

Penningpolitisk rapport

November 2021



Rättelse 25 november 2021

Underlag och anmärkning till diagram 49 rättat

Tabellanmärkning justerad på sida 74

Rättelse 2 december 2021

Vikter i tabellen på sida 74 rättade

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.¹ 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 24 november 2021. Rapporten går att ladda ned i pdf format på Riksbankens webbplats www.riksbank.se där det också finns mer information om Riksbanken.

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

Penningpolitiken i Sverige

Penningpolitisk strategi

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

Beslutsprocessen

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

Presentation av penningpolitiskt beslut

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

Innehållsförteckning

1	Med stöd av penningpolitiken väntas inflationen vara vid målet på sikt	6
1.1	Snabba inflationsuppgångar i spåren av pandemin	6
1.2	Fortsatt penningpolitiskt stöd för en inflation nära målet på 2 procent på sikt	12
1.3	Risker på både upp- och nedsidan för inflationen	18
2	Hög inflation präglar de finansiella marknaderna	21
2.1	Något högre räntor i spåren av stigande inflationsförväntningar	21
2.2	Svenska hushåll och företag har god tillgång till lån med låga räntor	33
3	Hög efterfrågan i omvärlden och Sverige	37
3.1	Goda tillväxtutsikter i omvärlden, tillfälligt högre inflation	37
3.2	Stark utveckling i svensk ekonomi, inflationen över målet på kort sikt	47
	FÖRDJUPNING – En högre inflation – tillfälligt eller varaktigt?	66
	FÖRDJUPNING – Låga globala realräntor även framöver?	77
	Prognostabeller	85

I KORTHET – Penningpolitiken november 2021



Efterfrågan på såväl varor som tjänster har varierat mycket under pandemin. Konsumtionen av tjänster föll kraftigt när stora delar av samhällen delvis eller helt stängde ner. Varukonsumtionen föll inte alls lika mycket, samtidigt som konsumtionen växlade från tjänster till varor. **I takt med att de flesta länder har lättat på restriktionerna som har hämmat den ekonomiska utvecklingen har efterfrågan stigit hastigt.** Att tjänstesektorerna gradvis har öppnat upp har inneburit att BNP-tillväxten i omvärlden har varit hög under första halvåret i år.



De snabba rörelserna har inneburit att de globala logistikkedjorna blivit ansträngda. Produktionen och varuhandeln har begränsats av brist på insatsvaror, som halvledare, och av fraktbolagens svårigheter att möta efterfrågan. På många håll har det uppstått flaskhalsar även i tjänsteproduktionen. **Utbudsstörningarna skapar motvind för tillväxten men under nästkommande år väntas dessa problem avta** när konsumtionsmönstren blir mer normala, efterfrågan växer långsammare och produktionskapaciteten anpassas



Svårigheterna att möta den snabbt stigande efterfrågan på varor har lett till kraftiga uppgångar i råvaru- och transportpriser, vilket också med viss fördröjning medfört att producentpriserna stigit. Det börjar synas vissa tecken på att konsumentpriserna för till exempel varor stiger snabbare till följd av utbudsproblemen men det finns dock skillnader mellan olika länder. **I Sverige och euroområdet har effekterna på konsumentpriserna hittills huvudsakligen berott på snabbt stigande energipriser.** Energipriserna väntas inte fortsätta stiga lika snabbt nästa år.



Inflationen rensad för energipriser väntas fortsätta att stiga något och vara strax över 2 procent till slutet av nästa sommar. **När utbudsproblemen avtar väntas även KPIF-inflationen exklusive energi sjunka tillbaka en del.** För att inflationen ska vara nära inflationsmålet på lite sikt behöver penningpolitiken ge ett fortsatt stöd till ekonomin.



Direktionen har därför beslutat att behålla **reporäntan på noll procent**. Det program för köp av värdepapper som inleddes i mars 2020 löper ut den 31 december. Direktionen har beslutat att Riksbanken **det första kvartalet 2022 ska köpa obligationer för 37 miljarder kronor för att kompensera för kommande förfall.** Direktionens prognos är att **innehavet** kommer att vara **ungefär oförändrat under 2022 och att det därefter gradvis minskar.** Prognosen för reporäntan indikerar att **reporäntan** kommer att **höjas under senare delen av 2024.**

1 Med stöd av penningpolitiken väntas inflationen vara vid målet på sikt

På flera håll ökar smittspridningen och vissa restriktioner har återinförts. Men de kraftiga BNP-fallen under pandemins inledning är i huvudsak återhämtade både i omvärlden och Sverige. Istället har företagen nu problem med att tillräckligt snabbt möta efterfrågan. Det skapar motvind för tillväxten på kort sikt och har, i kombination med snabbt stigande energipriser, lett till inflationsuppgångar.

KPIF-inflationen uppgick i oktober till 3,1 procent. Till stor del har uppgången drivits av de snabbt stigande energipriserna. Energipriserna väntas framöver inte öka från dagens höga nivå, vilket i kombination med en gradvis bättre balans mellan efterfråge- och utbudsförhållandena innebär att inflationstakten under senare delen av 2022 väntas ha fallit tillbaka till strax över 1 procent.

För att inflationen ska vara nära inflationsmålet på lite sikt behöver penningpolitiken ge ett fortsatt stöd till ekonomin. Direktionen har därför beslutat att behålla reporäntan på noll procent. Det program för köp av värdepapper som inleddes i mars 2020 löper ut den 31 december i år. Direktionen har beslutat att Riksbanken det första kvartalet 2022 ska köpa obligationer för 37 miljarder kronor för att kompensera för kommande förfall. Direktionens prognos är att innehavet kommer att vara ungefär oförändrat under 2022 och att det därefter gradvis minskar. Prognosen för reporäntan indikerar att reporäntan kommer att höjas under senare delen av 2024.

1.1 Snabba inflationsuppgångar i spåren av pandemin

Efterfrågan i otakt med utbudet präglar den ekonomiska utvecklingen

De senaste två åren har pandemin lett till dramatiska svängningar i den globala ekonomin. I de länder som är viktigast för svensk handel med omvärlden har efterfrågan stigit hastigt i takt med att de flesta länder har lättat på restriktionerna som har hämmat den ekonomiska utvecklingen. I Riksbankens huvudscenario antas pandemin ha marginella effekter på efterfrågan framöver. På senare tid har dock smittspridningen återigen ökat i Europa på ett oroande sätt och restriktioner har återinförts på vissa håll. Den ekonomiska utvecklingen kan komma att tillfälligt påverkas av pandemin även i vinter.

Efterfrågan på såväl varor som tjänster har varierat snabbt under pandemin. Konsumtionen av tjänster föll kraftigt när stora delar av samhällen delvis eller helt stängde ner. Varukonsumtionen föll inte alls lika mycket i början av pandemin och steg sedan relativt snabbt och påtagligt, samtidigt som konsumtionen växlade från tjänster till varor. Hushållen fick dessutom stöd från finanspolitiken, framför allt i USA, vilket också bidrog till hög konsumtion av varor.

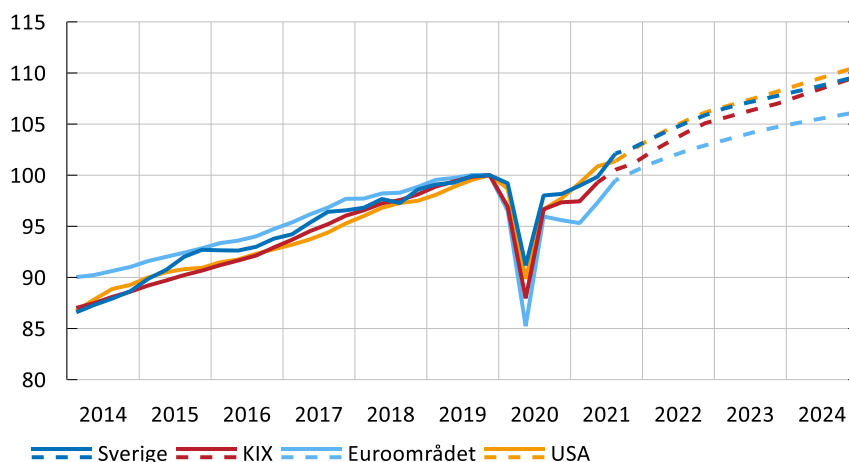
Den globala industriproduktionen återhämtade sig därmed snabbt under andra halvåret 2020 och i inledningen på 2021. De snabba rörelserna innebar att de globala logistikkedjorna blev ansträngda och dessutom var produktionsanläggningar och hamnar tidvis stängda. I år har tillväxten i såväl världshandeln som industriproduktionen bromsat in. Produktionen och varuhandeln har begränsats av brist på insatsvaror, som halvledare, och av att fraktbolagen har haft svårt att anpassa sitt utbud till efterfrågan.

Att tjänstesektorerna gradvis har öppnat upp har dock inneburit att BNP-tillväxten i omvärlden har varit hög under första halvåret i år. När efterfrågan på tjänster har ökat snabbt har det dock på många håll uppstått flaskhalsar även i tjänsteproduktionen, eftersom personal har flyttat till andra sektorer eller lämnat arbetskraften. Utbudsstörningarna skapar motvind för tillväxten under det andra halvåret i år men under nästkommande år väntas dessa problem avta gradvis när konsumtionsmönstren blir mer normala, efterfrågan växer långsammare och produktionskapaciteten anpassas (se diagram 1).

Förutsättningarna för en fortsatt god konjunktur de närmaste åren bedöms mot den här bakgrunden vara goda – såväl i Sverige som i omvärlden. Den ekonomiska politiken fortsätter dessutom att vara expansiv och på många håll sparar hushållen mer än före pandemin vilket ger utrymme för ökad konsumtion. I länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden är företagens och hushållens förtroende högt överlag och den höga efterfrågan innebär att världshandeln antas fortsätta växa. Sammantaget väntas BNP i omvärlden (KIX-viktad) öka med drygt 5 procent i år, drygt 4 procent nästa år och därefter drygt 2 procent 2023 och 2024.

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.

Snabbt stigande global inflation

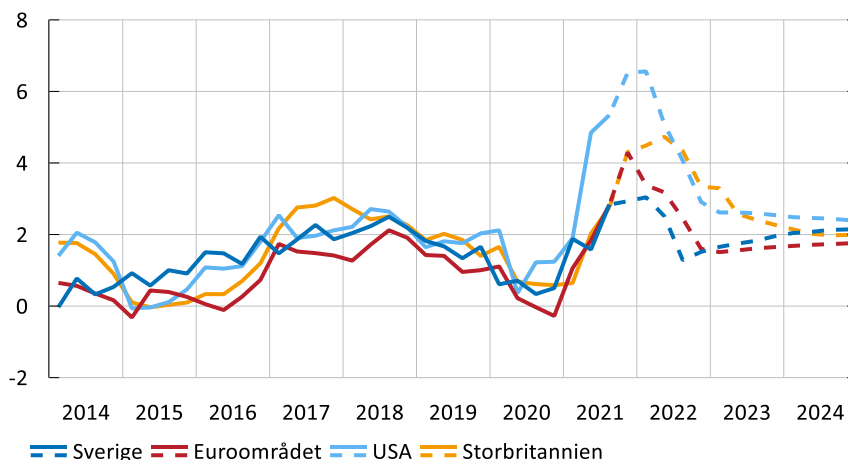
Svårigheterna att möta den snabbt stigande efterfrågan på varor har lett till kraftiga uppgångar i råvaru- och transportpriser, vilket också med viss fördröjning medfört att producentpriserna stigit. I Sverige och euroområdet har effekterna på konsumentpriserna hittills huvudsakligen begränsats till snabbt stigande energipriser. I USA har däremot varupriser och priser i vissa tjänstebanscher som var stängda under pandemin stigit snabbt, vilket medfört att även kärninflationen har ökat påtagligt.

Energipriserna väntas inte fortsätta stiga lika snabbt nästa år (se fördjupningen "Högre inflation – tillfälligt eller varaktigt?"). Detta, och det faktum att efterfrågan också väntas öka i lugnare takt och produktionen anpassas, innebär att inflationen sjunker tillbaka (se diagram 2). Det finns dock skillnader mellan olika länder, vilket också avspeglas i marknadsaktörers förväntningar på penningpolitiken.

I de länder där inflationen har stigit eller förväntas stiga mest, som till exempel USA och Storbritannien, finns förväntningar på att centralbankerna genomför styrräntehöjningar framöver. FOMC-ledamöterna från den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, justerade upp sina prognoser för styrräntan vid mötet i september så att deras medianprognos indikerar en höjning av styrräntan i slutet av 2022. Till skillnad från Federal Reserve annonserade den europeiska centralbanken, ECB, inga förändringar i penningpolitiken vid sitt möte i oktober.

Diagram 2. Inflationen i Sverige och omvärlden

Årlig procentuell förändring, kvartalsdata



Källor: Eurostat, Office for National Statistics, U.S. Bureau of Labor Statistics och Riksbanken.

Resursutnyttjandet stiger i svensk ekonomi

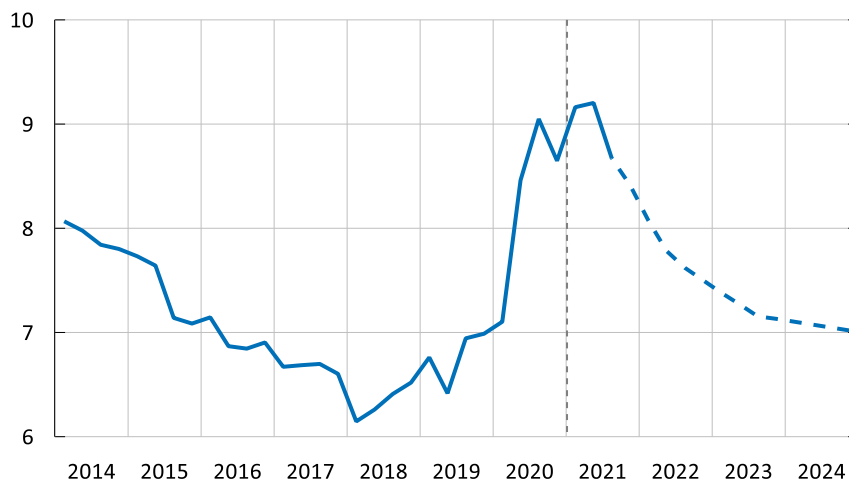
Den svenska konjunkturen har fortsatt att stärkas tack vare hög inhemsk och global efterfrågan. Från fjolårets läge, starkt präglad av pandemin, där den låga efterfrågan dämpade ekonomin, har det nu i stället uppstått en situation där företag på olika håll i ekonomin har svårt att producera tillräckligt för att möta efterfrågan. Liksom i omvärlden är det bristen på insatsvaror och logistikproblem som begränsar produktionskapaciteten inom delar av industrin. Även handeln påverkas av leveransförseningar och brist på vissa varor. Kraftiga prisökningar på bland annat råvaror och energi i kombination med dyrare transporter och brist på komponenter har ökat företagens kostnader. I Riksbankens företagsundersökning uppges störningarna nu vara mer omfattande än under inledningen av pandemin och de väntas hålla i sig även under nästa år.²

Problemen med att tillräckligt snabbt möta efterfrågan hämmar i viss utsträckning tillväxten den närmaste tiden. Men även om de högsta tillväxttalen ligger bakom oss väntas aktiviteten i ekonomin fortsätta att vara god framöver och sysselsättningen fortsätter att stiga. Sysselsättningen har mer än återhämtat sig efter fallet ifjol, även om det fortfarande finns skillnader mellan olika branscher och sektorer. Efterfrågan på arbetskraft är hög och antalet sysselsatta väntas därför fortsätta öka relativt tydligt under de kommande månaderna. Allt fler företag rapporterar brist på arbetskraft och anställningsplanerna inom näringslivet enligt Konjunkturbarometern är på en mycket hög nivå. Antalet nyanmällda lediga platser enligt Arbetsförmedlingen har blivit rekordhög samtidigt som antalet varsel om uppsägning är mycket få. Arbetslösheten väntas falla tillbaka mot 7 procent i slutet av prognosperioden (se diagram 3).

² Se "Hittar man en komponent, är det en annan som saknas", Riksbankens företagsundersökning, september 2021, Sveriges riksbank.

Diagram 3. Arbetslöshet i Sverige

Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



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

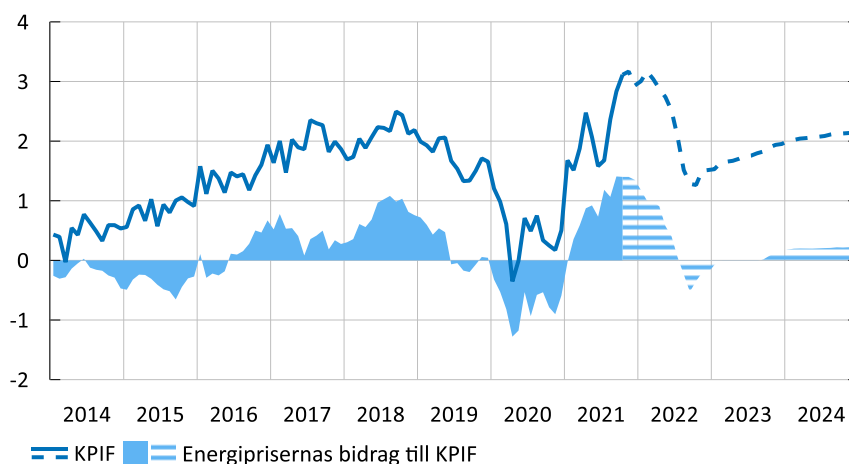
Källor: SCB och Riksbanken.

Högre inflation till följd av snabbt stigande energipriser och företagens problem att möta efterfrågan

Inflationen har stigit snabbt även i Sverige under 2021. KPIF-inflationen uppgick i oktober till 3,1 procent. Till stor del har uppgången drivits av de snabbt stigande energipriserna (se diagram 4). De höga energipriserna bedöms bidra till att hålla uppe KPIF-inflationen ytterligare ett par månader. Terminspriser indikerar att energipriserna inte kommer fortsätta att öka i samma takt framöver. Bidraget från energipriserna sjunker därmed under loppet av nästa år vilket är en viktig anledning till att inflationen väntas falla tillbaka.

Diagram 4. KPIF och bidrag från energipriser

Årlig procentuell förändring och procentenheter



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

Källor: SCB och Riksbanken.

Priserna i producentled har gått upp mycket det senaste året. Ökningstakten i producentpriserna på insatsvaror är på sin högsta nivå sedan åtminstone början av 1990-talet. Det börjar synas vissa tecken på att konsumentpriserna för till exempel varor stiger snabbare till följd av detta, men effekten på konsumentpriser av högre producentpriser är normalt relativt begränsad (se fördjupningen "Högre inflation – tillfälligt eller varaktigt?"). Rensat för energipriser uppgick inflationen i oktober till 1,8 procent, vilket innebär att de senaste månadernas trend uppåt i detta inflationsmått håller i sig. Andra underliggande inflationsmått, som utgör en indikator för inflationen på lite sikt, har också fortsatt att stiga. Medianen av de olika måtten uppgick till 2,1 procent i oktober (se diagram 50 i kapitel 3).

