52).<sup>29</sup> Under coronakrisen har det inte skett några dramatiska förändringar i nyproduktionen av bostäder. Men trots den relativt höga nivån på bostadsbyggandet de senaste åren motsvarar antalet nya bostäder under ett år mindre än 1 procent av den befintliga stocken. Det samlade utbudet av bostäder förändras alltså mycket långsamt. Och det gäller även sammansättningen av de bostäder som finns tillgängliga, exempelvis antalet villor i förhållande till bostadsrätter och antalet stora lägenheter i förhållande till små. På kort sikt drivs därför priset förändringarna på bostäder huvudsakligen av variationer i efterfrågan.<sup>30</sup>

**Diagram 52. Påbörjat byggande av nya bostäder i Sverige**

Antal



Källa: SCB.

<sup>29</sup> För en historisk genomgång av bostadsbyggandet i Sverige, se R. Emanuelsson, "Utbudet av bostäder i Sverige", Penning- och valutapolitik nr 2, 2015, Sveriges riksbank.

<sup>30</sup> Det finns dock undantag när också bostadsbyggandet påverkade prisbildningen på kort sikt. Ett exempel var 2016-2017, då bostadsbyggandet ökade kraftigt i Sverige och bostadspriserna föll påtagligt under hösten 2017. Se exempelvis G. Katinic, "Perspektiv på bostadsbyggande", Ekonomiska kommentarer nr 2, 2018, Sveriges riksbank, "Minskat bostadsbyggande dämpar BNP-tillväxten", fördjupning i Penningpolitisk rapport, februari 2018, Sveriges riksbank samt "Nyproduktion av bostäder och finansiell stabilitet", fördjupning i Finansiell stabilitet nr 2, 2018, Sveriges riksbank.

## Den ökade efterfrågan är svår att förklara med traditionella faktorer

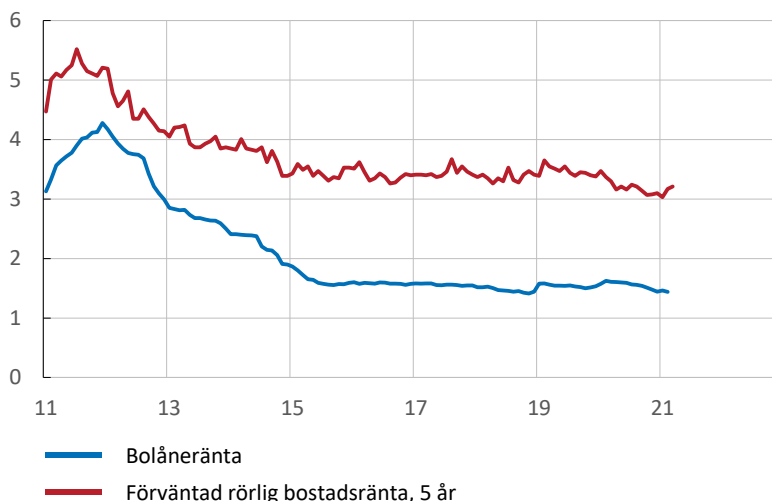
### Bolåneräntor och disponibla inkomster kan inte motivera de snabbt stigande bostadspriserna

Bostadsräntan och den disponibla inkomsten har historiskt varit bland de viktigaste faktorerna för att förklara stigande bostadspriser i Sverige.<sup>31</sup> En rimlig startpunkt är därför att undersöka hur dessa faktorer har utvecklats under pandemin.

Reporäntan har hållits oförändrad på noll procent under pandemin. Samtidigt har Riksbankens köp av säkerställda obligationer bidragit till att minska bankernas finansieringskostnader och motverkat en uppgång i bolåneräntorna. Ett tecken på det är att uppgången i räntorna på säkerställda obligationer förra våren blev relativt kortvarig och begränsad. När Riksbanken inledde sina köp av dessa obligationer föll räntorna successivt (se diagram 18). Även andra åtgärder som Riksbanken vidtog hindrade en uppgång i bankernas finansieringskostnader och därmed bolåneräntorna. Sammantaget har bolåneräntorna varit stabila under pandemin och kan inte förklara att efterfrågan på bostäder stigit så snabbt och varit ovanligt hög jämfört med i tidigare lågkonjunkturer (se diagram 23 och 53). Det finns heller inga tydliga tecken på att hushållens ränteförväntningar har sjunkit påtagligt under perioden, även om de är marginellt lägre nu än för ett år sedan (se diagram 53).

**Diagram 53. Rörlig bolåneränta och förväntad rörlig bolåneränta om 5 år**

Procent



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

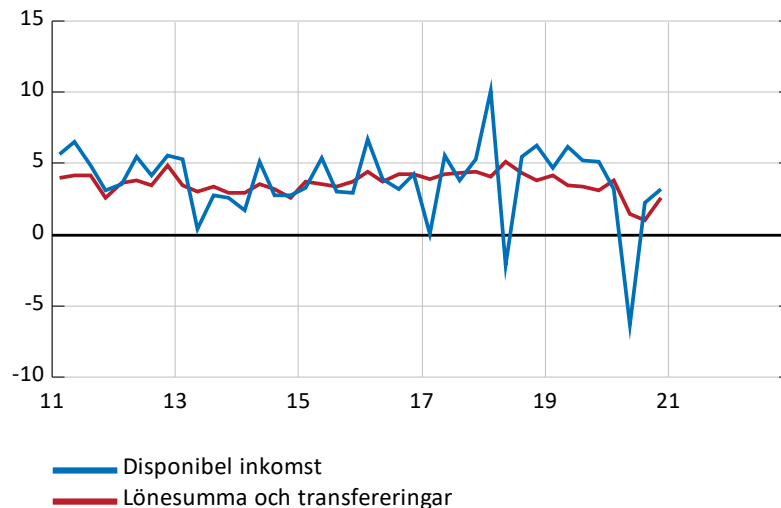
Prisuppgången på bostäder har dessutom skett samtidigt som inkomsterna bland hushållen har utvecklats mycket svagt. Inställda aktieutdelningar gjorde att kapitalin-

<sup>31</sup> Se exempelvis C.-A. Claussen, "Are Swedish houses overpriced?", *International Journal of Housing Markets and Analysis*, v. 6(2), s. 180–196, 2013 och P. Birch Sørensen, "The Swedish housing market: trends and risks", rapport till Finanspolitiska rådet, 2013.

komsterna minskade. Omfattande finanspolitiska stödåtgärder i form av permitteringslöner och offentliga transfereringar bidrog förvisso till att mildra nedgången i hushållens löneinkomster (se diagram 54). Men eftersom även hushållens löne- och transfereringsinkomster utvecklades svagt under 2020 är det svårt att förklara uppgången i bostadspriserna med inkomstutvecklingen bland hushållen.