Prisplanerna i detaljhandeln och inköpschefsindex är höga och hushållens och företagens kortsiktiga inflationsförväntningar har enligt Konjunkturbarometern stigit snabbt. Företagens ökade kostnader till följd av utbudsproblem väntas gradvis föras över till konsumenterna det närmaste året. Inflationen rensad för energipriser väntas därför fortsätta att stiga något och vara strax över 2 procent till slutet av nästa sommar. Mot slutet av nästa år väntas utbudsproblemen avta vilket medför att KPIF-inflationen exklusive energi sjunker tillbaka en del.

För att inflationen varaktigt ska vara nära 2 procent behövs en mer bestående uppgång i kostnadstrycket. Ännu syns inga avtryck av den högre inflationen och snabbt stigande bristtal i lönebildningen. Löneökningarna utöver de avtalade har inte stigit det senaste året. I Riksbankens företagsundersökning anger visserligen allt fler företag att de tror att löneglidningen kommer att vara högre om tolv månader, men samtidigt visar Prosperas mätningar att löneförväntningarna inte stiger mycket. Riksbanken bedömer att det dröjer ytterligare en tid innan kostnadstrycket stiger på ett sådant sätt att inflationen når upp till 2 procent mer varaktigt.

1.2 Fortsatt penningpolitiskt stöd för en inflation nära målet på 2 procent på sikt

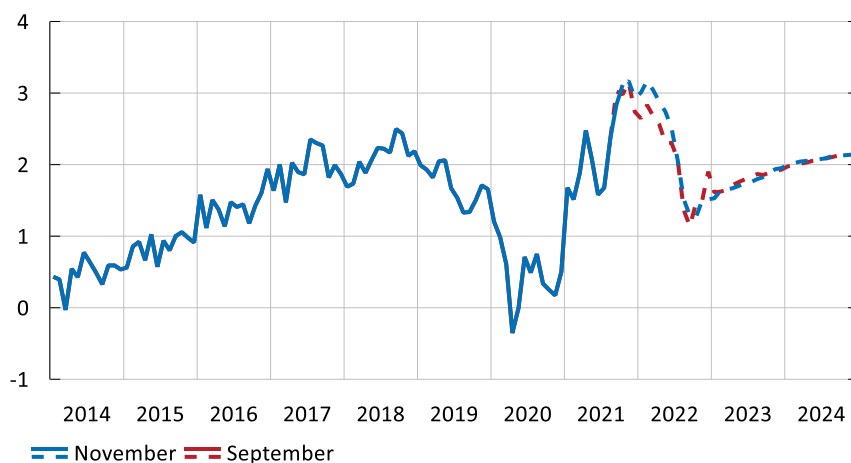
Stark konjunktur och inflation tillfälligt över målet

De finansiella förhållandena är fortsatt mycket expansiva. Kreditförsörjningen fungerar väl. Företagens möjligheter att finansiera sin verksamhet via banker eller via upplåning på värdepappersmarknaden är goda. Aktiviteten i såväl omvärlden som svensk ekonomi utvecklas starkt, arbetslösheten sjunker och inflationen stiger. Riksbankens revideringar av konjunkturutsikterna är små, särskilt för svensk ekonomi. Den nya informationen sedan den penningpolitiska rapporten i september stöder bilden av att pristrycket tilltar. Utbudsproblemen väntas bli lite större och något mer långvariga i aktuell prognos och därmed leda till lite högre prisökningstakt under 2022 och 2023 (se diagram 5 och 6).

Men inflationen väntas inte varaktigt överstiga målet. Liksom i Riksbankens prognos i september bedöms inflationsuppgången bli tillfällig. Den nu höga inflationen väntas falla tillbaka under nästa år. Framför allt beror detta på att energipriserna inte väntas öka framöver från dagens höga nivå. En gradvis bättre balans mellan efterfråge- och utbudsförhållanden bidrar också till att inflationen avtar. Penningpolitiken påverkar ekonomin med eftersläpning och behöver bortse från förändringar i inflationen som förväntas vara tillfälliga. Liksom i föregående prognos dröjer det till 2024 innan inflationen mer varaktigt är nära 2 procent (se diagram 5 och 6). En förutsättning för inflationsprognosen är att penningpolitiken förblir expansiv.

Diagram 5. KPIF

Årlig procentuell förändring

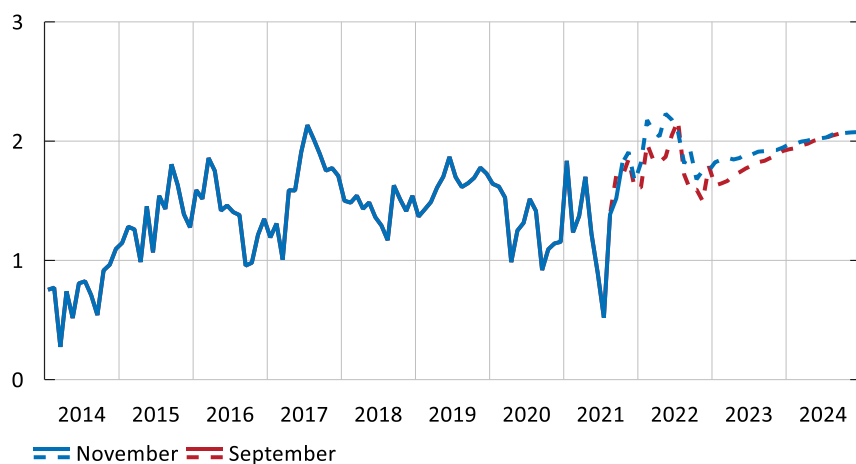


Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 6. KPIF exklusive energi

Årlig procentuell förändring



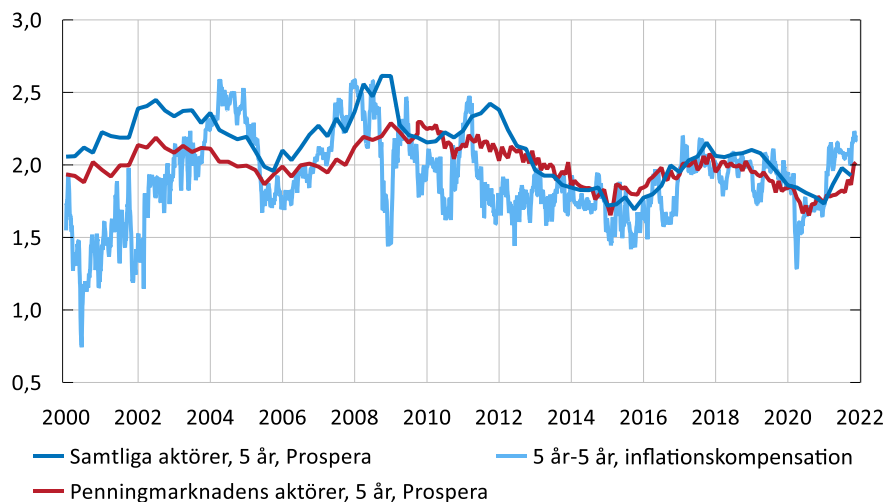
Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

I början av pandemin föll de långsiktiga inflationsförväntningarna något men de började ganska snart att återhämta sig. I spåren av inflationsuppgången har förväntningarna fortsatt att stiga i såväl omvärlden som Sverige. De långsiktiga förväntningar som mäts genom marknadsprissättningen på olika finansiella kontrakt har i år legat över 2 procent. Även förväntningarna enligt enkätmätningar har stigit i år och den samlade bilden är att de långsiktiga inflationsförväntningarna ligger nära 2 procent (se diagram 7).

Diagram 7. Långsiktiga inflationsförväntningar

Procent



Anm. Inflationskompensationen avser en 5-årig period med start om 5 år, räknad utifrån obligationsräntor. Både inflationskompensationen och förväntningarna från Prospera avser KPI. För penningmarknadens aktörer, Prospera, avser linjen fram till september 2009 kvartalsdata och därefter månadsdata.

Källor: Kantar Sifo Prospera och Riksbanken.

Inflationen har under de senaste decennierna i genomsnitt understigit målet. Att den nu har stigit och är över målet under en tid, kan bidra till att pris- och löneförväntningarna tydligare förankras på ett sådant sätt att de är förenliga med en inflation nära målet. Om penningpolitiken skulle stramas åt för tidigt är risken stor för att inflationen inte varaktigt kommer vara nära målet framöver.

Nollränta och oförändrat innehav av värdepapper

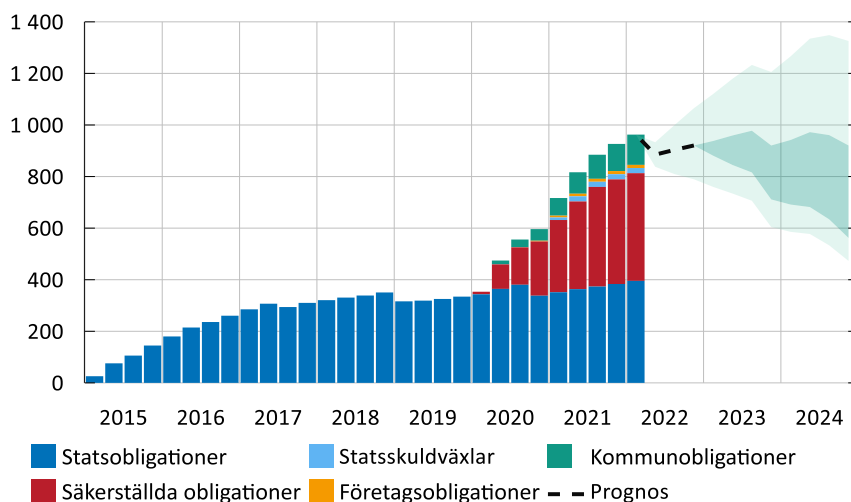
För att inflationen ska vara nära inflationsmålet på lite sikt behöver penningpolitiken ge ett fortsatt stöd till ekonomin. Direktionen har därför beslutat att behålla reporäntan på noll procent. Det program för köp av värdepapper som inleddes i mars 2020 löper ut 31 december i år. Direktionen har beslutat att Riksbanken ska köpa obligationer det första kvartalet 2022 för 37 miljarder kronor för att kompensera för kommande förfall.³

Direktionens prognos är att värdepappersinnehavet kommer att vara ungefär oförändrat under 2022 och att det totala innehavet därefter gradvis minskar genom köp som inte fullt ut kompenserar för förfall (se diagram 8). Prognosen för reporäntan indikerar att reporäntan kommer att höjas under senare delen av 2024 (se diagram 9). Penningpolitiken blir därmed försiktigt mindre expansiv framöver.

³ Under 2022 förfaller obligationer i Riksbankens värdepappersportfölj till ett värde av 154 miljarder kronor. Obligationsköpen det första kvartalet motsvarar därmed ungefär det genomsnittliga förfallet av obligationer per kvartal under 2022.

Diagram 8. Riksbankens innehav av värdepapper och prognos för innehav

Nominellt belopp, miljarder kronor

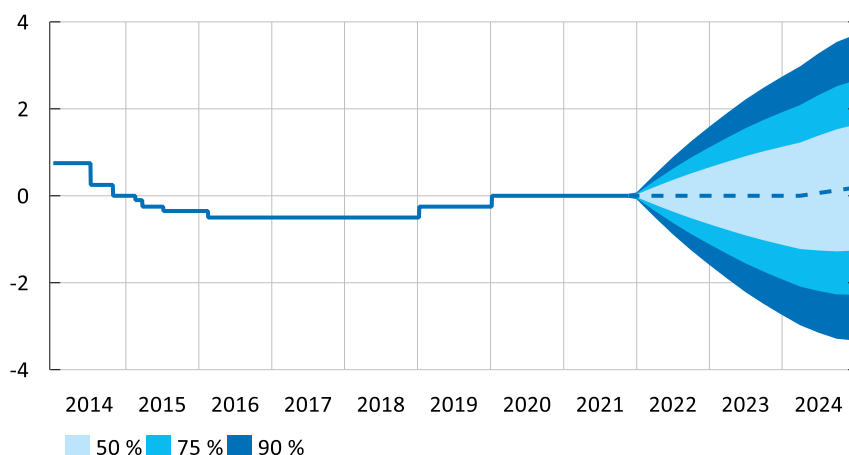


Anm. Staplar avser genomförda och beslutade köp. Streckad linje visar en prognos för innehavet under antagandet att köpen under 2022 kv2–2022 kv4 görs i samma takt som de köp som beslutats för 2022 kv1 vilket medför att innehavet är på ungefär samma nivå i slutet av 2022 som i slutet av 2021. Intervallets nedre gräns är en framskrivning av innehavet under antagande att inga fler tillgångsköp görs efter kv1 2022. Dess övre gräns reflekterar en utveckling där Riksbankens tillgångsköp fortgår i samma takt som under 2021. Det mörkare områdets nedre gräns är en framskrivning av innehavet under antagande att inga fler tillgångsköp görs efter 2022 medan dess övre gräns visar innehavets utveckling vid en jämn köptakt under respektive år som gör att innehavet är på samma nivå i slutet av 2023 och 2024 som i slutet av 2022.

Källa: Riksbanken.

Diagram 9. Reporänta med osäkerhetsintervall

Procent



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

Källa: Riksbanken.

För att kompensera för förfall köper Riksbanken värdepapper till ett nominellt belopp om 37 miljarder kronor första kvartalet 2022

Det program för köp av värdepapper som Riksbanken beslutade om under coronakrisen löper ut den 31 december 2021. Under det fjärde kvartalet kommer Riksbanken i enlighet med tidigare fattade beslut att köpa obligationer till ett sammanlagt nominellt belopp om 68,5 miljarder kronor. Detta innebär att köpprogrammets ram om 700 miljarder kronor utnyttjas fullt ut. I september beslutade direktionen att avsluta lånefaciliteter där efterfrågan sedan en tid varit mycket låg.⁴ Riksbankens erbjudande om köp av företagscertifikat kommer också att avslutas när nuvarande beslut löper ut den 31 december 2021.

Inflationsutsikterna motiverar ett fortsatt penningpolitiskt stöd och innehavet behöver därmed utvecklas på ett sätt som är förenligt med fortsatt expansiva finansiella förhållanden. För 2022 bedöms detta i praktiken innebära att innehavet kommer att vara ungefär oförändrat genom köp som kompenserar för förfall. Eftersom förfallen är ojämnt fördelade över tiden innebär det att Riksbankens värdepappersinnehav kommer att variera även under perioder då inriktningen är att hålla innehavet ungefär oförändrat. Köpbesluten beaktar operationella och praktiska begränsningar och köpen väntas ske i en ganska jämn takt.

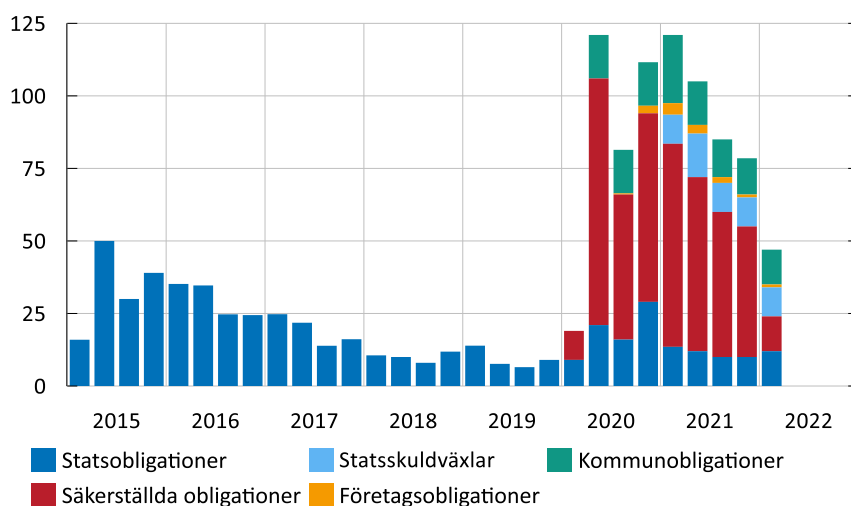
⁴ Se beslutsunderlag på [Riksbankens webbplats](#): Penningpolitisk rapport september 2021, Protokollsbilaga B: Riksbanken avslutar programmet för utlåning till banker för att stödja företagsutlåning och vissa andra åtgärder som satts in på grund av pandemin och Protokollsbilaga C: Riksbanken slutar att erbjuda krediter på tre respektive sex månader.

Riksbanken har under coronakrisen köpt olika typer av tillgångar. Syftet har varit att hålla ränteläget lågt, men köp av olika tillgångar verkar delvis olika. Till exempel kan köp av privata värdepapper förutom att bidra till ett allmänt lågt ränteläge göra att marknadsfunktionaliteten upprätthålls och att penningpolitikens genomslag därmed främjas.

För att kompensera för kommande förfall har direktionen nu beslutat om obligationsköp för första kvartalet 2022 till ett sammanlagt nominellt belopp om 37 miljarder kronor (se diagram 10). Riksbanken kommer att köpa nominella och reala svenska statsobligationer samt svenska statens gröna obligationer till ett sammanlagt nominellt belopp om 12 miljarder kronor, kommunobligationer till ett nominellt belopp om 12 miljarder kronor, säkerställda obligationer till ett nominellt belopp om 12 miljarder kronor samt företagsobligationer till ett nominellt belopp om 1 miljard kronor. Riksbanken ska också köpa statsskuldsväxlar så att det totala innehavet av statsskuldsväxlar i Riksbankens värdepappersportfölj upprätthålls på en nivå kring 20 miljarder kronor.

Diagram 10. Riksbankens köp av värdepapper

Nominellt belopp, miljarder kronor



Anm. Staplar avser genomförda och beslutade köp.

Källa: Riksbanken.

Sårbarheterna har förstärkts

Den expansiva ekonomiska politiken under pandemin har varit nödvändig för att mildra krisen och stötta återhämtningen och inflationen. Men den har också förstärkt sårbarheter och risker. I kombination med stödåtgärder från regeringarna har centralbankernas penningpolitik inneburit att många länder, företag och hushåll ökat sina skulder. Detta kan leda till att framtida lågkonjunkturer blir både djupare och mer utdragna än vad som annars skulle vara fallet. Sammanlänkningen mellan stat, banker och företag i enskilda länder har ökat, inte minst till följd av statliga lånegarantier. Problem i en sektor kan därför snabbt påverka andra delar av ekonomin. Särskilt riskfyllt är det för länder där olika aktörer redan före pandemin var kraftigt skuldtunga.

Låga räntor kan dessutom leda till ett alltför stort risktagande, att bostäder och andra tillgångar blir övervärderade och att risker blir felaktigt prissatta. För att hantera sårbarheter är det lämpligast att använda riktade strukturella åtgärder, väl utformade finansiella regelverk och makrotillsyn. Ett steg i att öka motståndskraften i det finansiella systemet är att Finansinspektionen (FI) aviserat att värdet på den kontracykliska kapitalbufferten höjs till 1 procent. Riksbanken anser att det är angeläget att FI fortsätter att höja buffertnivån.

Den svenska ekonomin har länge karaktäriserats av en hög skuldsättning hos hushållen. Hushållens skulder fortsätter att öka snabbare än både inkomster och BNP vilket gör hushållen alltmer känsliga för såväl prisfall på bostadsmarknaden som stigande räntekostnader. För att lösa de grundläggande problemen på bostadsmarknaden och minska riskerna med hushållens höga skuldsättning behövs breda reformer inom bostads- och skattepolitiken. Det är problematiskt att sådana fortfarande saknas. Nya makrotillsynsåtgärder kan därför behöva införas eller redan införda åtgärder skärpas framöver. Makrotillsynsåtgärderna behöver begränsa hushållens låneutrymme eller minska deras räntekänslighet.

Bankernas exponering mot fastigheter har ökat under pandemin. Utöver bolånen har bankerna en omfattande utlåning till kommersiella fastighetsföretag, som i sin tur står för en stor del av den utestående volymen av företagsobligationer i svenska kronor. Fastighetsföretagen har fortsatt att öka sin skuldsättning vilket gör dem än mer känsliga för förändrade ekonomiska förutsättningar. Riksbanken bedömer att den höga och ökande skuldsättningen och den stora utlåningen till kommersiella fastighetsföretag gör svensk ekonomi sårbar och att den finansiella stabiliteten, i ett dåligt scenario, kan påverkas.⁵

Finanspolitiken och penningpolitiken kompletterar varandra

I både Sverige och omvärlden har penningpolitiken och finanspolitiken under de senaste åren kompletterat varandra och på så sätt mer effektivt kunnat lindra krisen och underlätta återhämtningen. Finanspolitiska åtgärder har större effekt på tillväxt och resursutnyttjande om styrräntan hålls oförändrad när de genomförs. Flera centralbanker har också en tydlig avsikt att fortsätta att hålla styrräntorna låga och upprätthålla omfattande innehav av värdepapper. Det är därmed troligt att de finanspolitiska åtgärder som nu genomförs i många länder förstärks av den expansiva penningpolitiken. Det låga ränteläget och de starka offentliga finanserna i Sverige innebär inte minst ett bra läge att genomföra strukturella reformer som stärker den svenska ekonomins långsiktiga tillväxtpotential.

1.3 Risker på både upp- och nedsidan för inflationen

Även om många ekonomier återhämtat sig efter de kraftiga nedgångarna i BNP fortsätter pandemin utveckling att skapa osäkerhet kring konjunktur- och inflationsutsikterna i världsekonomin. Smittspridningen har åter tagit fart i vissa län-

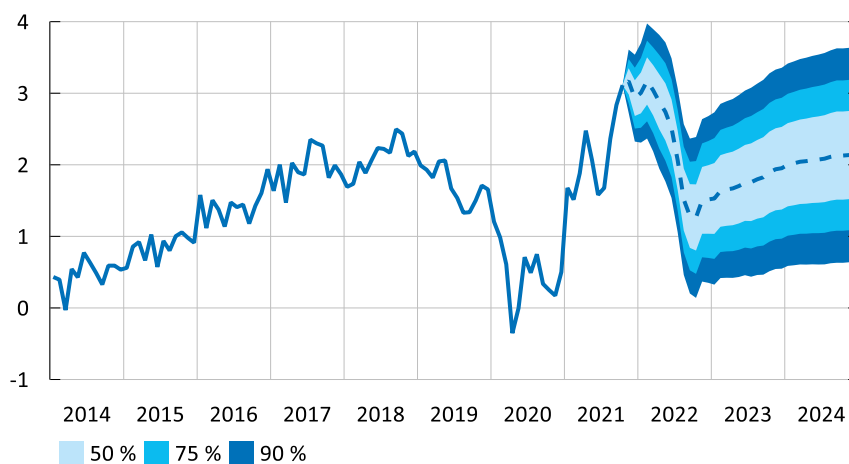
⁵ Se Finansiell stabilitetsrapport 2021:2, Sveriges riksbank.

der, inte minst i Europa, och på en del håll har det återinförts restriktioner. Om pandemin skulle förvärras och flera stora ekonomier inför begränsningar av samhällslivet samtidigt som stämningsläget försämras bland hushåll och företag, skulle detta sannolikt medföra lägre BNP och högre arbetslöshet.

Inflationen är just nu hög, men väntas sjunka tillbaka under det närmaste året. Prognoser för inflationsutvecklingen är, precis som andra prognoser, omgärdade med osäkerhet på både kort och lång sikt. Det finns faktorer som skulle kunna leda till både högre och lägre inflation. I diagram 11 illustreras detta av osäkerhetsintervallet kring Riksbankens huvudscenario.

Diagram 11. KPIF med osäkerhetsintervall

Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken.

Den snabba uppgången i inflationen sedan mitten av innevarande år har överraskat många bedömare och föranlett påtagliga upprevideringar av prognoser. Detta avspeglar osäkerheten kring inflationstrycket. Inte minst är det osäkert hur utbudsstörningarna påverkar produktionen och inflationen. Utbudsproblemen bedöms i Riksbankens prognoser leda till högre inflation på kort sikt, men gradvis avta när efterfrågan växer långsammare och utbudet anpassas. Det är svårt att med exakthet avgöra hur lång tid denna anpassning kommer att ta och hur länge störningarna påverkar priser i olika led.

Eftersom den ekonomiska utvecklingen under pandemin är så annorlunda från alla tidigare episoder i världsekonomin är det svårt att dra lärdomar från historien. Om störningarna skulle lösas upp snabbare än väntat kan inflationen bli lägre än i Riksbankens huvudscenario. Inflationen kan också bli lägre, i alla fall på kort sikt, om pandemins utveckling på nytt förvärras och dämpar efterfrågan i ekonomin. Men om utbudsproblemen blir mer utdragna kan inflationen bli högre. Det gäller i synnerhet om den högre inflationen också får effekter på löner och inflationsförväntningar på ett sätt som ger upphov till en bredare uppgång i kostnadstrycket än vad som ligger i Riksbankens prognos.

Energipriserna har också stor påverkan på hur inflationen utvecklas. Terminspriseringen indikerar att energipriserna inte kommer att öka lika snabbt framöver som de har gjort under 2021. Men de senaste månadernas utveckling visar att EU:s energimarknad är känslig för störningar och utvecklingen framöver är svårbedömd. Såväl väder som politiska beslut, inklusive framtida gasleveranser från Ryssland, kommer att påverka hur energipriserna förändras. Det går inte heller att utesluta att de snabbt stigande energipriserna påverkar hushållens och företagens förväntningar på framtida löner och priser mer kraftfullt än vi hittills har sett, vilket skulle kunna driva upp inflationen mer än i Riksbankens huvudscenario.

Sambandet mellan inflationen i Sverige och omvärlden är komplicerat och beror på drivkrafterna bakom rörelserna. Men det är rimligt att anta att en högre inflation i omvärlden även leder till högre svensk inflation genom att ökningstakten i importpriserna blir högre. Om det globala inflationstrycket skulle bli betydligt starkare än väntat, skulle också inflationen i Sverige kunna bli högre. En högre omvärldsinflation skulle också kunna innebära att räntorna i omvärlden stiger. De direkta ekonomiska konsekvenserna för Sverige av en sådan ränteuppgång är sannolikt små. Det kan dock inte uteslutas att en uppgång i marknadsräntor bidrar till att det uppstår oro på de finansiella marknaderna och att detta medför förhållandevis stora konsekvenser även för svensk ekonomi.

Den snabba uppgången i inflationen i många länder, inte minst i USA, följer på en längre period med ovanligt låg inflation. Under den perioden har globala realräntor varit låga. Det innebär att penningpolitikens utrymme att motverka den låga inflationen varit begränsat. Inflationen är nu högre, men enligt många bedömare är uppgången tillfällig. Samtidigt finns det flera faktorer som talar för att de globala realräntorna kommer vara låga även framöver (se fördjupning "Låga globala räntor även framöver?"). Det finns därmed en risk för att världsekonomin återgår till ett läge med ihållande låg inflation, där penningpolitikens möjligheter att agera fortsätter att vara begränsade.

Penningpolitiken behöver löpande anpassas till förändrade konjunktur- och inflationsutsikter. Riksbanken har beredskap att justera expansiviteten i båda riktningarna. Direktionen kan sänka reporäntan eller på andra sätt göra penningpolitiken mer expansiv om inflationsutsikterna försvagas. Det gäller särskilt om förtroendet för inflationsmålet skulle vara hotat. Om inflationen däremot påtagligt och varaktigt skulle väntas överstiga målet skulle en mindre expansiv penningpolitik vara motiverad. En anpassning för att minska expansiviteten skulle kunna ske via reporäntehöjningar och/eller neddragningar av tillgångsinnehavet.

2 Hög inflation präglar de finansiella marknaderna

Utvecklingen på de internationella finansmarknaderna har den senaste tiden präglats av investerarnas tro på en mer varaktig period med hög inflation. Marknadsbaserade inflationsförväntningar stiger, vilket bidrar till stigande obligationsräntor och förväntningar om att centralbanker kommer att höja sina styrräntor och trappa ner sina tillgångsköp tidigare än marknadsaktörerna räknat med. Skillnaderna mellan räntor på riskfyllda och riskfria tillgångar fortsätter att vara små, samtidigt som aktiemarknaden har återhämtat sig efter en nedgång i september. Det indikerar att efterfrågan på riskfyllda tillgångar är fortsatt hög.

Den internationella utvecklingen har påverkat svenska förhållanden och räntorna har stigit något från mycket låga nivåer. Hushåll och företag bedöms även fortsatt ha god tillgång till billig finansiering. En mild trendmässig försvagning av kronan i år följdes av en tydlig förstärkning under oktober. De finansiella förhållandena bedöms sammantaget vara fortsatt mycket expansiva som ett resultat av den ekonomiska utvecklingen och den ekonomiska politiken.

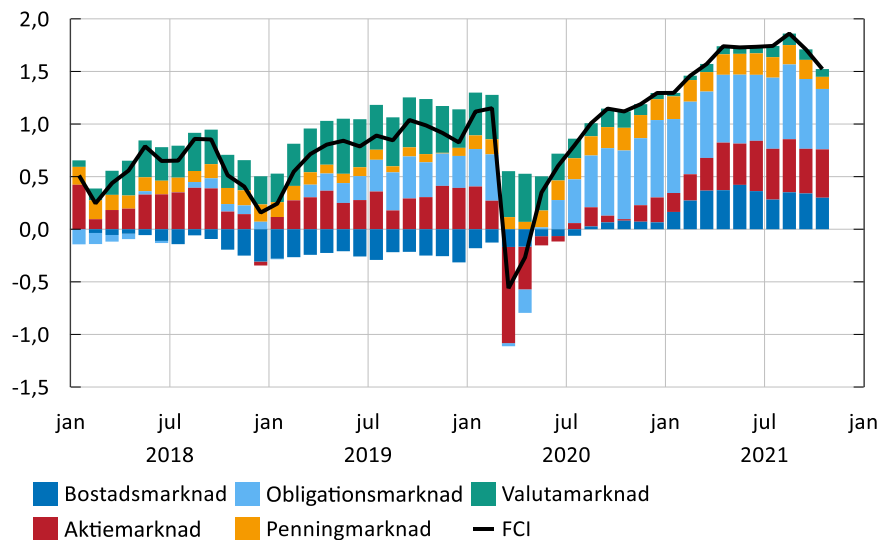
2.1 Något högre räntor i spåren av stigande inflationsförväntningar

Trots en viss ökning i smittspridningen i Europa har osäkerheten kring pandemins ekonomiska effekter framöver mildrats något. Efterfrågan på varor och tjänster är hög och fortsatta störningar i producentled och stigande energipriser har under hösten bidragit till högre inflation. På de internationella finansmarknaderna har marknadsaktörer justerat upp sina inflationsförväntningar vilket återspeglas i att ränteskillnaderna mellan nominella och reala statsobligationer har ökat ytterligare sedan september. Men trots att de nominella räntorna har stigit något fortsätter ränteläget att vara mycket lågt i ett historiskt perspektiv. Enligt marknadsprissättningen förväntas centralbankerna höja styrräntorna tidigare än vad marknadsaktörerna väntade sig för bara några månader sedan. Efterfrågan på riskfyllda tillgångar verkar dock vara fortsatt stark. Aktiepriserna har återhämtat sig efter en nedgång i september och ränteskillnaderna mellan riskfyllda obligationer och statsobligationer är alltså mycket små.

Den internationella utvecklingen har fått svenska räntor att stiga, men det fortsatt låga ränteläget fortsätter att vara en viktig förklaring till att de finansiella förhållandena i Sverige är expansiva (se diagram 12).⁶

Diagram 12. Index för finansiella förhållanden i Sverige

Standardavvikelser. Ett högre värde anger mer expansiva finansiella förhållanden



Källa: Riksbanken.

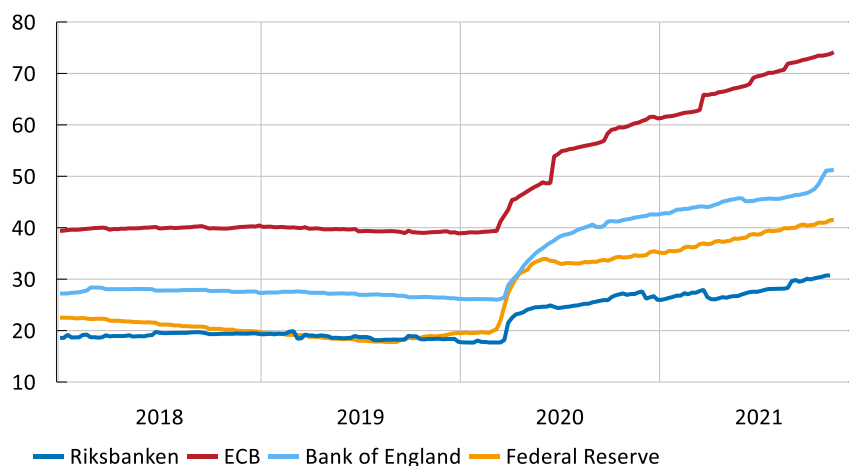
Centralbankerna anpassar penningpolitiken till återhämtningen i den ekonomiska aktiviteten

De stora centralbankerna runt om i världen för en mycket expansiv penningpolitik. Under pandemin har de kompletterat låga styrräntor med bland annat tillgångsköp och sammantaget har centralbankernas balansräkningar därför vuxit kraftigt som andel av BNP (se diagram 13). Men i och med den snabba återhämtningen i den ekonomiska aktiviteten och uppgången i inflationen har centralbankerna nu i allt högre grad börjat trappa ned tillgångsköpen och diskutera behovet av styrräntehöjningar framöver.

⁶ För detaljer kring indexet som visas i diagrammet se J. Alsterlind, M. Lindskog och T. von Brömsen, "Ett index för de finansiella förhållandena", *Staff memo*, februari 2020, Sveriges riksbank. Notera att indexet till skillnad från tidigare nu även omfattar räntor på företagsobligationer.

Diagram 13. Centralbankers balansomslutning

Procent av BNP



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

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

Vid mötet i november lämnade den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, styrräntan oförändrad inom intervallet 0,0–0,25 procent. Samtidigt beslutade man om en gradvis nedtrappning av nettoköpen av tillgångar, vilket innebär att innehavet ökar allt långsammare. I mitten av november minskades nettoköpen från 120 till 105 miljarder dollar per månad och i december minskas takten ytterligare. Vid novembermötet presenterades inga nya prognoser, men vid mötet i september justerade FOMC-ledamöterna upp sina prognoser för styrräntan så att deras medianprognos indikerade en höjning av styrräntan i slutet av 2022.

Bank of England har, utöver att kommunicera sin syn på hur penningpolitiken kan göras mindre expansiv framöver, signalerat ett ökat behov av styrräntehöjningar i närtid. Vid det penningpolitiska mötet i början av november valde man dock att hålla styrräntan oförändrad. Man beslutade vidare att fortsätta köpa statsobligationer för att öka innehavet till motsvarande 875 miljarder pund och bibehålla innehavet av företagsobligationer om 20 miljarder pund.

ECB annonserade, till skillnad från Federal Reserve, inga förändringar i penningpolitiken vid mötet i oktober. Styrräntorna lämnades oförändrade på nuvarande nivåer och man fortsätter att inom ramen för det program för tillgångsköp som var på plats före pandemin (APP) köpa obligationer för motsvarande 20 miljarder euro per månad, utöver de köp som krävs för att kompensera för att en del av obligationsinnehavet förfaller. ECB behöll även ramen på 1 850 miljarder euro för de tillgångsköp som sker inom det särskilda pandemiprogrammet (PEPP) och programmet för utlåning till hushåll och företag via bankerna (TLTRO-III). I likhet med i september kommunicerade ECB också att en något långsammare utökning av innehavet inom pandemiprogrammet än under föregående två kvartal är tillräckligt för att bevara de gynnsamma finansieringsförhållandena.

Efter ECB:s möte steg differensen mellan långa räntor i ekonomier med relativt svaga statsfinanser och motsvarande tyska räntor något. Detta hänger sannolikt samman med viss oro bland investerare för att ECB:s köp av dessa länders statsobligationer kommer att minska när pandemiprogrammet väntas avslutas i mars nästa år.