#### Diagram 54. Disponibel inkomst

Årlig procentuell förändring, löpande priser



Källa: SCB.

Sammantaget kan utvecklingen av bostadsräntan och den disponibla inkomsten bland hushållen inte motivera de snabbt stigande bostadspriserna det senaste året.<sup>32</sup> Förklaringarna måste därför sökas på annat håll.

#### Lättnader i amorteringskraven har sänkt hushållens lånebetalningar och ökat låneutrymmet på kort sikt...

Även om inte bolåneräntorna har sjunkit har ändå månadsbetalningarna för bolån blivit lägre för många hushåll på kort sikt, i och med att Finansinspektionen (FI) i april 2020 beslutade att banker ska kunna ge både befintliga och nya låntagare ett tillfälligt undantag från amorteringar till augusti i år.<sup>33</sup> Till och med januari i år hade 230 000 bolånetagare – eller cirka 10 procent – utnyttjat den möjligheten. Enligt FI:s analys av nya bolånetagare har hushållen med undantag i genomsnitt fått ett tillskott på 4 500 kronor per månad, vilket motsvarar räntebetalningarna på ett bolån på flera miljoner

<sup>32</sup> En enkel regressionsanalys visar också att bostadspriserna är ovanligt höga i förhållande till utvecklingen av räntor och disponibla inkomster. I modellen förklaras bostadspriserna av hushållens disponibla inkomster och 3-månaders bolåneränta efter skatt samt fastighetsskatt. Alla variabler är uttryckta i reala, inflationsjusterade termer. Modellen är en modifierad version av den som används av C-A Claussen, "Are Swedish houses overpriced?", *International Journal of Housing Markets and Analysis*, v. 6(2), s. 180–196, 2013.

<sup>33</sup> Från början skulle undantaget gälla till och med augusti i år, med möjlighet till beslut om en utökad period om utvecklingen skulle försämrats. I mars i år meddelade FI att undantaget ska upphöra den 31 augusti.

kronor.<sup>34</sup> FI:s analys visar också att dessa hushåll lånat mer och köpt dyrare bostäder jämfört med övriga nya bolånetagare.<sup>35</sup> Men även om undantaget från amorteringar på kort sikt har sänkt lånebetalningarna för många hushåll är det nio av tio bolånetagare som hittills inte har berörts av det. En rimlig slutsats är därför att amorteringsfriheten kan ha bidragit till prisuppgången men inte är en av de viktigaste förklaringarna.

### **...och kraftigt stigande aktiepriser kan ha bidragit till ökad köpkraft**

Den finansiella förmögenheten används ofta som förklaringsfaktor i empiriska studier av bostadspriser, även om den visat sig vara mindre betydelsefull än utvecklingen av räntor och disponibla inkomster.<sup>36</sup> Aktiepriserna står för den större delen av variationen i den finansiella förmögenheten. Under pandemin har aktie- och bostadspriserna följts åt i grova drag, även om aktiepriserna varierat betydligt mer. Aktiemarknaden föll mycket kraftigt i början av krisen, medan nedgången i bostadspriserna blev relativt blygsam. Därefter har det skett en mycket stark återhämtning på aktiemarknaden (se diagram 19). Och under den perioden har också bostadspriserna ökat kraftigt.

Den starka börsutvecklingen har bidragit till att den finansiella förmögenheten ökat och har gett vissa hushåll större köpkraft på bostadsmarknaden. Men en anledning till att aktiepriserna vanligtvis inte brukar påverka efterfrågan på bostäder i någon betydande utsträckning är att aktieägandet är betydligt mer ojämnt fördelat än bostadsägandet i befolkningen. Det gör det troligt att de stigande aktiepriserna kan ha bidragit till stigande bostadspriser på vissa delmarknader men inte haft en avgörande betydelse för den samlade utvecklingen.

## **De viktigaste förklaringarna hänger troligen samman med pandemins effekter på ekonomin**

### **Mer pengar över bland hushållen när annan konsumtion ställs in**

En faktor som sannolikt har bidragit till utvecklingen av bostadspriserna i både Sverige och jämförbara länder är att många hushåll mer eller mindre blivit tvingade att spara. Det hänger bland annat samman med att det har varit svårt att resa och att besöka restauranger och hotell på grund av både reglerade och självpåtagna restriktioner. Sparkvoten, alltså sparandet i förhållande till den disponibla inkomsten, har därför stigit påtagligt. Det har lett till att hushållen har fått större utrymme att lägga mer av sin inkomst på boendetjänster. Ett hushåll med en disponibel inkomst på 50 000 kronor i

<sup>34</sup> I FI:s stickprov av nya bolånetagare har drygt 9 procent ansökt och beviljats undantag från amortering på hela, eller delar av, sitt nya bolån. Sammantaget har gruppen i stickprovet som beviljats undantag kunnat undvika ungefär 90 procent av sina totala amorteringar.

<sup>35</sup> Se Finansinspektionen, "Den svenska bolånemarknaden", 2021.

<sup>36</sup> Se C-A Claussen, "Are Swedish houses overpriced?", *International Journal of Housing Markets and Analysis*, v. 6(2), s. 180–196, 2013 samt E. Dermani, J. Lindé och K. Walentin, "Bubblar det i svenska småhuspriser?", *Penning- och valutapolitik nr 2*, Sveriges riksbank, 2016.

månaden som konsumerar 2 procent mindre av sin inkomst varje månad skulle exempelvis kunna lägga 1 000 kronor mer i månaden på boendetjänster.<sup>37</sup>