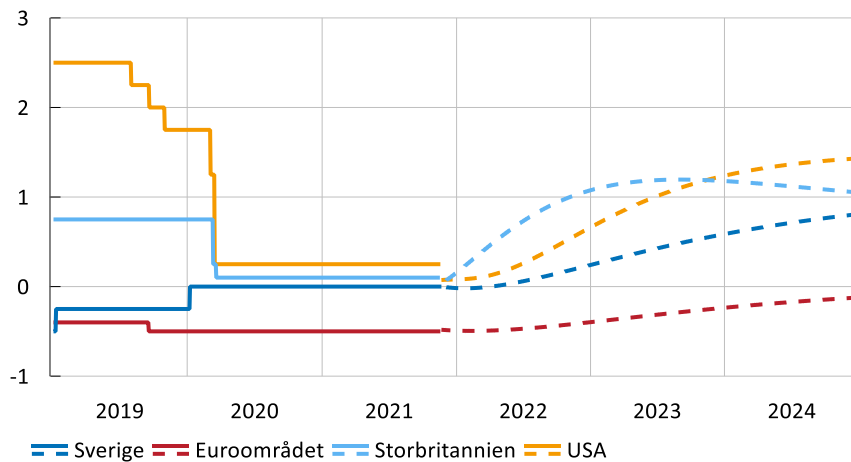
Andra centralbanker har också påbörjat nedtrappningar av sina tillgångsköp samt signaler, och i vissa fall redan inlett, räntehöjningar. Norges bank höjde styrräntan i september, mot bakgrund av den starka ekonomiska utvecklingen och för att förhindra uppbyggnaden av finansiella obalanser.⁷ Vid sitt möte i november höll man fast vid att nästa räntehöjning väntas ske i december. Den kanadensiska centralbanken, som redan tidigare minskat takten i sina tillgångsköp, meddelade i slutet av oktober att man framöver endast köper obligationer för att kompensera för förfall och därmed inte längre utökar tillgångsinnehavet. Man planerar därutöver att höja styrräntan i mitten av 2022, vilket är tidigare än i den föregående bedömningen. Den australiska centralbanken, som i september påbörjade en nedtrappning av sina tillgångsköp, avslutade vid sitt möte i november sitt åtagande vad gäller så kallad "Yield Curve Control", som i detta fall gick ut på att hålla räntan på treåriga statsobligationer under 0,1 procent. Den nya zeeländska centralbanken avslutade sina tillgångsköp i juli och höjde som väntat styrräntan vid sitt möte i oktober.

Sedan september har också marknadsprissättningen börjat visa tecken på förväntningar om tidigare räntehöjningar i flera ekonomier. Trots skiftet i förväntningarna väntas centralbankernas styrräntor sammantaget förbli historiskt sett låga under en lång tid (se diagram 14). En annan indikation på att marknadsaktörer förväntar sig tidigare räntehöjningar är uppgången i räntorna på statsobligationer med två års löptid (se diagram 17).

⁷ Norges Banks penningpolitiska mandat innebär att man utöver att uppfylla inflationsmålet ska motverka uppbyggnaden av finansiella obalanser, se Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet 2021:3, Norges Bank.

Diagram 14. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning

Procent



Anm. Terminsräntorna beskriver marknadsbaserade förväntningar om dagslåneräntan, vilket inte alltid motsvarar styrräntan. Streckade linjer avser terminsräntor 2021-11-22.

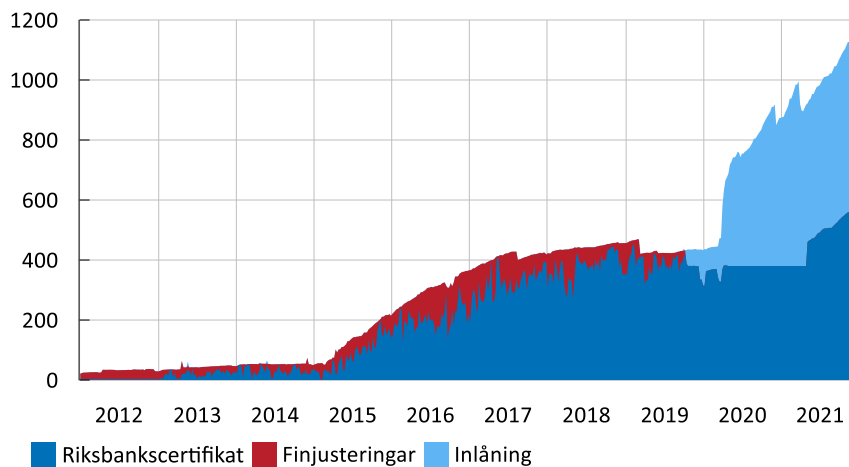
Källor: Macrobond och Riksbanken.

Låga räntor på den svenska penningmarknaden

Förväntningar om en fortsatt expansiv penningpolitik från Riksbankens sida är en viktig förklaring till att räntorna på den svenska penningmarknaden är låga. Terminsprissättningen indikerar att Riksbanken väntas ha höjt styrräntan till 0,25 procent i slutet av 2022 (se diagram 14). Enligt Kantar Sifos Prosperaundersökning i november, väntar sig penningmarknadens aktörer i genomsnitt att reporäntan har höjts till 0,25 procent om två år. Fördelningen av svaren i undersökningen har också ändrats något och även medianrespondenten förväntar sig nu, till skillnad från i undersökningen i september, att räntan har höjts om två år. Enligt samma undersökning väntar sig medianrespondenten, i linje med vad Riksbanken kommunicerat, fortsatta nettoköp under fjärde kvartalet och att storleken på Riksbankens tillgångsportfölj upprätthålls under de tre första kvartalen nästa år.

Riksbanken har köpt obligationer i penningpolitiskt syfte sedan 2015, vilket har inneburit att likviditetsöverskottet i banksystemet har ökat. Riksbankens beslut om nya tillgångsköp och utlåningsprogram under pandemin har påtagligt förstärkt denna utveckling (se diagram 15).

Diagram 15. Likviditetsöverskott i banksystemet, inlåning och Riksbankscertifikat
Miljarder kronor



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

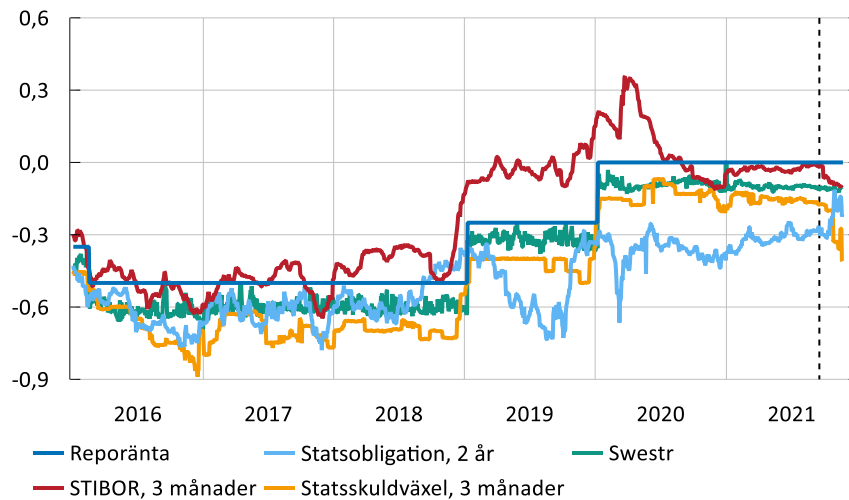
Källa: Riksbanken.

Svenska penningmarknadsräntor är fortsatt mycket låga (se diagram 16). Riksbankens referensränta Swestr visar att de faktiska transaktioner som genomförs i svenska kronor från en affärsdag till nästa bankdag sker till en ränta nära inlåningsräntan i Riksbankens stående facilitet, det vill säga något under reporäntan.⁸ Räntan på en tremånaders statsskuldsväxel och tremånaders STIBOR har sjunkit i oktober. Utvecklingen bedöms framför allt vara ett uttryck för att bankerna krymper sina balansräkningar mot slutet av året för att minska sin årliga resolutionsavgift. Detta gör man genom att tillfälligt sänka räntorna på inlåningen, vilket får till följd att aktörer med inlåning istället efterfrågar relativt säkra tillgångar, som till exempel statsskuldsväxlar eller korta bostadsobligationer. Räntorna på statsobligationer med löptider upp till två år är fortfarande lägre än reporäntan. 2-årsräntan har visserligen stigit den senaste tiden, men inte fullt så mycket som förväntningarna om tidigare lagda reporäntehöjningar implicerar.

⁸ Swestr kan användas i finansiella kontrakt från och med den första september 2021. För mer information se <https://www.riksbank.se/sv/statistik/swestr/>.

Diagram 16. Reporäntan och marknadsräntor

Procent



Anm. För perioden 2016-01-04 till 2021-08-31 är Swestr uppskattad med hjälp av den beräkningsmetod och det transaktionsurval som Riksbanken idag använder för att ta fram dagliga noteringar Swestr sjunker mycket kraftigt den sista bankdagen varje år, noteringar som utelämnats i detta diagram. Den streckade linjen markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i september.

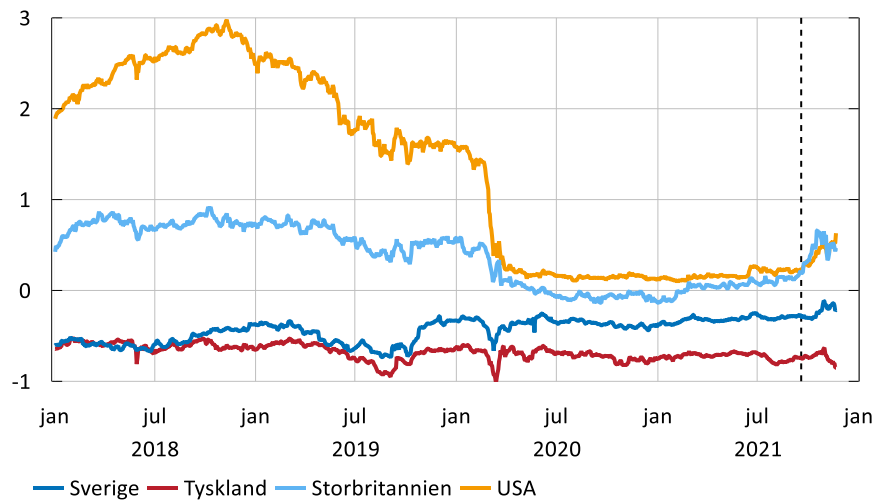
Källor: Macrobond, Refinitiv och Riksbanken.

Ränteuppgång speglar marknadsförväntningar om tidigarelagda räntehöjningar

Statsobligationsräntorna fortsätter att vara låga världen över. På senare tid har dock den höga efterfrågan i ekonomin i kombination med flaskhalsar i produktionen och stigande energipriser bidragit till högre inflation och många marknadsaktörer väntar sig större och mer varaktiga effekter på inflationen än de tidigare räknat med. I och med att investerare försöker kompensera sig för detta har de nominella räntorna stigit något. På kortare löptider reflekterar ränteuppgången till stor del även förväntningar om tidigarelagda räntehöjningar (se diagram 17).

Diagram 17. Statsobligationsräntor, 2 års löptid

Procent



Anm. Nollkupongräntor för Sverige, Tyskland och Storbritannien. 2-årig benchmarkränta för USA. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i september.

Källor: Nationella centralbanker, US Treasury och Riksbanken.

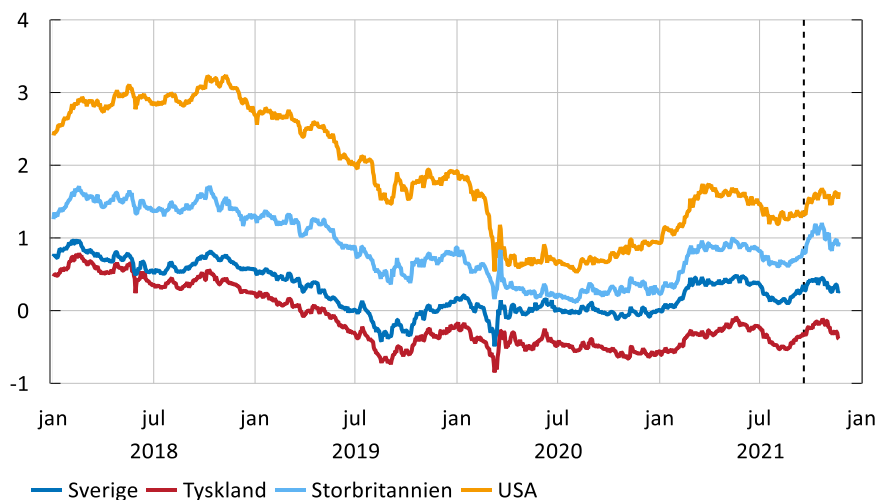
Eftersom drivkrafterna bakom inflationsuppgången till stor del är internationella, är det naturligt att utvecklingen även påverkar svenska räntor. Ränteuppgången på statsobligationer har varit mindre i Sverige och Tyskland där marknadsaktörernas förväntningar skiftat mindre i riktning mot tidigare räntehöjningar än i USA och Storbritannien (se diagram 17). I Sverige dämpas ränteuppgången också av den tillfälligt höga efterfrågan på riskfria tillgångar. Denna effekt förstärks sannolikt också av att utbudet av riskfria tillgångar är lågt. Ett nedjusterat lånebehov för staten innebär att en lägre mängd statsobligationer emitteras nästa år samtidigt som Riksbanken nu äger en betydande andel av utestående volymer statsobligationer.

En indikation på att den höga efterfrågan i kombination med det låga utbudet har haft betydelse för de finansiella marknaderna är resultaten i Riksbankens finansmarknadsenkät i november. Som exempel uppger en majoritet av de svarande att likviditeten på andrahandsmarknaden för nominella statsobligationer är mycket dålig. Bedömningen av räntemarknadens funktionssätt har också försämrats sedan enkäten i april 2021 och är nu på ungefär samma nivå som före pandemin.

Även om svenska statsobligationsräntor har stigit något är de fortsatt mycket låga i ett historiskt perspektiv (se diagram 18).

Diagram 18. 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 september.

Källor: Nationella centralbanker, US Treasury och Riksbanken.

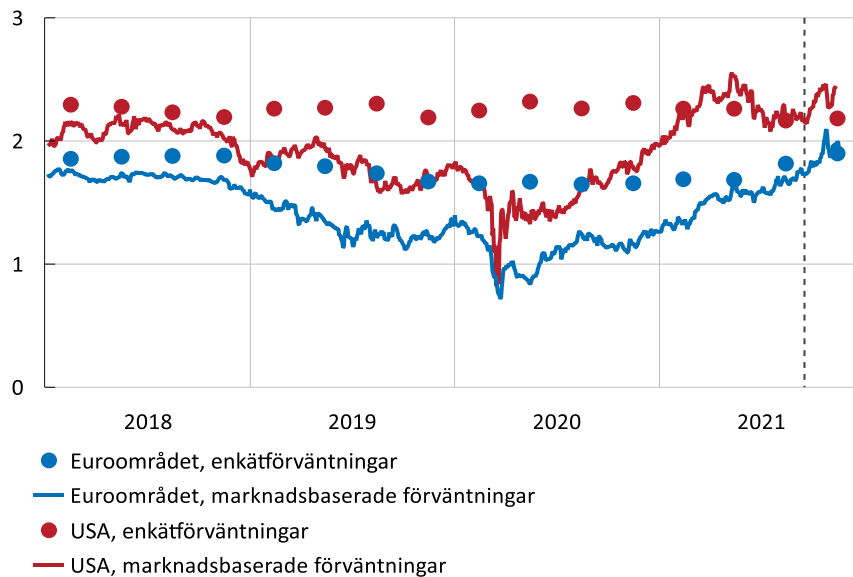
Stigande inflationsförväntningar

Inflationen har varit fortsatt hög efter sommaren och steg ytterligare något i oktober i såväl USA som euroområdet. Jämfört med läget vid det penningpolitiska mötet i september har marknadsbaserade mått på långsiktiga inflationsförväntningar fortsatt stiga något (se diagram 19).

Även i Sverige har inflationen fortsatt att öka de senaste månaderna och sedan det penningpolitiska mötet i september har såväl marknads- som enkätbaserade mått på långsiktiga inflationsförväntningar stigit (se diagram 7 i kapitel 1). Liksom för de utländska motsvarigheterna är de marknadsbaserade måtten inte nödvändigtvis rena mått på förväntningarna eftersom de också speglar olika marknadsförhållanden. Detta kan vara en förklaring till att dessa mått ligger något högre än de enkätbaserade måtten. Enligt Kantar Sifos Prosperaundersökning i november förväntar sig penningmarknadens aktörer i genomsnitt att inflationen på fem års sikt kommer att vara 2 procent (enligt KPI), vilket utgör en mindre uppgång sedan undersökningen i oktober. Den är på en betydligt högre nivå än de som uppmättes före pandemin. På ett års sikt var uppgången för inflationsförväntningarna sedan oktober i stället något större.

Diagram 19. Långsiktiga inflationsförväntningar i euroområdet och USA

Procent



Anm. De marknadsbaserade måtten på inflationsförväntningarna avser en 5-årig period med start om 5 år. För euroområdet är de beräknade från inflationsswappar och avser HIKP. För USA är de beräknade utifrån obligationsräntor och avser KPI. Enkätförväntningarna avser inflationen på 5 års sikt för euroområdet (ECB Survey of Professional Forecasters) och den genomsnittliga inflationen på 5–10 års sikt för USA (Federal Reserve Bank of Philadelphia). Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i september.

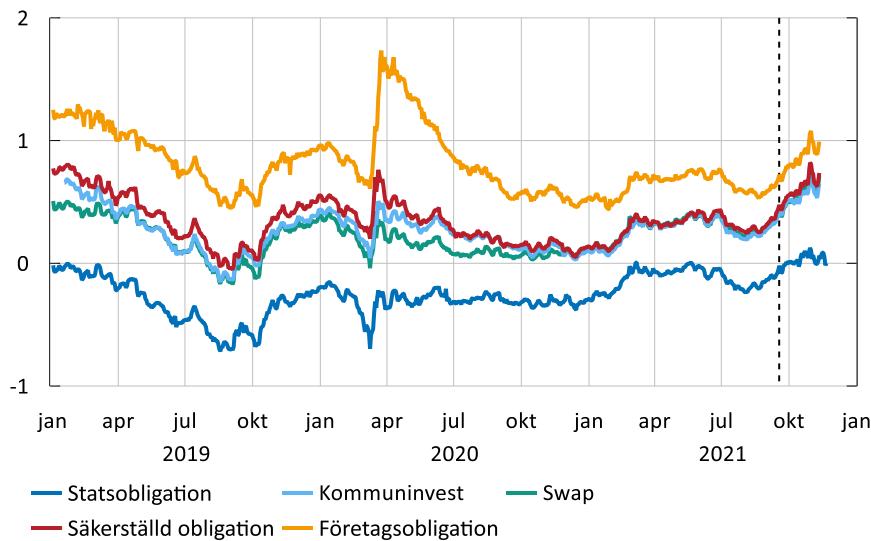
Källor: Bloomberg, Macrobond och Riksbanken.

Fortsatt låga riskpremier på obligationsmarknaderna

Uppgången i statsobligationsräntor i många ekonomier har även inneburit att räntorna på riskfyllda obligationer har ökat under hösten. Ränteskillnaderna mellan företagsobligationer och statsobligationer har dock fortsatt att vara mycket små i såväl USA som euroområdet. I Sverige har ränteskillnaderna mellan riskfyllda obligationer och statsobligationer istället ökat något, även om de är fortsatt låga i ett historiskt perspektiv. Riksbanken bedömer dock inte att denna uppgång reflekterar ökade riskpremier på de svenska obligationsmarknaderna. Ett annat sätt att uppskatta riskpremierna är att jämföra räntan på riskfyllda obligationer med räntan på så kallade ränteswappar. Med detta mått är riskpremierna i stort sett oförändrade i Sverige sedan det penningpolitiska mötet i september och antyder i likhet med utvecklingen i omvärlden inte några betydande förändringar i riskpremier på obligationsmarknaderna (se diagram 20).