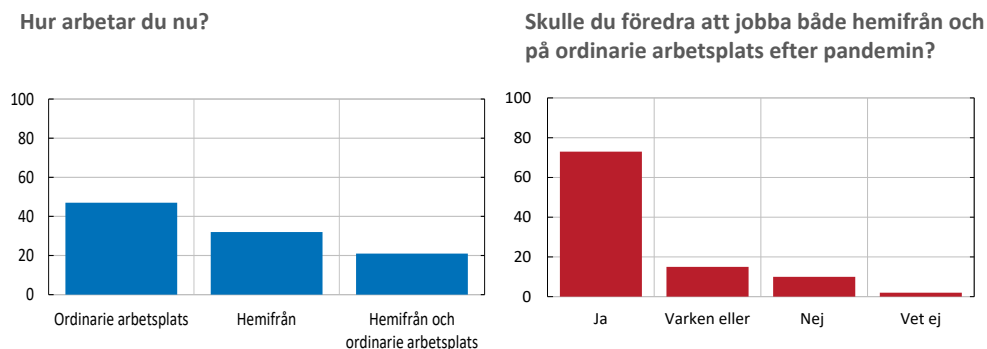
Ett tecken på att hushållens ekonomiska resurser flyttats från konsumtion av varor och tjänster till boendeutgifter finns i Finansinspektionens bolåneundersökning. Den indikerar att nya bolånetagare hösten 2020 lånade mer jämfört med ett år tidigare, både i förhållande till bostadens värde (en högre belåningsgrad) och inkomsten (en högre skuldkvot). Såväl den genomsnittliga belåningsgraden som den genomsnittliga skuldkvoten var de högsta sedan undersökningarna startade.<sup>38</sup> En tänkbar förklaring till att hushållen vill lägga mer pengar på sina bostäder är att mer tid tillbringas i hemmen.

### Hemarbete har ökat efterfrågan på större och bättre bostäder

Arbete hemifrån – helt eller delvis – har varit vanligt under pandemin, vilket bland annat bekräftas av enkäter (se diagram 55). Dessutom indikerar enkäterna att en majoritet av hushållen skulle föredra att delvis arbeta hemifrån även när pandemin är över (se diagram 55). Det tyder på att efterfrågan på goda förutsättningar för hemarbete kan ha ökat på ett bestående sätt, vilket i sin tur kan ha påverkat efterfrågan på bostäder. Ett sådant skift i efterfrågan skulle kunna avspeglas i att särskilt priserna på bostäder med en större boyta har stigit.<sup>39</sup>

#### Diagram 55. Enkät svar beträffande hemarbete bland svenska hushåll

Procent



Anm. Enkäten omfattar 2055 slumpmässigt utvalda individer som jobbar heltid eller deltid på arbetsplatser runtom i Sverige. Undersökningen genomfördes 14–18 januari 2021.

Källa: Netigate.

<sup>37</sup> Den genomsnittliga disponibla inkomsten i stickprovet av nya bolånetagare i Finansinspektionens bolåneundersökning var 48 970 kronor i månaden. Se Finansinspektionen, "Den svenska bolånemarknaden", 2021.

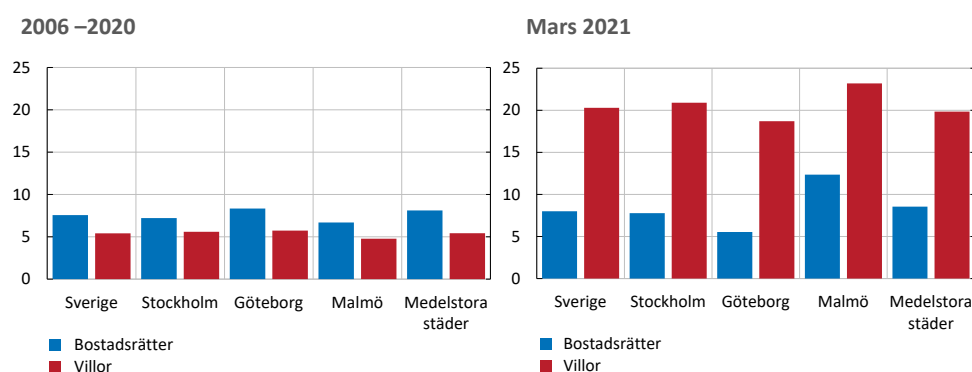
<sup>38</sup> Undersökningarna har publicerats årligen sedan 2012. Se Finansinspektionen, "Den svenska bolånemarknaden", 2021.

<sup>39</sup> I en av artiklarna i Riksbankens utredning om bostadsmarknaden 2011 bedömdes en ökad preferens för boendetjänster jämfört med annan konsumtion, i kombination med sjunkande realräntor och stigande disponibla inkomster, vara de viktigaste förklaringarna bakom de kraftigt stigande bostadspriserna i Sverige från mitten av 1990-talet till 2010. Det gick dock inte att fastställa vad de ökade boendepreferenserna berodde på; se C-A Claussen, M. Jonsson och B. Lagerwall, "En makroekonomisk analys av bostadspriserna i Sverige", i RUTH, Sveriges riksbank, 2011.

I Sverige är den tydligaste trenden i relativpriser under pandemin att priserna har ökat snabbare på villor än bostadsrätter. Det gäller både för mer aggregerade prisdata och för utvecklingen i olika delar av landet (se diagram 56). Utvecklingen står i kontrast till trenden under de senaste 15 åren, då priserna på bostadsrätter ökat klart snabbare än villapriserna (se diagram 56).

### Diagram 56. Priser på villor och bostadsrätter i Sverige 2006–2020 och det senaste året

Årlig procentuell förändring



Anm. 2006–2020 avser genomsnittlig årlig procentuell förändring från januari 2006 till januari 2020.

Källa: Valueguard.

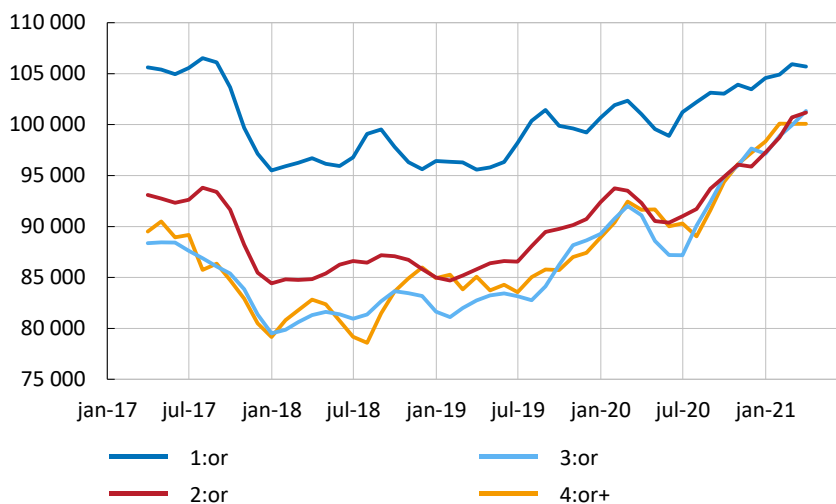
Att många arbetar hemifrån skulle även kunna leda till att närheten till arbetsplatsen värderas lägre än tidigare. Det skulle kunna bidra till att priserna stiger mer utanför storstäderna eller i områden med längre pendlingsavstånd till stadskärnan. Det finns dock inget tydligt stöd i data för en sådan hypotes. Exempelvis har bostadspriserna stigit snabbt såväl i storstäderna som i de medelstora städerna (se diagram 56). Och priserna på lägenheter i Stockholms centrala delar, som länge varit mycket höga, har accelererat under pandemin (se diagram 57). Prisökningen det senaste året är lika stor som i Stor-Stockholm. Även i Göteborg och Malmö har lägenhetspriserna stigit i ungefär samma takt i de centrala delarna som i hela storstadsområdet.<sup>40</sup>

En intressant tendens är att priserna på större lägenheter, exempelvis i Stockholms innerstad, har ökat snabbare än för mindre (se diagram 57). Det skulle kunna avspegla att även lägenhetsköpare vill ha en större boyta. Utvecklingen i andra delar av landet är dock inte helt entydig. I vissa regioner har priserna på mindre lägenheter ökat lika mycket som, eller till och med mer än, på större lägenheter. Det tyder på att prisutvecklingen i landet som helhet inte bara avspeglar en efterfrågan på större boyta, utan även på ett generellt bättre boende.

<sup>40</sup> Enligt Svensk Mäklarstatistik ökade priserna på bostadsrätter i mars med 7,1 procent i centrala Stockholm och 6,8 procent i Stor-Stockholm, jämfört med samma månad föregående år. Motsvarande siffror var 6 procent i centrala Göteborg och 6,8 procent i Stor-Göteborg samt 10 procent i centrala Malmö och 12,1 procent i Stor-Malmö.

**Diagram 57. Lägenhetspriser per kvadratmeter i Stockholms innerstad**

Kronor



Källa: Mäklarstatistik.

Ett ytterligare tecken på att hushållen vill lägga mer pengar på sina bostäder än på annan konsumtion är att efterfrågan på varor relaterade till bostaden har ökat under pandemin. Några av de delar av hushållens konsumtion som ökat mest är heminredning och möbler.<sup>41</sup> Dessutom indikerar FI:s bolåneundersökning att tilläggslånen ökade tydligt under 2020. Tilläggs lån innebär att man ökar belåningen på sin bostad i syfte att använda pengarna till andra ändamål. Ibland benämns detta även kontantuttag i bostaden eller uttag av eget kapital i bostaden (på engelska mortgage equity withdrawal). Att denna typ av lån växte under 2020 kan hänga samman med en ökad vilja att renovera hemmet. De kreditinstitut som rapporterat syftet med lånen uppger nämligen att en majoritet av dem var avsedda för "förbättring av bostaden".<sup>42</sup>

### De som har fått behålla sina arbeten kan fortsatt efterfråga bostäder

En ytterligare tänkbar förklaring till att bostadspriserna inte har påverkats av den ekonomiska nedgången enligt historiska mönster har att göra med utvecklingen på arbetsmarknaden. Coronakrisen har visat sig ha påfallande asymmetriska ekonomiska effekter, där vissa branscher klarat sig väl medan andra, exempelvis hotell och restauranger, hamnat i stora problem (se diagram 38 och 39). Visstidsanställningar är vanligare i de här branscherna. Och de första som blir uppsagda i en kris är vanligen personer med mer osäkra anställningar, vilket har märkts väldigt tydligt under pandemin (se diagram 58). Däremot har sysselsättningen bland tillsvidareanställda påverkats i liten utsträckning (se diagram 58).<sup>43</sup>

<sup>41</sup> Se SCB, "Sveriges ekonomi, statistiskt perspektiv nr 3", 2021.

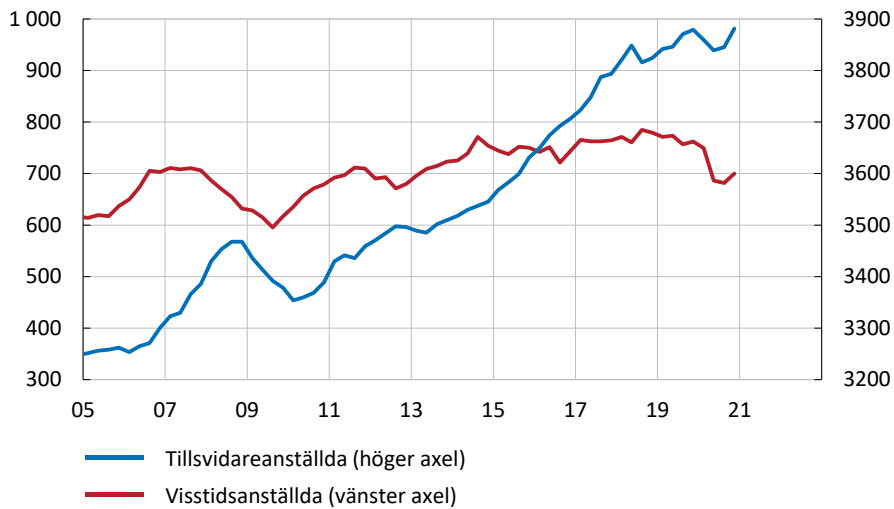
<sup>42</sup> Se Finansinspektionen, "Den svenska bolånemarknaden", 2021.

<sup>43</sup> Se I. Häkkinen Skans, "Coronakrisen och arbetsmarknaden – effekter på kort och lång sikt", Ekonomiska kommentarer, nr 1, Sveriges riksbank, 2021.



**Diagram 58. Antalet sysselsatta uppdelat på anställningsform**

Tusental, säsongrensade kvartalsdata



Källa: SCB.

Personer med tillfälliga anställningar hade redan före krisen en svag ställning på bostadsmarknaden, bland annat eftersom de som regel har svårt att få bolån från bankerna. Sysselsättningen hos de individer som redan var etablerade på bostadsmarknaden och hade fast anställning har istället påverkats i liten utsträckning.

**Flera faktorer har samverkat**

Det finns flera förklaringar till att bostadspriserna har stigit under pandemin, och förklaringarna har dessutom samverkat och förstärkt varandra. Hushållen har fått mer pengar över när annan konsumtion ställts in, vilket har gjort det möjligt att lägga mer pengar på bostaden. Hemarbetet har också fått många att vilja göra detta. Men förutsättningen för att det överhuvudtaget skulle bli så var att hushållen fick behålla sina jobb, trots den ekonomiska nedgången. Riksbankens bedömning är att bostadspriserna fortsätter att stiga, men ökningstakten väntas mattas av under loppet av året.