Diagram 20. Oblighationsräntor i Sverige, 5 års löptid

Procent



Anm. Räntorna på säkerställda obligationer, företagsobligationer och statsobligationer är noll-kuponräntor beräknade med Nelson-Siegel-metoden. Företagsobligationer avser företag med ett högt kreditbetyg. Säkerställda obligationer avser obligationer utgivna av Stadshypotek och kommunobligationerna är utgivna av Kommuninvest i Sverige AB. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i september.

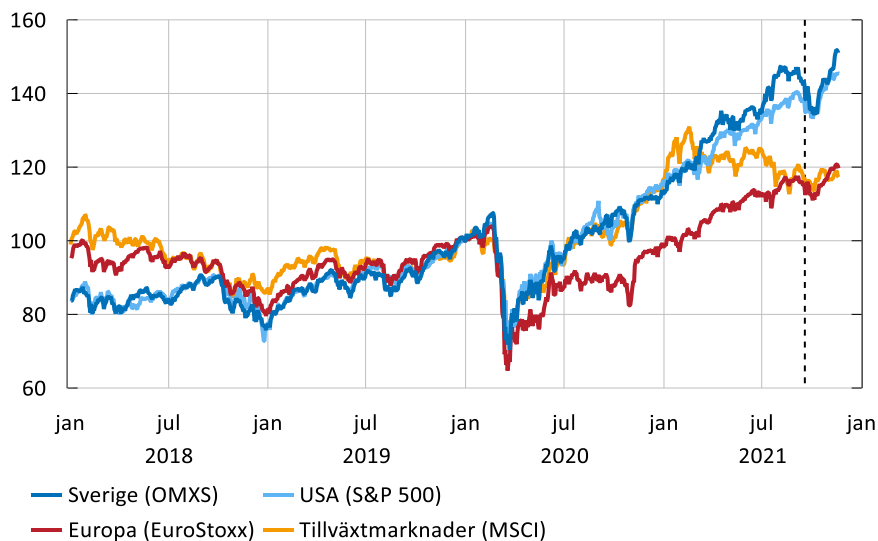
Källor: Bloomberg, Macrobond, Refinitiv och Riksbanken.

Breda prisuppgångar på aktiemarknaderna

Ekonomisk-politiska stimulanser och den ekonomiska återhämtningen har bidragit till att aktiemarknaderna har utvecklats mycket starkt i år, även om utvecklingen i september präglades av viss oro kring bland annat pandemiförloppet i USA och signalerna om mer åtstramande penningpolitik i omvärlden. Aktieprisuppgången har varit särskilt stor i USA och Sverige där OMXS stigit med ungefär 30 procent hittills i år (se diagram 21).

Diagram 21. Börsutveckling i inhemsk valuta

Index, 2019-12-31 = 100



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

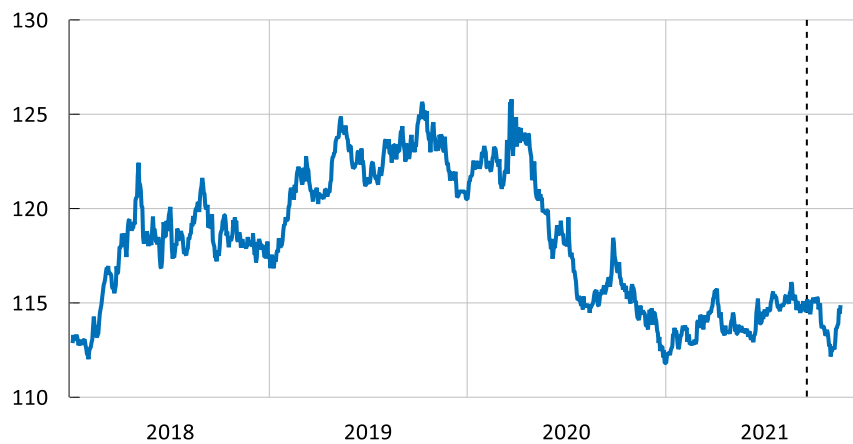
Källa: Macrobond.

Stabil kronutveckling

Kronan, som av investerare normalt betraktas som en mer riskfylld valuta än till exempel dollarn och euron, försvagades i samband med pandemins utbrott, men har sedan dess stärkts tydligt. Detta innebär ett visst brott mot den trendmässiga försvagningen som präglade kronans utveckling åren dessförinnan. I år har kronan stabiliserats och är nu några procent svagare än vad den var i början av året (se diagram 22). Den senaste tidens variationer sammanfaller relativt väl med rörelser i aktiepriser. Detta indikerar att variationer i viljan att hålla riskfyllda tillgångar har påverkat kronans utveckling på senare tid. Kronan är under andra halvan av november ungefär oförändrad jämfört med vad den var vid det penningpolitiska mötet i september. Den senaste tiden har kronan utvecklats något svagare, framför allt gentemot den amerikanska dollarn. Det är sannolikt en följd av hög amerikansk inflation och att marknadsaktörer anpassat sina förväntningar om en tidigare lagd styrräntehöjning.

Diagram 22. 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 september.

Källor: Riksbanken.

2.2 Svenska hushåll och företag har god tillgång till lån med låga räntor

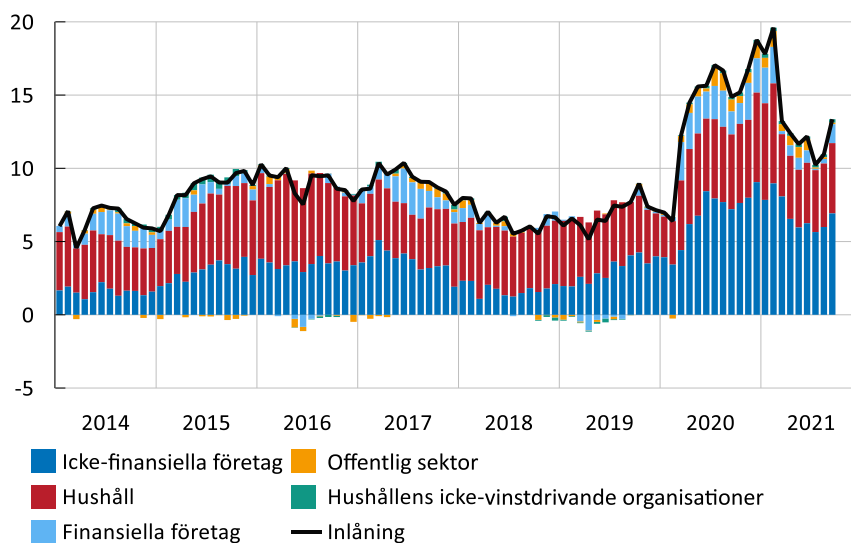
Gynnsamma finansieringsvillkor för svenska banker

Svenska banker möter mycket låga räntor på svenska och utländska penningmarknader och kan därigenom få billig kortfristig finansiering. Den mer långfristiga finansieringen ordnar bankerna främst genom att ge ut säkerställda obligationer. Räntorna på dessa obligationer är också historiskt låga, bland annat som en följd av Riksbankens penningpolitik (se diagram 16 och diagram 20).⁹ En viktig finansieringskälla för bankerna är också inlåningen från hushåll och företag. Denna har ökat de senaste åren, även om tillväxten fallit tillbaka något under 2021 (se diagram 23). Att bankerna har god tillgång till billig finansiering bidrar till att de kan erbjuda lån med låga räntor till hushåll och företag.

⁹ För en diskussion av marknaden för säkerställda obligationer, se fördjupningen "Marknaden för svenska säkerställda obligationer under coronapandemin" i Finansiell stabilitetsrapport, 2021:2, Sveriges riksbank. För en diskussion om utvecklingen av riskpremierna på denna marknad under pandemin, se J. Alsterlind, "Utvecklingen av riskpremierna på säkerställda obligationer under coronapandemin", *Ekonomiska kommentarer* nr 13, 2021, Sveriges riksbank.

Diagram 23. Inlåning och bidrag till inlåning i monetära finansiella institut

Årlig procentuell förändring och procentenheter



Anm. Inlåning avser avistainlåningen och inlåningen med vissa villkor i MFI. Hushåll avser hushåll exkl. hushållens icke-vinstdrivande organisationer. Finansiella företag avser finansiella företag exkl. MFI.

Källa: SCB.

Snabbt växande utlåning till hushållen och välfungerande kreditförsörjning till företagen

Under våren 2020 satte Riksbanken in en rad åtgärder för att undvika en situation där banker och investerare på tillgångsmarknaderna snabbt skulle strama åt sin utlåning och därmed försämma kreditförsörjningen i den svenska ekonomin. I kombination med åtgärderna från regeringar och andra centralbanker och myndigheter innebar detta att kreditflödet i ekonomin sammantaget kunde upprätthållas och en fördjupad lågkonjunktur kunde undvikas.

För hushållen står bostadslånen för drygt 80 procent av de totala lånen. Eftersom bostadspriserna har ökat kraftigt under pandemin och bostadsköp till stor del finansieras med lån har detta också inneburit allt högre skulder hos hushållen. I september var skulderna ungefär 7 procent högre än motsvarande månad ifjol (se diagram 24). Den sammantagna skuldtillväxten för hushållen var dock något lägre, eftersom bland annat konsumtionslånen växte i en något långsammare takt.¹⁰

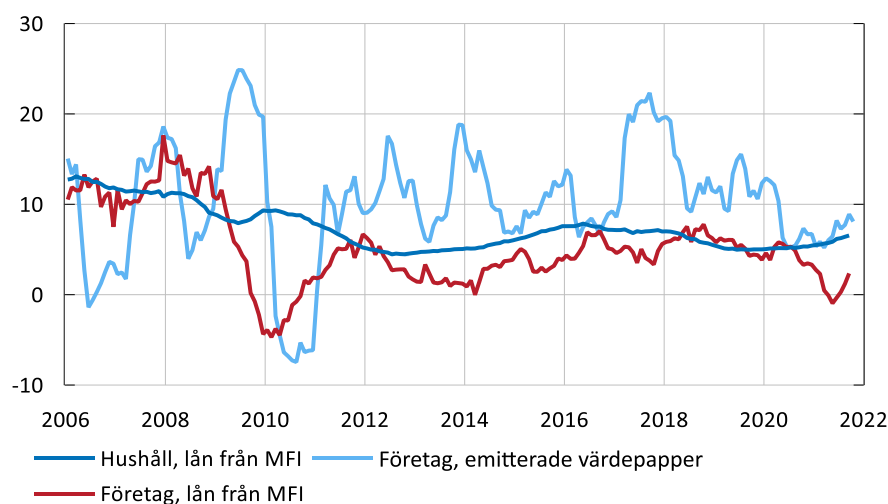
För den stora majoriteten av svenska företag är banklån det dominerande sättet att låna pengar, även om marknadsfinansieringen står för en allt större andel av företagssektorns totala upplåning på senare år. Detta i och med att många större företag, inte minst inom fastighetssektorn, emitterar certifikat och obligationer. Samtidigt som utlåningen till företag från banker och andra monetära finansiella institut, MFI, ökade med drygt 2 procent i september fortsatte företagets marknadsfinansiering att stiga

¹⁰ För en utförligare diskussion om hushållens skulder, se *Finansiell stabilitetsrapport*, 2021:2, Sveriges riksbank.

allt snabbare (se diagram 24). Tillväxten i utestående volym emitterade värdepapper ökar nu med nära 10 procent jämfört med samma period föregående år. Att utlåningen MFI växer förhållandevis långsamt beror sannolikt på en svag kreditefterfrågan och på att stora företag lånade mycket under fjolåret och nu inte behöver låna lika mycket.¹¹ Mindre företag har däremot ökat sina lån under 2021, men de står för en betydligt mindre del av den totala utlåningen än de stora bolagen.

Diagram 24. Hushållens och företagens upplåning

Årlig procentuell förändring



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

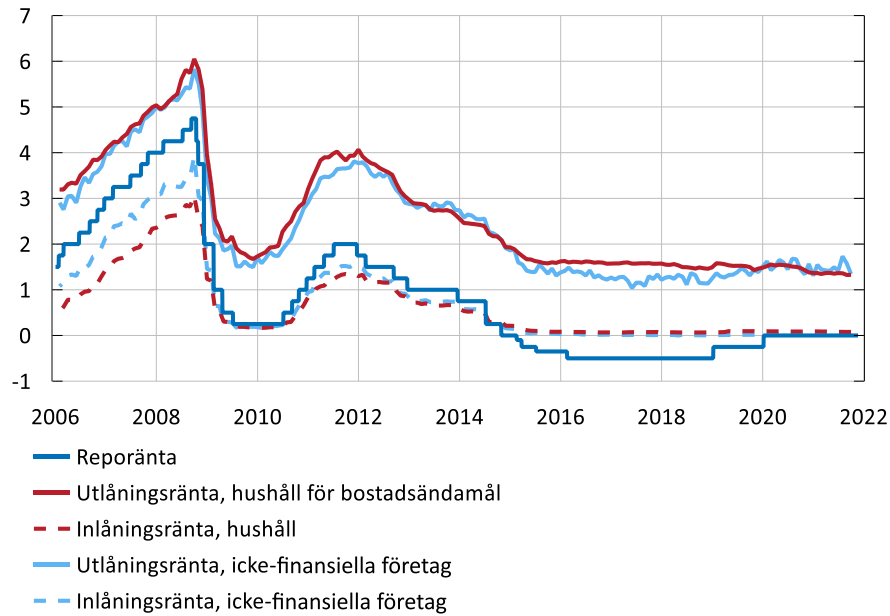
Källa: SCB.

De genomsnittliga räntorna för såväl hushållens nya eller omförhandlade bolån som de icke-finansiella företagens lån var drygt 1,3 procent i augusti. Utlåningsräntorna till hushåll och företag har varit låga och i stort sett oförändrade under en längre tid, även före pandemins utbrott (se diagram 25). Denna utveckling stödjer, tillsammans med enkäter från ALMI och Konjunkturinstitutet, bilden av att företagen fortsatt har lätt att finansiera sig.

¹¹ Företag inom vissa sektorer har även utnyttjat tillfälliga stödåtgärder för att minska sina löpande kostnader, vilket minskar behovet av finansiering. Det är även tänkbart att vissa företag valt att avvakta med att investera på grund av osäkerheten kring den ekonomiska utvecklingen.

Diagram 25. 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.

3 Hög efterfrågan i omvärlden och Sverige

Återhämtningen i omvärlden väntas fortsätta, men i en lugnare takt. Tillväxtutsikterna bedöms fortsatt som goda i de flesta länder som är viktiga för svensk handel, men tillväxten hämmas den närmaste tiden av höga energipriser och flaskhalsar i produktionen. Smittspridningen har ökat igen i Europa, men allt fler är vaccinerade och i huvudscenariot antas pandemins effekter på ekonomin bli marginella. I euroområdet och USA har framför allt höjda energipriser bidragit till att inflationstakten stigit snabbt, men uppgången bedöms som tillfällig och inflationen i omvärlden väntas sjunka tillbaka under 2022.

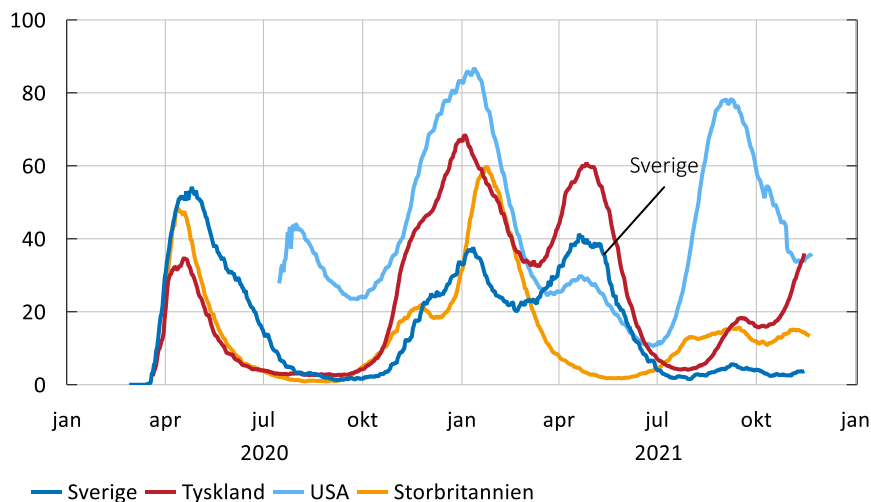
Efterfrågan i Sverige är stark men liksom i omvärlden dämpas tillväxten något av bristen på insatsvaror och logistikproblem. I och med att den inhemska efterfrågan är hög väntas aktiviteten i ekonomin utvecklas starkt framöver – sysselsättningen stiger och konjunkturen stärks. Stigande energipriser i kombination med flaskhalsar i produktionen och leveranskedjorna bidrar till att inflationen är en bit över inflationsmålet de kommande månaderna. KPIF-inflationen uppgick till 3,1 procent i oktober och väntas fortsätta vara runt 3 procent i några månader innan den faller tillbaka under nästa år. Från slutet av 2022 ökar inflationen igen. Då har efterfrågan varit hög under en längre tid, lönerna växer i snabbare takt och inflationen i omvärlden stiger. Mot 2024 bedöms inflationen mer varaktigt vara nära målet på 2 procent.

3.1 Goda tillväxtutsikter i omvärlden, tillfälligt högre inflation

I utvecklade länder är andelen av befolkningen som är vaccinerad nu förhållandevis hög medan vaccinationsprocessen i många framväxande ekonomier fortfarande går långsamt. Sedan september har antalet personer som vårdas på intensivvårdsavdelning minskat i flera utvecklade ekonomier även om det stigit i vissa av våra viktiga europeiska handelspartners under den allra senaste tiden (se diagram 26). Det är fortfarande oklart hur pandemin utvecklas framöver. Smittspridningen ökar i vissa länder i vår närmiljö och det finns en risk för att nya varianter av viruset innebär att vacciner inte ger lika bra skydd. Pandemins utveckling, vilka restriktioner som tillämpas samt eventuella beteendeförändringar hos hushåll och företag kommer att påverka den ekonomiska utvecklingen. I huvudscenariot antas pandemins effekter, på både människors hälsa och ekonomin, gradvis minska.

Diagram 26. Antalet patienter som vårdas på intensivvårdsavdelning för covid-19

Per en miljon invånare



Anm. Serierna visar antalet patienter som vårdas på intensivvårdsavdelning för covid-19 till slutet av vecka 46 2021. De senaste veckornas utfall är behäftade med osäkerhet till följd av eftersläpning i rapporteringen.

Källa: Our World in Data.