# FÖRDJUPNING – Alternativa scenarier för återhämtningen

---

I Riksbankens huvudscenario tar tillväxten fart under andra halvåret 2021, och då främst tack vare att konsumtionen ökar. Konjunkturutsikterna är dock mer osäkra än under normala tider. Detta illustreras i den här fördjupningen med hjälp av två alternativa scenarier.

I den ena scenariot antas att utrullningen av vaccin går långsammare än vad som förväntas i huvudscenario eller att vaccinerna visar sig vara mindre effektiva än väntat mot virusmutationer. Detta skulle innebära att en effektiv immunitet uppnås senare än i huvudscenario med lägre förtroende hos aktörer i ekonomin och långsammare återhämtning som följd. Detta gäller särskilt inom sektorer där det är vanligt med många och nära kontakter människor emellan.

I det andra scenariot antas att återhämtningen sker snabbare och blir kraftigare än i prognosen, till exempel om viljan att använda det sparande som byggts upp under krisen till konsumtion och investeringar har underskattats i huvudscenario. Detta kan innebära att förtroendet hos konsumenter och företag ökar snabbare än i huvudscenario med högre konsumtion, investeringar, sysselsättning och inflation som följd. Samtidigt kan det finnas begränsningar i hur snabbt produktionen kan anpassas till en snabb uppgång i efterfrågan.

---

## Fortsatt stor osäkerhet i prognoserna

### **Pandemin har drabbat olika branscher olika hårt**

Pandemin har hittills slagit hårdast mot företag och sysselsatta i tjänstesektorn. Särskilt drabbade är branscher som hotell, restauranger, olika personliga tjänster, transport och fysiska butiker.<sup>44,45</sup> Trots att dessa branscher är relativt små i förhållande till total sysselsättning stod de för nästan 90 procent av den totala nedgången i antalet anställda 2020 (se diagram 39). Det är också i dessa branscher som förtroendet har fallit mest. Produktionen och förtroendet i tillverkningsindustrin är tvärtom på en högre nivå nu än före pandemin.

---

<sup>44</sup> Samma branscher har varit hårdast drabbade även i andra länder, se exempelvis Economic Bulletin 2021:2, ECB. I både Sverige och omvärlden drabbades dessa branscher särskilt hårt under pandemins första våg.

<sup>45</sup> Detta skiljer sig från exempelvis finanskrisen 2008-2009 då istället varuproducerande branscher drabbades hårdast.

I Riksbankens huvudscenari antas att alla personer över 18 år ska ha erbjudits vaccin i slutet av sommaren 2021 och att smittspridningen, också med hjälp av det varmare vädret, därmed bromsas och att restriktionerna kan trappas ned. Dessutom antas vaccinationerna förhindra att smittspridningen tar ny fart i höst. När restriktionerna lättas väntas tillväxten i svensk ekonomi åter ta fart, framför allt eftersom hushållens konsumtion ökar och sysselsättningen stiger inom de branscher som drabbats hårdast av pandemin. Hushållens sparande har ökat under pandemin. Det bedöms i första hand inte bero på ökat försiktighetsparande, som i mer normala konjunkturedgångar, utan på att hushållen inte har haft möjlighet att konsumera vissa tjänster. Hushållen har heller inte fullt ut ersatt detta med att exempelvis konsumera varor. Detta innebär att också återhämtningen efter pandemin bedöms skilja sig från återhämtningen från normala konjunkturedgångar.<sup>46</sup> Även om många, på grund av myndigheternas råd och restriktioner, avstått från att utnyttja exempelvis hotell-, restaurang-, frisör-, taxi- och kulturtjänster finns en underliggande efterfrågan på sådana tjänster.<sup>47</sup> Eftersom dessa tjänster i regel förutsätter fysiska kontakter är produktionen av dem i lägre grad än annan produktion möjlig att automatisera eller flytta utomlands. Det är därför sannolikt att produktionen kommer att återhämta sig snabbt när pandemin klingar av och hushållen återgår till mer normal konsumtion.

Inflationen har hittills inte påverkats lika mycket av pandemin som exempelvis produktionen och sysselsättningen.<sup>48</sup> I huvudscenariot bedöms inflationen, på grund av energipriser och tekniska faktorer, vara volatil i år men därefter stiga mot 2 procent i takt med att efterfrågan stärks, lönerna ökar snabbare och inflationen i omvärlden stiger.

## Alternativscenario – snabbare återhämtning

Men prognoser är osäkra, särskilt i dessa tider med ständigt uppdaterad information om exempelvis smittspridning och vaccinering.<sup>49</sup> Det krävs inte mycket för att konsumenternas och företagens förtroende ska öka. Detta skulle kunna leda till att sparandet minskar snabbare och mer än i prognosen och att konsumtionen och investeringarna därmed blir högre. I scenariot med snabbare återhämtning väntas den konsumtion som riktas mot de tjänstebanscher som varit hårdast drabbade av pandemin öka särskilt mycket. Detta kan också få spridningseffekter till andra branscher. På samma sätt väntas även utländsk efterfrågan öka och därmed driva upp efterfrågan på svensk

<sup>46</sup> Under normala konjunkturedgångar tenderar hushållen att avvakta med större inköp när de ekonomiska utsikterna är osäkra. Återhämtningen drivs sedan till stor del av uppdämd efterfrågan på dessa varor.

<sup>47</sup> Se R. Chetty, J. Friedman, N. Hendren och M. Stepner, "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, 2020.

<sup>48</sup> För mer information kring hur det förändrade konsumtionsmönstret under pandemin påverkat, och förväntas påverka, inflationen, se J. Johansson, M. Löf och O. Tysklind, "Förändrad konsumtion under pandemin påverkar inflationen", Sveriges riksbank, Ekonomiska kommentarer nr. 14, 2020.

<sup>49</sup> I detta scenario antas ungefär samma utveckling av smittspridning, immunitet och restriktioner som i huvudscenariot.

export.<sup>50</sup> Sammantaget gör detta att svensk BNP stiger betydligt snabbare än i huvudscenariot (se diagram 59).<sup>51</sup> De beräkningar som redovisas i denna fördjupning baseras på samma antaganden om fortsatt expansiv svensk finans- och penningpolitik som i huvudscenariot.

Det är också inom de hårdast drabbade branscherna som många har förlorat sina jobb. Till exempel minskade sysselsättningen inom hotell- och restaurangbranschen med drygt 40 000 personer mellan det fjärde kvartalet 2019 och det fjärde kvartalet 2020. Ofta kräver jobb i dessa branscher relativt kort upplärningstid och en stor andel av de anställda har en tidsbegränsad anställning på tjänster med hög personalomsättning.<sup>52</sup> Detta gör att jobben snabbt kan återskapas när efterfrågan stiger igen och arbetslösheten sjunker därmed snabbare än i huvudscenariot (se diagram 60).<sup>53,54</sup> I det här scenariot bedöms att sysselsättningen inom hotell- och restaurangbranschen vara tillbaka på ungefär samma nivå som före pandemin under det fjärde kvartalet i år. I huvudscenariot bedöms återhämtningen ta längre tid.

Störst prisökningar förväntas inom de branscher som drabbats hårdast av pandemin.<sup>55</sup> I huvudscenariot antas inga omfattande utbudsbegränsningar på grund av brist på personal eller problem med leveranser av varor. Men i ett scenario med snabbare återhämtning kan det uppstå konkurrens när många företag behöver anställa personal samtidigt, något som skulle kunna driva upp lönerna och priserna i dessa branscher och även spridas till andra branscher. Personalbristen skulle också kunna tvinga företag att anställa mindre erfaren personal med lägre produktivitet, något som företagen skulle kunna behöva kompensera för med prisökningar. Det uppdämda behovet av att exempelvis kunna gå ut och äta gör att många konsumenter också accepterar de högre priserna. I detta scenario är inflationen högre även i omvärlden, något som via högre importpriser spiller över på konsumentpriserna även i Sverige. Eftersom även världshandeln och produktionen inom industrin väntas vara högre i detta scenario finns en risk för leveransproblem, exempelvis orsakade av brist på halvledare eller containrar som följd av den starka efterfrågan.<sup>56</sup> Något sådant skulle visserligen kunna dämpa produktionen lite men också driva upp inflationen i Sverige. I det här

<sup>50</sup> Scenarierna i "ECB staff macroeconomic projections for the euro area", ECB, mars 2021, har använts för omvärlden i denna fördjupning.

<sup>51</sup> Effekterna i den här fördjupningen baseras bland annat på resultat från Riksbankens allmänna jämviktsmodell MAJA, se V. Corbo och I. Strid, "MAJA: A two-region DSGE model for Sweden and its main trading partners", Working Paper Series 391, Sveriges riksbank, 2020.

<sup>52</sup> Se "Utvecklingen för tidsbegränsat anställda 2005-2019", i Statistiska Meddelanden, SCB, mars 2020 och I. Häkkinen Skans och M. Mossfeldt, "Kort- och långsiktiga effekter av sänkt restaurangmoms", Specialstudier, nr. 46, Konjunkturinstitutet, 2015.

<sup>53</sup> Anställda inom hotell-, restaurang- och transportbranscherna är i genomsnitt yngre, är oftare utrikes födda och har en lägre utbildningsnivå än anställda i andra branscher, se fördjupningen "Arbetslöshet i covid-19-pandemin" i Konjunkturläget december 2020, Konjunkturinstitutet.

<sup>54</sup> För mer information om pandemins effekter på arbetsmarknaden se I. Häkkinen Skans "Coronakrisen och arbetsmarknaden – effekter på kort och lång sikt", Sveriges riksbank, Ekonomiska kommentarer nr. 1, 2021.

<sup>55</sup> Detta stöds exempelvis av Riksbankens företagsundersökning. Om efterfrågan snabbt stiger i takt med uttrullningen av vaccin ser exempelvis restaurangföretagen större möjligheter att höja sina priser. I samma undersökning är dock hotell- och reseföretagen mer tveksamma till möjligheten att höja priserna. Till exempel säger en företagsledare att "det är inte priserna som gör att folk inte reser". Se Riksbankens företagsundersökning "Vaccinoptimism" höjer förväntningarna", Riksbanken, februari 2021.

<sup>56</sup> Se fördjupningsrutan "Brist på halvledare hämmar produktionen första halvåret i år" i Konjunkturläget mars 2021, Konjunkturinstitutet.

scenariot går det snabbare än i huvudscenariot för KPIF-inflationen att mer varaktigt nå 2 procent (se diagram 61).

## Alternativscenario – långsammare återhämtning

Även om en del företag är optimistiska nu när vaccinationerna kommit igång så skapar pandemin fortfarande stor osäkerhet.<sup>57</sup> Förseningar i vaccindistributionen, muterade virusvarianter och ökad smittspridning, som alla innebär fortsatt strikta restriktioner och risker för utbudsstörningar, är faktorer som oroar företagen.

I scenariot "Långsammare återhämtning" antas att smittspridningen inte dämpas lika snabbt som väntas i huvudscenariot och att det tar längre tid att bygga upp immunitet mot covid-19. Detta kan bli resultatet om vaccinationerna försenas eller om det uppstår virusmutationer som vaccinerna inte är lika effektiva emot. Det gör i sin tur att restriktionerna blir kvar och att återhämtningen i efterfrågan därmed dröjer, framför allt inom sektorer med nära kontakter människor emellan, något som skadar konsumenternas och företagens förtroende ytterligare. Man kan också tänka sig att det just nu så starka förtroendet inom tillverkningsindustrin skulle falla i ett sådant scenario.

Det tar därför längre tid innan konsumtionen och investeringarna ökar. På samma sätt minskar även konsumtion och investeringar i omvärlden och därigenom efterfrågan på svensk export.<sup>58</sup> Detta gör att svensk BNP stiger långsammare än i huvudscenariot (se diagram 59).

Den lägre efterfrågan gör också att återhämtningen på arbetsmarknaden, framför allt i de utsatta tjänstebranscherna, kommer att dröja med högre långtidsarbetslöshet men även fler konkurser som följd.<sup>59</sup> Risken ökar dessutom för långvariga effekter på förtroendet eftersom pandemier förändrar vår bedömning av sannolikheten för att nya allvarliga händelser av det här slaget ska inträffa. Det kan leda till att hushållen ökar sitt försiktighetssparande och till att företagsinvesteringarna och sysselsättningen blir varaktigt lägre och arbetslösheten högre (se diagram 60).<sup>60</sup>

I scenariot med långsammare återhämtning väntas företagen i de värst drabbade branscherna i större utsträckning hinna återanställa sin personal för att i lugn och ro kunna möta den mer långsamt stigande efterfrågan. Konkurrensen om personal blir därmed lägre med lägre lönetryck och lägre inflation som följd, något som också riskerar att sprida sig till andra branscher. Den importerade inflationen från omvärlden

<sup>57</sup> Se Riksbankens företagsundersökning "Vaccinoptimism" höjer förväntningarna", Riksbanken februari 2021.