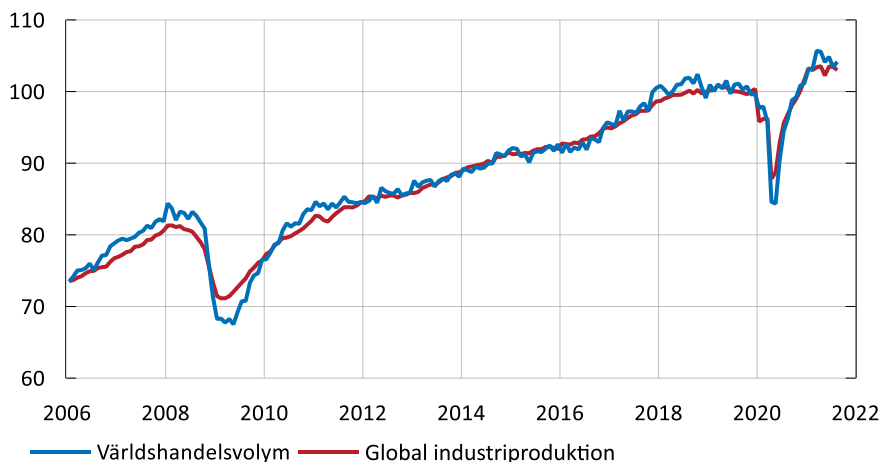
Utbudsstörningar och stigande energipriser hämmar omvärldsutvecklingen

Den globala industriproduktionen växte snabbt under andra halvåret i fjol och i början av 2021. Sedan mars har dock nivån på såväl världshandeln som den globala industriproduktionen utvecklats sidledes (se diagram 27). Produktionen och varuhandeln begränsas bland annat av bristen på halvledare och andra insatsvaror samt av störningar i de globala logistikkedjorna. Flera faktorer bidrar till denna utveckling. Fördelningen av containrar blev sned under pandemin och vissa hamnar behövde tidvis stänga till följd av covid-19-utbrott. Samtidigt har återhämtningen efter pandemins mest akuta skede inneburit att hushållen har efterfrågat mer varor istället för tjänster vilket har lett till mer handel av vissa typer av varor. Till exempel är halvledarexporten från Asien nu märkbart högre än 2019. Den fortsatta bristen på halvledare har skapat stora bekymmer i bland annat fordonsindustrin vilket märks tydligt bland annat i Tyskland.

Eftersom fraktbolagen inte tillräckligt snabbt kunnat anpassa sitt utbud till stigande efterfrågan har fraktpiserna fortsatt att stiga tydligt sedan i våras. Det är inte enbart sjöfrakter som påverkas – i Europa råder exempelvis även brist på lastbilschaufförer. Utbudsstörningarnas effekt på produktionen och världshandeln väntas klinga av gradvis under nästkommande år då efterfrågan skiftar tillbaka mot mer tjänster och fraktbolagen anpassar sitt utbud.

Diagram 27. Världshandelsvolym och global industriproduktion

Index, 2019 kv4 = 100



Anm. Världshandeln avser handel med varor.

Källa: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

Energipriserna har stigit tydligt de senaste månaderna. Oljepriset, som föll snabbt förra våren för att sedan återhämta sig gradvis, har stigit kraftigt och är nu ungefär 80 dollar per fat (se diagram 28). Till uppgången bidrog hög efterfrågan, stigande priser på naturgas och kol samt att länderna i OPEC+ har meddelat att de inte avser öka produktionen mer än vad som tidigare annonserats. Terminalspriserna indikerar att oljepriset väntas falla framöver för att nå strax under 70 dollar per fat i slutet av 2024.

Diagram 28. Råoljepris

USD per fat



Källor: Intercontinental Exchange och Riksbanken.

Även priset på andra energislag har ökat snabbt under hösten och i Europa har priset på såväl el som naturgas stigit snabbt (se diagram 29). Till prisuppgången på naturgas i Europa bidrar bland annat en ökad global efterfrågan, ovanligt låga lagernivåer för sä-

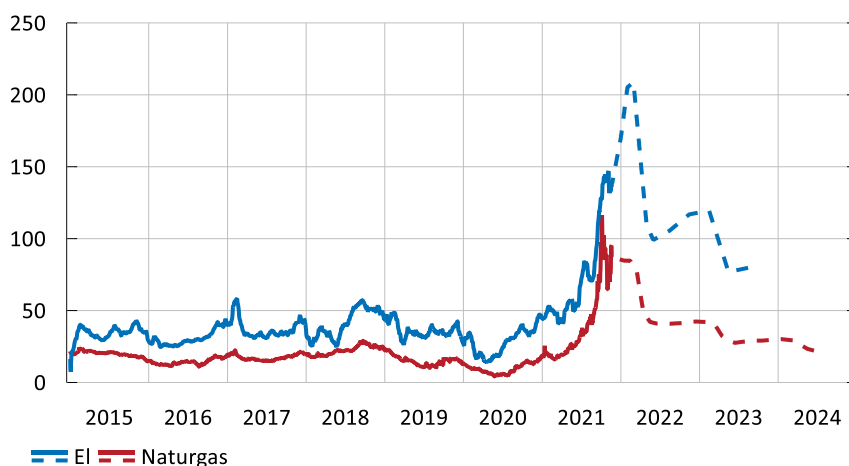
songen samt en lägre export än väntat från Ryssland. I slutet av oktober föll naturgaspriset tillbaka något då Ryssland lovade att exportera mer naturgas till Europa. Samtidigt ökade norska gasleveranser till övriga Europa i oktober.

Högre europeiska naturgaspriser bidrar i sin tur till högre elpriser. Naturgas står för ungefär en femtedel av EU:s elproduktion. Mindre tillgång till naturgas bidrar därutöver till högre efterfrågan på kol, vilket höjer priset på kol och dessutom priset på utsläppsrätter eftersom kol är mer koldioxidintensivt än naturgas. Det bidrar i sin tur till ytterligare högre elpriser.

Även om elpriserna väntas sjunka tydligt efter vintern visar de senaste månadernas utveckling att EU:s energimarknad är känslig för störningar. Utvecklingen framöver är svårbedömd och såväl väder som politiska beslut, inklusive framtida gasleveranser från Ryssland, kommer att ha betydelse.

Diagram 29. Tyska energipriser

EUR/MWh



Anm. För elpriset avser heldragen linje ett 30-dagars glidande medelvärde för spotpris. För naturgaspriser avser heldragen linje terminer för innevarande månad. Streckade linjer avser terminsprisättning.

Källor: European Energy Exchange och Intercontinental Exchange.

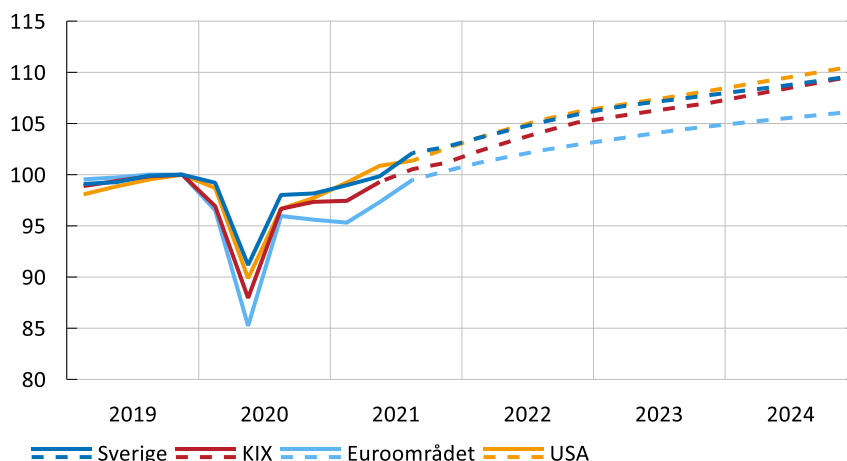
Fortsatt goda globala tillväxtutsikter

I takt med att fler har vaccinerats och restriktioner har lättats har återhämtningen fortsatt under andra kvartalet i de länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden. BNP (KIX-viktat) steg med historiskt sett höga 1,9 procent. Efterfrågan är fortsatt god. Under det andra halvåret väntas dock tillväxten dämpas då utbudet inte hinner stiga lika snabbt som efterfrågan. Som diskuterats ovan bedöms dessa störningar klinga av gradvis under nästkommande år. Sammantaget bidrar en fortsatt stark efterfrågan och en allt starkare arbetsmarknad tillsammans med låga räntor, till fortsatt goda tillväxtutsikter för omvärlden. En ökad smittspridning i vissa delar av Europa och nya begränsningsåtgärder i en del länder på den senaste tiden bedöms hämma tillväxten endast i begränsad omfattning. Efter att KIX-viktad BNP föll med knappt 5 procent

förra året väntas den växa med drygt 5 procent i år, drygt 4 procent nästa år och där-
efter drygt 2 procent 2023 och 2024 (se diagram 30).

Diagram 30. BNP i Sverige och omvärlden

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



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

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

Snabbt stigande energipriser i kombination med den svaga prisutvecklingen under andra halvåret i fjol bidrar till att inflationen i omvärlden stiger snabbt (se tabell 6 i prognostabellerna). Även om inflationen är betydligt högre i USA än i euroområdet finns gemensamma drag. Exempelvis har energipriser bidragit tydligt till inflationen i båda regionerna och den årliga prisökningstakten har stigit tydligt i de branscher som drabbades hårdast av pandemin, men som nu kunnat återöppnas.

Inflationsuppgången bedöms i stor utsträckning vara tillfällig. I linje med terminsprissättning och historiska mönster väntas energipriser inte öka tydligt framöver och den ovanligt svaga prisutvecklingen förra året påverkar den årliga prisförändringstakten allt mindre. Den sammanvägda inflationen (KIX-viktad) i omvärlden väntas bli 2,6 procent 2021 och 2,7 procent 2022 för att därefter dämpas till ungefär 2 procent.

Återhämtningen fortsätter i euroområdet

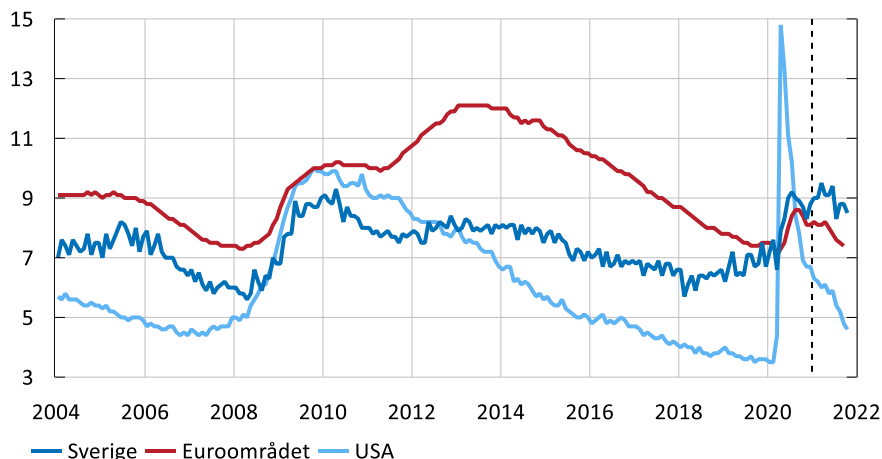
BNP i euroområdet växte under tredje kvartalet med 2,2 procent jämfört med andra kvartalet och har nu närmast sig de nivåer som rådde före pandemin (se diagram 30). Till och med det tredje kvartalet har BNP så gott som återhämtat sig till den nivå som rådde före pandemin i Tyskland, Frankrike och Italien. Samtidigt är BNP i Spanien, vars ekonomi är mer beroende av omvärldsturism, fortfarande betydligt lägre än före pandemin. Industriproduktionen i euroområdet är kvar på ungefär samma nivå som under inledningen av året, vilket bland annat beror på en svag utveckling i Tyskland.

Arbetslösheten i euroområdet har fortsatt att sjunka. I september uppgick den till 7,4 procent (se diagram 31). Även om arbetslösheten har sjunkit under året till följd av att antalet sysselsatta ökat mer än arbetskraften, stiger lönerna fortsatt i måttlig

takt. Det finns heller inga tecken på att en betydligt snabbare uppgång i lönerna är att vänta. Exempelvis har de tyska löneökningsskraven från arbetstagarorganisationerna som hittills framförts varit låga jämfört med före pandemin.

Diagram 31. Arbetslöshet i Sverige, euroområdet och USA

Procent av arbetskraften, säsongrensade data



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

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

Efterfrågan är god. Orderingången är stark bland företagen, förtroendet är högt bland hushåll och företag och arbetsmarknaden fortsätter att förbättras. Återhämtningen i ekonomin väntas därför fortsätta under prognosperioden även om den på kort sikt hämmas av exempelvis materialbrist kopplat till störningar i globala logistikkedjor och halvledarbrist. Även om hushållens reala disponibla inkomster dämpas något av den snabba uppgången i energipriserna bidrar deras höga sparande under pandemin, tillsammans med en starkare arbetsmarknad och låga räntor, till goda förutsättningar för en fortsatt uppgång i hushållens konsumtion. Efter ett fall på mer än 6 procent i fjol bedöms BNP i euroområdet stiga med drygt 5 procent i år och 4 procent nästa år. Återhämtningen stöds av en fortsatt expansiv penning- och finanspolitik. Gynnsamma finansiella förhållanden, eftersatta investeringar och EU:s gemensamma stimulanspaket, "Next Generation EU", bidrar till att stötta investeringstillväxten de närmaste åren.

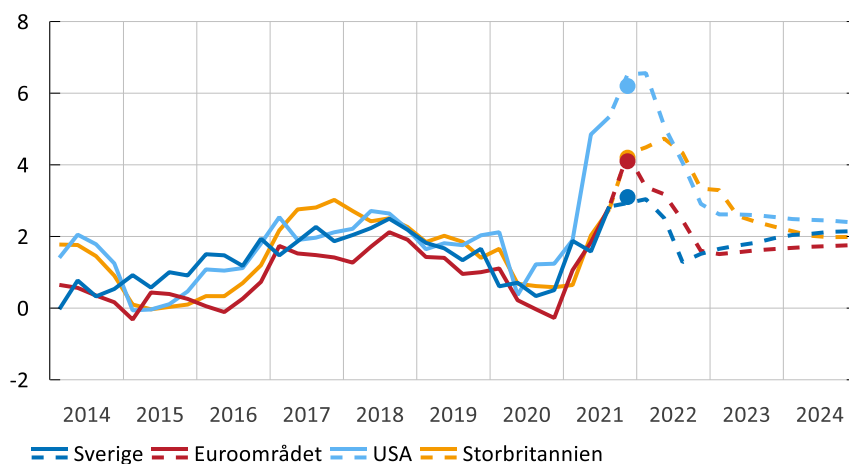
Temporära effekter bidrar till tillfälligt hög inflation i euroområdet

I oktober steg HIKP-inflationen i euroområdet till 4,1 procent. Det kan jämföras med siffran för till exempel juni som uppgick till 1,9 procent. Uppgången sedan juni beror delvis på snabba prisuppgångar på energi och högre livsmedelspriser. Men även den underliggande inflationen, mätt med HIKP exklusive energi, livsmedel, alkohol och tobak, har stigit till 2,0 procent i oktober jämfört med 0,9 procent i juni. En god generell efterfrågan och relativt snabbt stigande priser i de sektorer som öppnats upp bedöms ha bidragit till att prisuppgången har varit relativt hög under andra halvåret.

Att årstakten för den underliggande inflationen i euroområdet nu nått den högsta nivån sedan 2008 förklaras ändå i stor utsträckning av faktorer som bedöms vara tillfälliga. Andra halvåret 2020 präglades av en mycket svag prisutveckling kopplad till nedstängningen av ekonomierna där även Tysklands temporära momssänkning bidrog. Dessa låga prisökningar, och i vissa fall även fallande priser, reflekteras nu ett år senare under det andra halvåret 2021 i högre årliga prisökningstakter. I prognosen försvinner mycket av dessa baseffekter för tolv månaderstalen det första kvartalet nästa år samtidigt som energipriserna bidrar allt mindre (se diagram 32). Resursutnyttjandet väntas fortsätta att öka framöver och sammantaget väntas den underliggande inflationen stiga marginellt 2021-2024 och uppgå till i genomsnitt 1,7 procent 2023 och 1,8 procent 2024. Att energipriser som möter slutkonsument väntas växa betydligt långsammare framöver bidrar till att HIKP-inflationen sjunker under den senare delen av prognosperioden. HIKP väntas stiga med 2,5 procent i år, 2,6 procent nästa år och 1,6 respektive 1,7 procent 2023 och 2024 (se diagram 32).

Diagram 32. Konsumentpriser i olika länder och regioner

Årlig procentuell förändring



Anm. För Sverige visas KPIF. Helledragen linje avser kvartalsutfall, streckad linje avser Riksbankens kvartalsprognos. Prickar avser månadsutfall i oktober.

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

Brittisk inflation har stigit snabbt

Till följd av ett relativt högt antal smittade och omfattande begränsningsåtgärder har den brittiska ekonomin drabbats hårdare av pandemin än de flesta andra länderna i Europa. Att landet lämnat EU har också påverkat exporten negativt. BNP steg med 5,5 procent andra kvartalet och med 1,3 procent det tredje kvartalet, men trots det var BNP-nivån i tredje kvartalet drygt två procent lägre än under fjärde kvartalet 2019. BNP väntas öka med knappt 7 procent i år, drygt 5 procent nästa år och 1–1,5 procent de följande två åren.

Den brittiska inflationen har stigit snabbt och uppgick till drygt fyra procent i oktober mätt med KPI. Uppgången beror till stor del på snabbt stigande energipriser men även en normalisering av priserna i sektorer där priserna föll snabbt förra året till följd av

pandemin (exempelvis kläder, skor och restaurang- och hotelltjänster). Ökad efterfrågan har lett till stigande priser på bilar och möbler, vilket också har bidragit till högre inflation. Inflationen bedöms stiga till nästan 5 procent i början på nästa år för att därefter gradvis sjunka till 2 procent under 2023.