<sup>58</sup> Även i det mer pessimistiska scenariot i "ECB staff macroeconomic projections for the euro area", ECB, mars 2021, antas en sämre utveckling för smittspridningen och vaccinationerna.

<sup>59</sup> Antalet personer som varit utan arbete i mer än 12 månader har ökat med 30 000 sedan december 2019 och uppgår i mars 2021 till 182 000 personer. Cirka två tredjedelar av ökningen utgörs av personer som saknar gymnasieutbildning, personer med funktionsnedsättning som medför nedsatt arbetsförmåga, arbetslösa som är 55 år eller äldre och personer födda utanför Europa. För mer information se "Långtidsarbetslöshetens utveckling i spåren av pandemin", Arbetsförmedlingen, april 2021.

<sup>60</sup> Detta fenomen kallas ibland i forskningslitteraturen för "belief scarring", se diskussionen i fördjupningen "De långsiktiga ekonomiska effekterna av pandemin", Sveriges riksbank, Penningpolitisk rapport, november 2020 och J. Kozlowski, L. Veldkamp och V. Venkateswaran, "Scarring Body and Mind: The Long-Term Belief-Scarring Effects of COVID-19", National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper 27439, 2020.

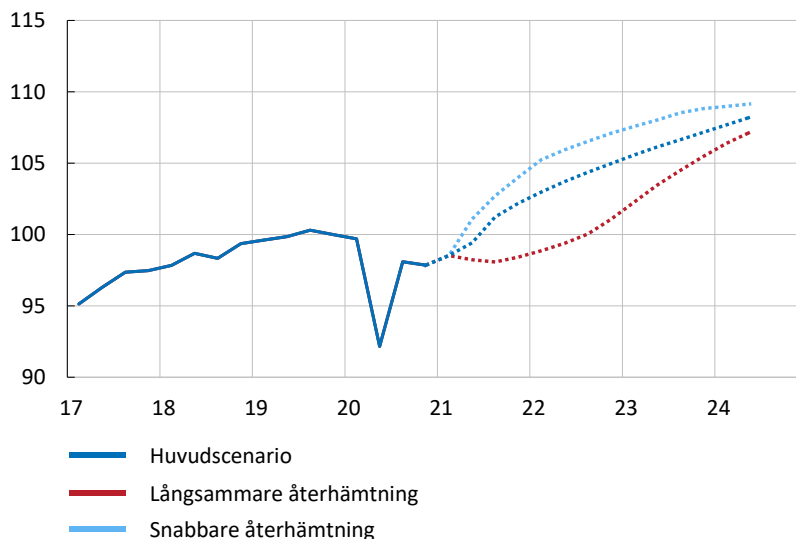
väntas också bli lägre. I det här scenariot är KPIF-inflationen tydligt lägre än i huvudscenariot och når inte 2 procent ens i slutet av prognosperioden (se diagram 61).

## Den ekonomiska politiken kan behöva anpassas

Om den ekonomiska utvecklingen inte blir som i huvudscenariot kan finanspolitiken och penningpolitiken behöva anpassas. Att inflationen snabbare går mot 2 procent i scenariot med snabbare återhämtning behöver dock inte vara ett skäl till att på olika sätt göra penningpolitiken mindre expansiv. Däremot skulle såväl finanspolitiken som penningpolitiken behöva göras med expansiv i scenariot med långsammare återhämtning. I kalkylerna i denna fördjupning har dock effekterna av detta inte tagits in.<sup>61</sup>

### Diagram 59. BNP i Sverige

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



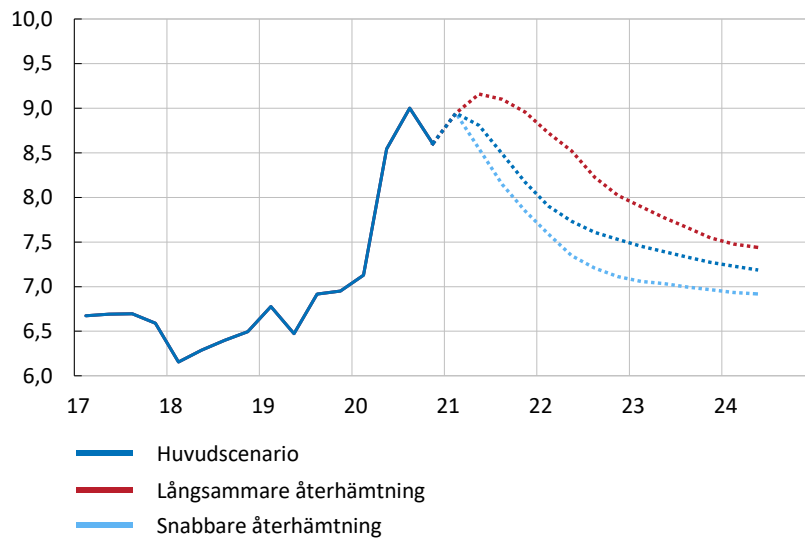
Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

<sup>61</sup> Penningpolitiken är dock inte väl lämpad för att ge riktat stöd till olika delar av ekonomin. Där har finanspolitiken en viktig roll att spela.