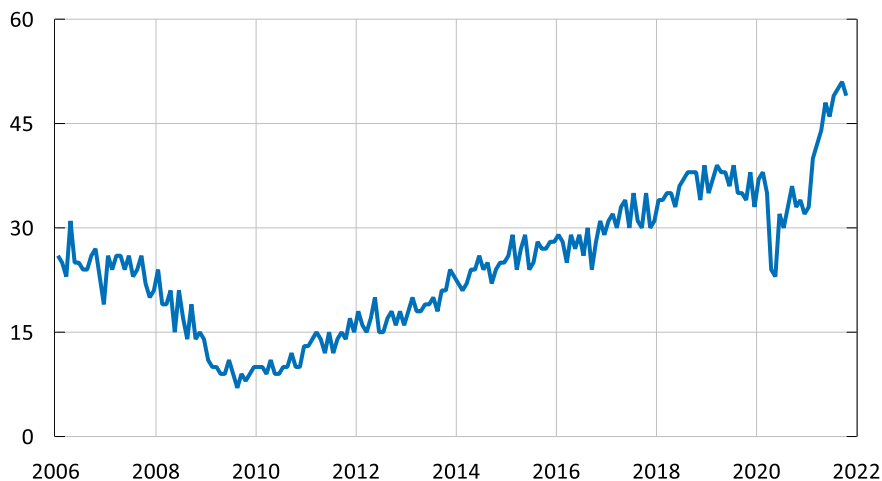
Tecken på att tillväxten mattas av i USA

I USA innebar spridningen av deltavarianten att antalet covid19-patienter i intensivvård steg under sensommaren. I september var antalet nästan lika högt som under pandemins andra våg kring årsskiftet (se diagram 26). De senaste månaderna har smittspridningen, liksom antalet allvarliga sjukdomsfall, tydligt dämpats. Men i kombination med minskat finanspolitiskt stöd, till exempel avslutade pandemirelaterade arbetslöshetsersättningar till hushåll, högre inflation, och utbudsbegränsningar, innebar den nya pandemivågen under sensommaren att hushållens konsumtion och därmed BNP-tillväxten dämpades under det tredje kvartalet. Företagens lagerinvesteringar var starka medan övriga investeringar minskade något. Detaljhandelsindex för oktober indikerar att konsumtionen i det fjärde kvartalet inleddes starkare än vad den var i det tredje. Förtroendet hos företagen är fortfarande högt, men fortsatt brist på komponenter och långa leveranstider inom tillverkningsindustrin väntas hålla tillbaka BNP-tillväxten en tid framöver.

I fjol bidrog pandemin och den svaga arbetsmarknaden till ett lägre arbetskraftsdeltagande. Trots att ekonomin har fortsatt återhämta sig i år har inte arbetskraftsdeltagandet ökat särskilt mycket. Det låga arbetskraftsdeltagandet beror sannolikt på en fortsatt rädsla för coronaviruset och fler tidiga pensionsavgångar. Samtidigt har efterfrågan på arbetskraft fortsatt att stiga kraftigt i USA och det finns nu tydliga tecken på brist på arbetskraft trots att sysselsättningsgraden är betydligt lägre än före pandemin. Ungefär hälften av småföretagen uppger att de har svårt att fylla sina vakanser, vilket är en historiskt sett hög nivå (se diagram 33). Då antalet sysselsatta har ökat samtidigt som många inte återvänt till arbetskraften efter krisen har arbetslösheten fortsatt att sjunka och uppgick i oktober till 4,6 procent (se diagram 31). Även om antalet sysselsatta väntas fortsätta att öka de kommande åren, riskerar utvecklingen att dämpas av ett lågt utbud av arbetskraft.

Diagram 33. Andelen små företag som uppger att de inte kan fylla vakanser i innevarande period i USA

Procent, säsongsrensade data



Källa: National Federation of Independent Business.

Det finanspolitiska stimulanspaket som godkändes av den amerikanska kongressen i mars bidrar nu till att höja tillväxten. Stimulanserna kommer att få positiva effekter på BNP även under kommande två år. Finanspolitiken inriktas nu alltmer på investeringar och socialförsäkringssystemen och allt mindre på stabiliseringspolitik. Exempelvis väntas den partiöverskridande kongressuppgörelse som nyligen nåddes leda till betydligt större infrastrukturinvesteringar i många år, huvudsakligen finansierade av högre skatter. Sammantaget väntas den offentliga sektorns budgetunderskott minska under kommande år, om än från höga nivåer. USA:s BNP-tillväxt väntas i år uppgå till drygt 5 procent för att sedan växla ned till knappt 4 procent 2022 och drygt 2 procent 2023 (se diagram 30). Prognosen är dock osäker, bland annat till följd av pågående förhandlingar om nya reformer.¹²

KPI-inflationen är för närvarande hög och uppgick i oktober till 6,2 procent, vilket är den högsta nivån på 30 år (se diagram 32). Den underliggande inflationen, mätt med KPI exklusive energi och livsmedel, är också hög och uppgick samma månad till 4,6 procent. I september uppgick inflationen mätt med konsumtionsdeflatorn (PCE) till 4,4 procent och inflationen mätt med PCE exklusive energi och livsmedel uppgick till 3,6 procent.

De senaste månadernas höga inflation beror till stor del på ökad efterfrågan inom tjänstenäringslivet som hotell och flyg samt på varor som begagnade bilar. Dessa kategorier drabbades hårt av vikande efterfrågan i fjol, men denna har nu åter ökat i takt med att olika restriktioner avvecklats. Priset på begagnade bilar har även stigit till följd av bristen på halvledare, som lett till att biltillverkningen minskat.

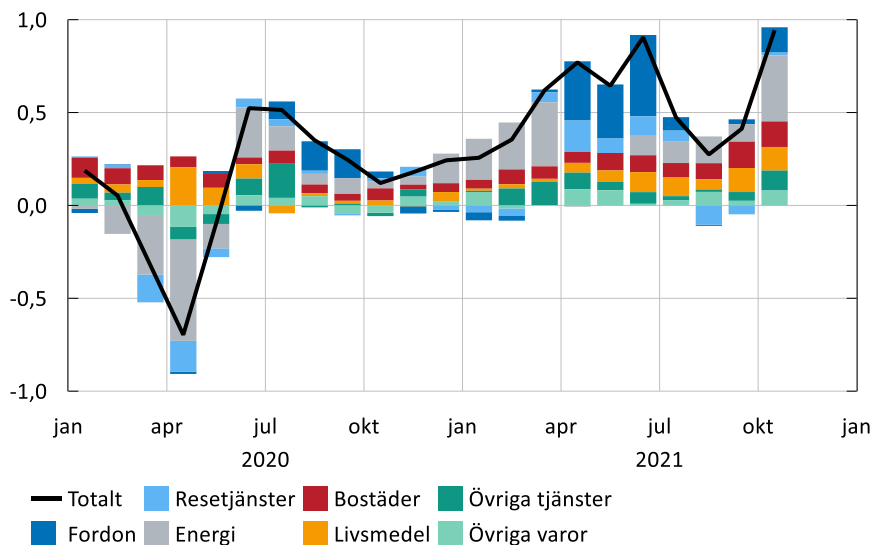
¹² Med utgångspunkt i president Bidens American Jobs and Families Plan utarbetar demokraterna i kongressen nu ett förslag om ytterligare betydande federala utgiftsökningar som väntas ske över en tioårsperiod. Ännu är det oklart exakt hur stora utgiftsökningar som föreslås och hur de planeras att finansieras.

Efter sommaren fanns tecken på att inflationen hade börjat mattas av. Under augusti och september var just bilpriserna sammantaget i princip oförändrade jämfört med nivån i juli, medan priserna på resor föll något (se diagram 34). I utfallet för oktober steg dock åter bilpriserna tydligt, delvis till följd av den minskade smittspridningen och i kölvattnet av orkanen Ida som uppskattas ha förstört eller skadat över 200 000 bilar. Högre energipriser bidrog också kraftigt till den höga inflationen.

Även om de senaste månadernas ovanligt snabba prisökningar till stor del bedöms vara övergående har det sedan i våras också förekommit vissa uppgångar i kostnadsökningen för boende och i priser på andra varor än bilar. Exempelvis steg priserna för sjukvårdstjänster också tydligt i oktober. Dessutom visar enkätundersökningar att många företag, på grund av svårigheten att fylla vakanser, är villiga att höja lönerna under nästkommande månader, vilket delvis väntas spilla över i högre konsumentpriser. Löneökningstakten har gått upp de senaste månaderna och var enligt flera mått i oktober över 4 procent. Fallande energipriser framöver bidrar till gradvis fallande inflation över prognosperioden. KPI-inflationen i USA bedöms bli 4,7 procent i år och 4,6 procent nästa år, för att därefter falla tillbaka och uppgå till nästan 2,5 procent i slutet av prognosperioden (se diagram 32).

Diagram 34. Konsumentpriser i USA

Månatlig förändring, procent



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

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

Tillväxten i Kina har dämpats

Den kinesiska ekonomin fortsatte att återhämta sig snabbt under det andra kvartalet, men mellan andra och tredje kvartalet steg BNP endast med 0,2 procent, motsvarande 4,9 procent tillväxt jämfört med samma kvartal föregående år. Det finns flera orsaker till inbromsningen, bland annat restriktioner kopplade till nya smittutbrott,

översvämningar och energibrist inom industrin. Likviditetskrisen i det högt skuldsatta fastighetsbolaget Evergrande har spätt på oron inom fastighetssektorn där en fortsatt nedgång väntas tynga ekonomin framöver. Även om bolagets framtid är osäker, och ett antal andra fastighetsbolag uppvisat ekonomiska problem, bedöms risken för spridningseffekter till det finansiella systemet vara relativt låg. Myndigheterna har även uttryckt att de är beredda att agera för att motverka eventuella spridningseffekter. BNP väntas växa med strax under 8 procent i år efter att ha vuxit med drygt 2 procent förra året. Framöver väntas tillväxten dämpas och uppgår under prognosperioden till omkring 5,5 procent per år (se tabell 6 i prognostabellerna).

3.2 Stark utveckling i svensk ekonomi, inflationen över målet på kort sikt

Efterfrågan är hög men flaskhalsar begränsar produktionskapaciteten

Under det gångna året har efterfrågan i den svenska ekonomin återhämtat sig. Pandemin innebar länge att människor avstod från att konsumera tjänster som innebär nära kontakter med andra. I takt med att allt fler har vaccinerat sig, smittspridningen sjunkit och restriktionerna lättats har dock hushållens konsumtion av tjänster i stora drag återgått till samma nivåer som före krisen. Inom exempelvis hotell och restaurang har dessutom efterfrågan stigit så snabbt att priserna ökat och det uppstått en brist på arbetskraft. Viss konsumtion är fortfarande förhållandevis låg, som utrikes resor och taxiresor, men det bedöms ha små effekter på ekonomin som helhet. Den senaste tiden har antalet smittade ökat på olika håll i Europa, restriktioner har återinförts och utvecklingen kan återigen komma att färgas av pandemin. I Sverige har regeringen meddelat att de från den första december har för avsikt att införa krav på vaccinationsbevis vid tillställningar där fler än 100 personer samlas inomhus. Den sammanlagda ekonomiska effekten från detta väntas dock vara liten och prognosen bygger på att det inte kommer att införas nya restriktioner som påtagligt dämpar den ekonomiska utvecklingen.

Efterfrågan har stigit i snabb takt. Företagen får in många nya ordrar/uppdrag och det är allt färre företag som upplever att efterfrågan är ett hinder för produktionen. Från ett läge där bristen på efterfrågan dämpade ekonomin har det nu istället uppstått en brist på utbud, där företag på olika håll i ekonomin inte lyckas producera tillräckligt för att möta den höga efterfrågan. Industriföretagen tampas med brist på insatsvaror och leveransproblem. Vissa tjänsteföretag möter samtidigt en ökad brist på arbetskraft delvis till följd av att efterfrågan stigit tvärt och väldigt snabbt när covid-restriktioner lättats. Detta hämmar tillväxten och får priserna att öka.

Det är osäkert hur länge dessa begränsningar kommer att kvarstå, men bedömningen är att situationen gradvis normaliseras under nästa år. Inom industrin bedöms efterfrågan på varor dämpas när hushållen istället efterfrågar mer tjänster, och utbudet av varor kommer då ikapp. Att industriföretagens problem med flaskhalsar bedöms vara tillfälliga stöds av att de planerar fler nyanställningar än vanligt, vilket pekar på att företagen utgår från att produktionen relativt snabbt kommer att återhämta sig. Inom vissa tjänstebanscher, exempelvis inom restaurangbranschen, väntas problemen

med att anställa personal minska när efterfrågan stiger i en mer normal takt. Sammantaget väntas aktiviteten i ekonomin bli god framöver, sysselsättningen stiga och konjunkturen stärkas.

Finanspolitiken fortsätter att stimulera efterfrågan

Finanspolitiken fortsätter att stimulera efterfrågan kommande år, men i mindre omfattning än under 2020 och 2021. I fjol satte regeringen in omfattande pandemirelaterade finanspolitiska åtgärder och det finansiella sparandet försvagades tydligt. Många av åtgärderna var tillfälliga och avslutades i september i år. Kostnaden för årets åtgärder bedöms uppgå till cirka 180 miljarder kronor vilket leder till ett underskott i de offentliga finanserna även i år. Regeringens budget för 2022 innehåller ofinansierade åtgärder om 74 miljarder kronor och i prognosen förutsätts att Riksdagen antar en budget som innehåller åtgärder i motsvarande storleksordning.¹³ Tillsammans med åtgärderna som presenterades i budgetpropositionen för 2021 innebär det fortsatta finanspolitiska stimulansåtgärder, även om kostnaderna för åtgärderna väntas bli mindre omfattande nästa år än de varit i år och i fjol. I kombination med att konjunkturen stärks medför de minskade kostnaderna att det finansiella sparandet stiger nästa år och överskott uppnås 2023. I takt med att behovet av att stimulera efterfrågan minskar bedöms finanspolitiken anpassas till konjunkturläget och de mål som ges av det finanspolitiska ramverket.

Stark tillväxt i det tredje kvartalet

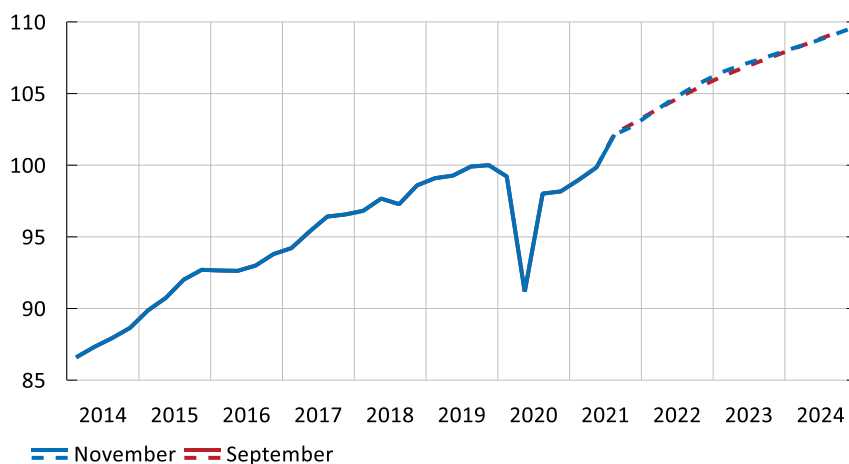
BNP ökade med 1,8 procent under tredje kvartalet, säsongrensat och jämfört med andra kvartalet, enligt nationalräkenskapernas första sammanställning av BNP (BNP-indikatorn).¹⁴ Hittills har endast total BNP publicerats för tredje kvartalet och inte de olika delarna av BNP. Månadsstatistik för konsumtionen och utrikeshandeln med varor ger dock en indikation på hur dessa utvecklades under kvartalet. Konsumtionen utvecklades starkt när smittspridningen sjönk och många restriktioner lättade. Samtidigt bedöms tillväxten ha dämpats av att exporten minskade för andra kvartalet i rad. Nu i november ligger de högsta tillväxttalen bakom oss och under 2022 dämpas tillväxten gradvis i takt med att de lediga resurserna blir allt färre (se diagram 35 och diagram 44).

¹³ Ofinansierade reformer avser det belopp som aviserats och som inte finansieras med aktiva beslut om utgiftsminskningar eller skattehöjningar. Det offentligfinansiella sparandet ökar dock via en så kallad automatisk budgetförstärkning. Den innebär att sparandet förstärks vid oförändrade regler eftersom skatteintäkterna utvecklas ungefär i takt med BNP medan utgifterna tenderar att minska. De ofinansierade reformerna om 74 miljarder finansieras alltså delvis via den automatiska budgetförstärkningen.

¹⁴ Vid publiceringen av BNP-indikatorn för tredje kvartalet reviderades även tidigare kvartal. Den nya serien indikerar att BNP-nivån var högre andra kvartalet 2021 än tidigare publicerat. I Diagram 35 visas Riksbankens uppskattning av den nya BNP-nivån för tredje kvartalet som baseras på BNP-indikatorn. Tidigare kvartal överensstämmer däremot med SCB:s publicering av nationalräkenskaperna 27 augusti 2021, vilket innebär att kvartalstakten blir högre än den som publicerats för BNP-indikatorn.

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.

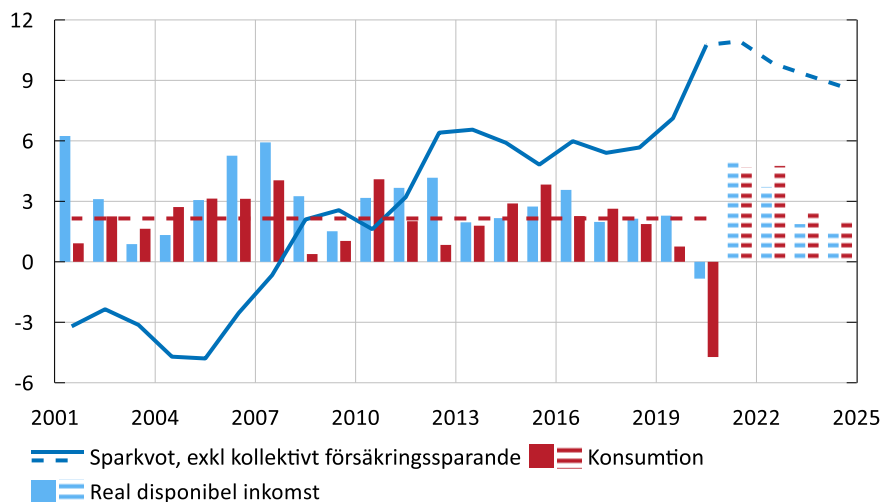
Hushållens konsumtion av tjänster ökar

Konsumtionen bland de svenska hushållen har ökat snabbt under de senaste månaderna och är i stort sett tillbaka på nivån före pandemin. De närmsta kvartalen fortsätter konsumtionen av tjänster att öka i takt med att hushållen åter börjar konsumera sådant som de inte kunnat eller velat göra under pandemin, exempelvis gå på restaurang, bio, nattklubbar, resa med mera. Enligt Konjunkturbarmetern är hushållens konfidensindikator högre än ett historiskt genomsnitt, även om den har fallit på senare tid, vilket indikerar att hushållen är optimistiska om framtiden. Dessutom ökar deras inkomster i god takt. Konsumtionstillväxten bedöms därför vara stark under de närmsta kvartalen. Enligt Riksbankens företagsundersökning i september uppger dock företag inom handeln att de har leveransstörningar vilket leder till viss brist på varor. Tillväxten i konsumtionen av varor, som har varit relativt hög under pandemin, bedöms gradvis dämpas nu när det återigen är möjligt att konsumera tjänster som innebär nära kontakter med andra. Fortsatta leveransproblem under en tid är ett annat skäl till tillfälligt lägre tillväxt i varukonsumtionen.