**Diagram 60. Arbetslöshet i Sverige**

Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data

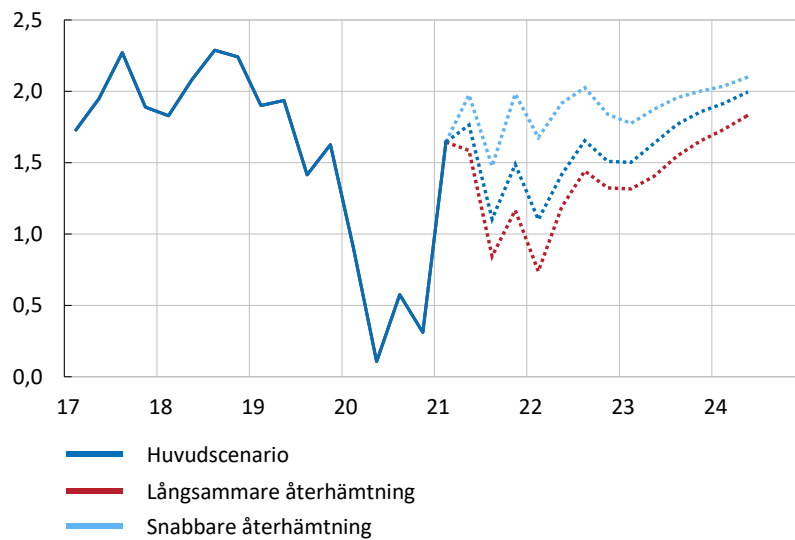


Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 61. KPIF**

Årlig procentuell förändring, kvartalsdata



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

Källor: SCB och Riksbanken.

# Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

## Tabell 1. Reporänteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2021kv1	2021kv2	2021kv3	2022kv2	2023kv2	2024kv2
<b>Reporänta</b>	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
<b>KPIF</b>	1,7 (1,7)	0,5 (0,5)	1,5 (1,5)	1,4 (1,3)	1,7 (1,7)
<b>KPIF exkl. energi</b>	1,6 (1,6)	1,3 (1,3)	1,1 (1,2)	1,4 (1,4)	1,7 (1,6)
<b>KPI</b>	1,8 (1,8)	0,5 (0,5)	1,4 (1,3)	1,5 (1,3)	1,7 (1,8)
<b>HIKP</b>	1,7 (1,7)	0,7 (0,7)	1,7 (1,5)	1,4 (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
<b>Reporänta</b>	-0,3 (-0,3)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
<b>Statsobligationsränta, 10 års löptid</b>	0,1 (0,1)	0,0 (0,0)	0,5 (0,3)	0,8 (0,6)	1,1 (0,9)
<b>Växelkurs, KIX, 1992–11–18 = 100</b>	122,1 (122,1)	118,5 (118,5)	113,7 (113,5)	113,4 (112,9)	112,7 (112,4)
<b>Offentligt finansiellt sparande*</b>	0,6 (0,6)	-3,1 (-3,3)	-3,0 (-2,6)	-0,5 (-0,9)	0,2 (0,1)

\* Procent av BNP

Anm. Utfall och prognos för offentligt finansiellt sparande baseras på EDP-statistiken som SCB publicerade i slutet av mars.

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	0,48	1,3 (1,3)	-6,7 (-6,8)	4,0 (4,3)	4,1 (3,5)	1,7 (1,1)
USA	0,16	0,08	2,2 (2,2)	-3,5 (-3,5)	6,5 (5,6)	3,4 (3,3)	1,6 (1,5)
Japan	0,04	0,02	0,3 (0,3)	-4,9 (-5,3)	2,8 (2,4)	2,4 (2,1)	1,8 (2,1)
Kina	0,18	0,09	6,1 (6,1)	2,0 (2,0)	8,5 (9,5)	5,6 (5,4)	5,7 (5,5)
KIX-vägd	0,75	1,00	2,1 (2,1)	-5,0 (-5,3)	4,6 (4,8)	4,1 (3,8)	2,3 (2,0)
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	2,8 (2,8)	-3,3 (-4,4)	6,0 (5,2)	4,4 (4,2)	2,6 (3,8)

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

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

	2019	2020	2021	2022	2023
Styrränta i omvärlden, procent	0,1 (0,1)	-0,3 (-0,3)	-0,3 (-0,3)	-0,3 (-0,3)	-0,2 (-0,3)
Råoljepris, USD/fat Brent	64,1 (64,1)	43,3 (43,3)	62,7 (54,8)	60,0 (52,5)	57,9 (51,2)
Svensk exportmarknad	2,5 (2,5)	-8,7 (-9,2)	7,8 (7,0)	6,5 (6,5)	3,7 (3,4)

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

\* 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
<b>Folkmängd, 15–74 år ***</b>	0,7 (0,7)	0,4 (0,4)	0,1 (0,3)	0,4 (0,4)	0,4 (0,4)
<b>Potentiellt arbetade timmar</b>	0,8 (0,8)	0,6 (0,7)	0,5 (0,6)	0,5 (0,6)	0,6 (0,5)
<b>Potentiell BNP</b>	1,7 (1,7)	1,5 (1,6)	1,5 (1,6)	1,6 (1,6)	1,8 (1,7)
<b>BNP, kalenderkorrigerad</b>	1,4 (1,4)	-3,1 (-3,1)	3,6 (2,9)	3,7 (3,9)	2,3 (2,6)
<b>Arbetade timmar, kalenderkorrigerad</b>	-0,3 (-0,3)	-3,8 (-3,8)	2,1 (1,4)	2,9 (2,8)	1,2 (1,6)
<b>Sysselsatta, 15–74 år ***</b>	0,7 (0,7)	-1,3 (-1,3)	-0,6 (0,4)	1,6 (1,2)	0,8 (1,1)
<b>Arbetskraft, 15–74 år ***</b>	1,1 (1,1)	0,3 (0,3)	-0,3 (0,6)	0,6 (0,6)	0,5 (0,5)
<b>Arbetslöshet, 15–74 år *,***</b>	6,8 (6,8)	8,3 (8,3)	8,6 (8,5)	7,7 (7,9)	7,4 (7,4)
<b>BNP-gap**</b>	0,9 (0,9)	-3,7 (-3,7)	-1,7 (-2,5)	0,3 (-0,3)	0,8 (0,6)
<b>Tim-gap**</b>	0,7 (0,8)	-3,8 (-3,8)	-2,2 (-3,0)	0,2 (-0,7)	0,7 (0,3)

\*Procent av arbetskraften \*\*Avvikelse från Riksbankens bedömda potentiella nivåer, i procent \*\*\*Till följd av en statistikomläggning påverkas prognosen för främst 2021 av ett tidsseriebrott. För mer information se faktarutan i kapitel 3 samt fördjupningen "AKU-omläggningen och Riksbankens arbetsmarknadsbedömning" i den Penningpolitiska rapporten i februari.

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

Källor: SCB och Riksbanken.

### Tabell 7. Löhner och arbetskostnader i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

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

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

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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken.



**SVERIGES RIKSBANK**  
103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)  
Tel 08 - 787 00 00  
Fax 08 - 21 05 31  
registratorn@riksbank.se  
www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK.  
ISSN 2000-1932 (online)