Under pandemin har hushållens konsumtion ökat långsammare än deras disponibla inkomster, vilket inneburit att de sparat mer (se diagram 36). Under 2020 sparade hushållen cirka 11 procent av sina inkomster, vilket är mycket i ett historiskt perspektiv. Delar av uppgången beror förmodligen på att hushållen inte kunnat konsumera vissa tjänster och att de inte till fullo ersatte den konsumtionen med andra produkter. I takt med att hushållen återigen börjar konsumera tjänster i samma utsträckning som de gjorde före pandemin väntas sparandet minska något.

Diagram 36. Hushållens reala disponibla inkomster, konsumtion och sparkvot

Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst



Anm. Disponibel inkomst är deflaterad med hushållens konsumtionsdeflator. Streckad linje avser genomsnitt av konsumtionsstillväxten 1994–2020. Kollektivt försäkringssparande består av sparande som hushållen inte kontrollerar själva, exempelvis premiepension och avtalsförsäkringar.

Källor: SCB och Riksbanken.

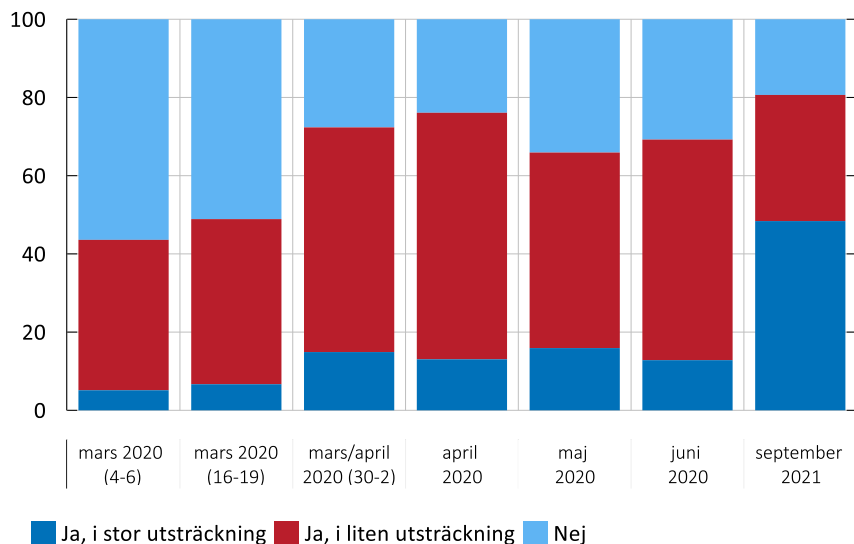
Exporten och industriproduktionen dämpas av flaskhalsar

Exporten av varor har minskat under det senaste halvåret, efter att ha utvecklats starkt under slutet på 2020 och inledningen av 2021. Enligt Konjunkturbarometern är optimismen hög inom tillverkningsindustrin, men det finns vissa problem. Exempelvis uppger företagen inom motorfordonsindustrin att deras produktion är liten trots mycket välfyllda orderböcker, och nära 50 procent av alla industriföretag anger att brist på kapacitet eller material är det främsta hindret för deras produktion. Liknande bekymmer lyfts i Riksbankens senaste företagsundersökning, där 80 procent av de tillfrågade har upplevt störningar i produktionen eller haft problem med att leverera sina produkter (se diagram 37).¹⁵ En majoritet av de tillfrågade företagen bedömer att flaskhalsarna kommer att påverka deras verksamhet i ytterligare sex månader eller längre.

¹⁵ Se "Hittar man en komponent, är det en annan som saknas", *Riksbankens företagsundersökning*, september 2021, Sveriges riksbank. I företagsundersökningen redovisas inte svaren från industriföretagen separat, utan svaren som visas i Diagram 37 avser även företag inom handel och bygg.

Diagram 37. Företag som under de tre senaste månaderna upplevt störningar i produktion eller leveranser i Sverige

Andel av företag, procent



Anm. Diagrammet redovisar resultaten från tillverkningsindustrin, byggindustrin och handeln. Diagramrubriken speglar frågan som ställdes till företagen i tillverkningsindustrin. Till handelsföretagen: Har ni de senaste tre månaderna upplevt störningar i leveranserna till Sverige? Till byggföretagen: Har ni de senaste tre månaderna upplevt störningar i produktionen, byggprojekten och/eller problem med leveranser av byggmaterial?

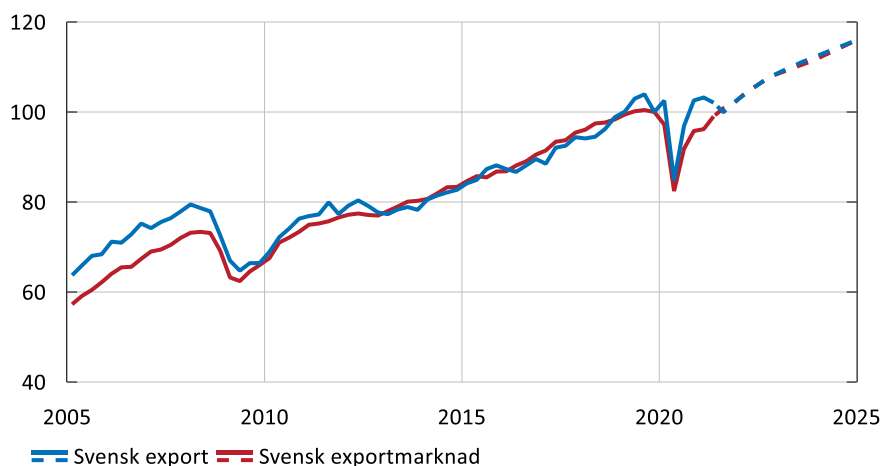
Källa: Riksbanken.

Eftersom efterfrågan är större än utbudet på många håll, både för insatsvaror och för logistik, möter företagen ett högre kostnadstryck vilket i sin tur har lett till att försäljningspriserna på svensk export gått upp. Exportpriserna i producentledet har stigit i rekordtakt enligt exportprisindex. Det är framför allt priserna på insatsvaror och energi som höjts. I augusti och september steg exportpriserna med 18 procent jämfört med motsvarande månader i fjol.

Samtidigt är industriföretagen optimistiska inför framtiden och när den globala aktiviteten stiger gynnar det exporten och industriproduktionen (se diagram 38). Dessa sektorer bedöms därför utvecklas i god takt framöver, även om tillväxten hade kunnat vara ännu högre utan flaskhalsar.

Diagram 38. Export och svensk exportmarknad

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



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

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken.

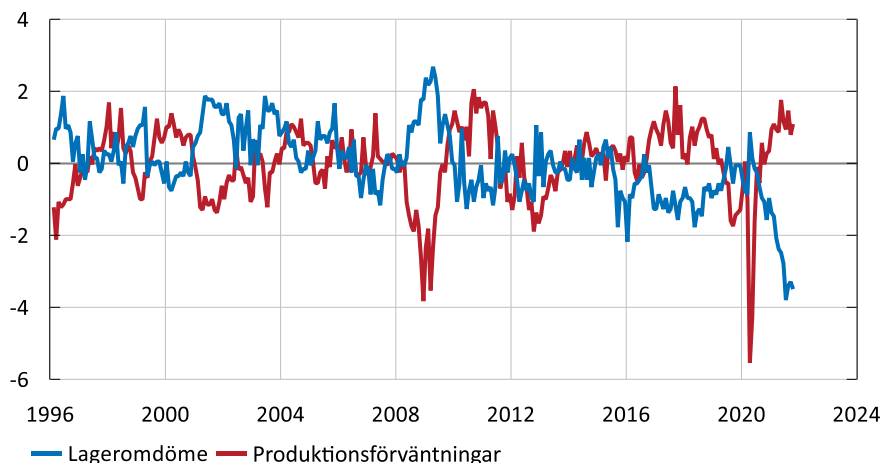
Stigande investeringar och för små lager

Den kraftiga prisuppgången på bostäder har fått bostadsbyggandet att ta fart i år. De senaste månaderna har prisuppgången visserligen dämpats, men eftersom priserna fortfarande är höga talar det för att bostadsbyggandet kommer att förbli lönsamt och högt. I takt med att industrikonjunkturen stärkts har även investeringsviljan bland företagen i övriga näringslivet (exklusive bostäder) ökat och investeringarna i näringslivet exklusive bostäder fortsätter att växa som andel av BNP under hela prognosperioden.

Inom handeln och tillverkningsindustrin upplever företagen just nu att de har allt för små lager. Industriföretagen brukar ange att lagren är för små när produktionen växer snabbt, men även i relation till produktionsförväntningarna är företagen ovanligt missnöjda med storleken på sina lager (se diagram 39). Det är troligt att bristen på insatsvaror och leveransproblem bidragit till problemen. I takt med att flaskhalsarna släpper bedöms därför företagens lager bli något större under nästa år.

Diagram 39. Lageromdöme och produktionsförväntningar inom tillverkningsindustrin

Normaliserade data, medel = 0, standardavvikelse = 1



Anm. Lageromdömet visar om företagen inom tillverkningsindustrin anser att deras färdigvarulager för närvarande är för stora eller för små.

Källa: Konjunkturinstitutet.

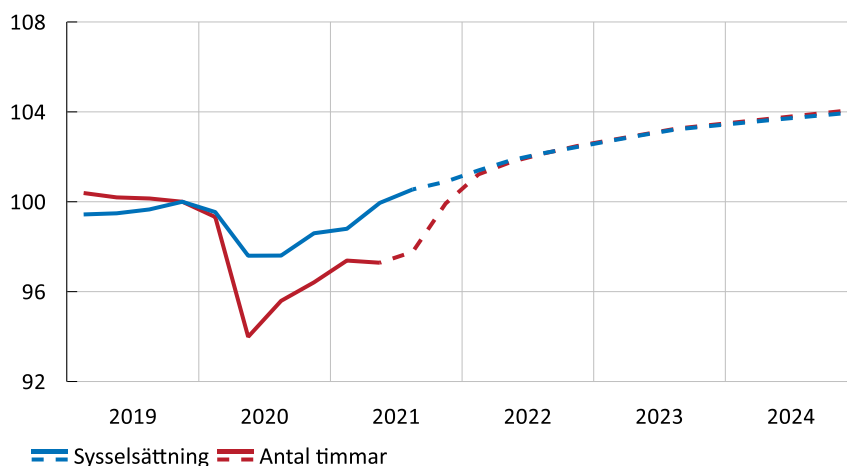
Sysselsättningen fortsätter att öka starkt

Sysselsättningen ökade snabbt under tredje kvartalet och har nu mer än återhämtat sig efter fallet ifjol (se diagram 40). Det finns dock fortfarande skillnader i hur långt återhämtningen kommit mellan olika branscher och sektorer. Hos bland annat fastighetsbolag och informations- och kommunikationsföretag är sysselsättningen på betydligt högre nivåer än före krisen, medan sysselsättningen inom till exempel hotell och restaurang, transport samt kultur- nöje och fritid fortfarande är lägre. Att sysselsättningen ännu inte har återhämtats inom bland annat hotell- och restaurangbranschen reflekteras i att sysselsättningen bland unga 15–24 år fortsatt är lägre än före pandemin.

Trots att antalet sysselsatta har återhämtat sig efter fallet ifjol har inte antalet arbetade timmar gjort det (se diagram 40). Under pandemin har företagen haft möjlighet att permittera personal med förstärkt stöd från staten. I början av krisen medförde det att företagen i stor utsträckning kunde behålla personal men samtidigt snabbt dra ned på antalet arbetade timmar när efterfrågan föll. Det höll produktiviteten uppe men resulterade samtidigt i en svag utveckling av hur många timmar varje sysselsatt arbetade. Det förstärkta stödet till korttidspermitteringar avslutades dock helt i slutet av september och givet den höga efterfrågan på arbetskraft väntas nu även antalet arbetade timmar återhämta sig snabbt.

Diagram 40. Sysselsättning och arbetade timmar

Index, 2019 kv4 = 100



Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos. Sysselsättningen är justerad för tidsseriebrottet i januari 2021. SCB har justerat för den uppskattade effekten av förändringen av sysselsättningsdefinitionen. De har använt RAMS som tidigare användes som hjälpinformation istället för AGI samt korregerat för förändringar i målpopulationen. Dessa justeringar är dock inte heltäckande, till exempel har inte justeringar för förändringar i arbetslöshetsfrågan kunnat göras.

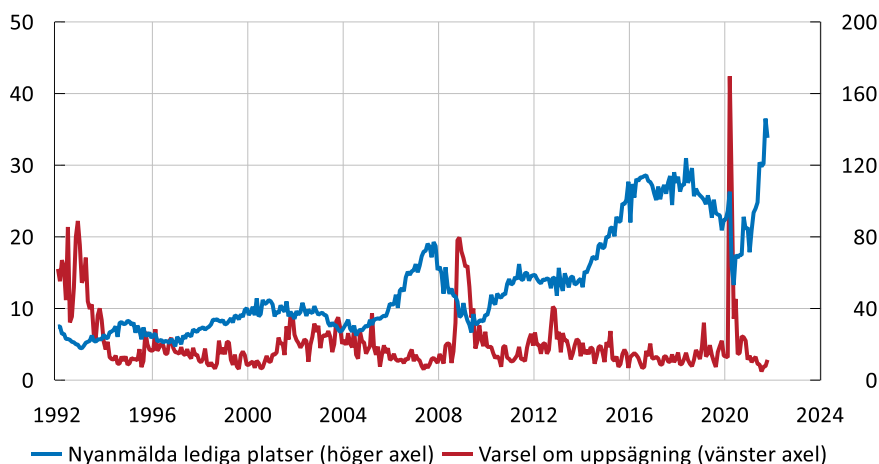
Källor: SCB och Riksbanken.

Indikatorer pekar på att efterfrågan på arbetskraft är hög. Anställningsplanerna inom näringslivet är, enligt Konjunkturbarometern, på en mycket hög nivå och antalet nyanmälda lediga platser har enligt Arbetsförmedlingen stigit till en rekordhög nivå samtidigt som antalet varsel om uppsägning är mycket få (se diagram 41). Den senaste tiden har det också blivit svårare för företagen att få tag på personal, vilket illustreras av att andelen företag som rapporterar om brist på arbetskraft ökat enligt Konjunkturbarometern.

Bristen på vissa utbildade yrkesgrupper var påtaglig redan före pandemin och är ett mer bestående problem som inte väntas försvinna i närtid. När efterfrågan under sommaren steg mycket tvärt inom vissa av de branscher som drabbats hårdast under pandemin uppkom dock även svårigheter att rekrytera till yrken som inte kräver utbildning. Enligt Riksbankens företagsundersökning i september har företag inom besöksnäringen relativt låga förhoppningar om att återanställa tidigare personal, då många har skolat om sig eller bytt bransch. Det bedöms dock finnas tillgänglig arbetskraft som kan ta dessa jobb, men de behöver läras upp. När efterfrågan på arbetskraft stiger i mer normal takt och fler nyanställda blir erfarna bedöms därför denna brist gradvis försvinna. Antalet sysselsatta väntas sammantaget fortsätta öka relativt starkt framöver. Från mitten av nästa år förväntas sysselsättningsstillväxten utvecklas i mer normal takt ur ett historiskt perspektiv. Tillväxten är dock fortsatt högre än vad Riksbanken bedömer vara långsiktigt hållbart.

Diagram 41. Nyanmälda lediga platser och varsel

Tusental



Anm. Nyanmälda lediga platser avser säsongrensade data. Säsongrensade data för nyanmälda lediga platser.

Källa: Arbetsförmedlingen.

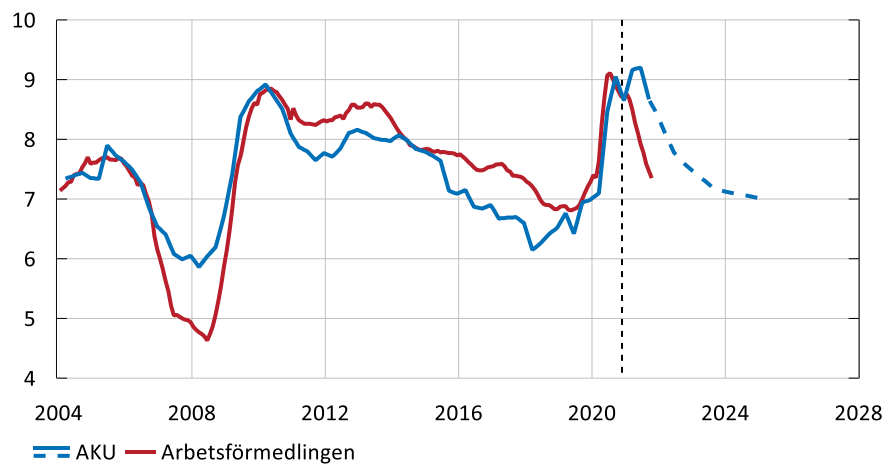
Arbetslösheten faller framöver, men utvecklingen under 2021 spretar mellan statistikkällor

Efter att ha toppat på 9,2 procent under andra kvartalet sjönk arbetslösheten enligt AKU till 8,7 procent under tredje kvartalet. Nedgången fortsatte i oktober då arbetslösheten uppgick till 8,5 procent. Enligt Arbetsförmedlingens statistik har arbetslösheten sjunkit tillbaka snabbare och uppgick i oktober till 7,4 procent (se diagram 42). Arbetslösheten enligt Arbetsförmedlingen har därmed återhämtat sig till nivån som rådde före krisen, medan arbetslösheten enligt AKU fortsatt är relativt långt därifrån. Sysselsättningsnivån enligt AKU har dock också återhämtat sig väl, men eftersom arbetskraften enligt AKU samtidigt ökat oväntat mycket är arbetslösheten högre.¹⁶ I takt med att den ekonomiska återhämtningen fortskrider väntas sysselsättningen stiga snabbare än arbetskraften och arbetslösheten faller tillbaka mot 7 procent i slutet av prognosperioden (se diagram 42).

¹⁶ Uppgången i arbetskraften bedöms delvis bero på statistikomläggningen av AKU. Från och med januari 2021 frågar AKU "har du sökt eller försökt hitta ett arbete de senaste 4 veckorna?". Tidigare ställdes frågan "har du sökt arbete de senaste 4 veckorna?". Förändringen gör att begreppet blir bredare. Även ordningen på frågorna i enkäten har ändrats. Riksbanken bedömer att detta har ökat den potentiella arbetskraften och höjt den långsiktigt hållbara arbetslösheten såsom den mäts enligt AKU. Storleken på effekten är dock svår att uppskatta. Se även diskussion i fördjupningen "AKU-omläggningen och Riksbankens arbetsmarknadsbedömning" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2021, Sveriges riksbank.

Diagram 42. Arbetslöshet enligt AKU och Arbetsförmedlingen

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



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

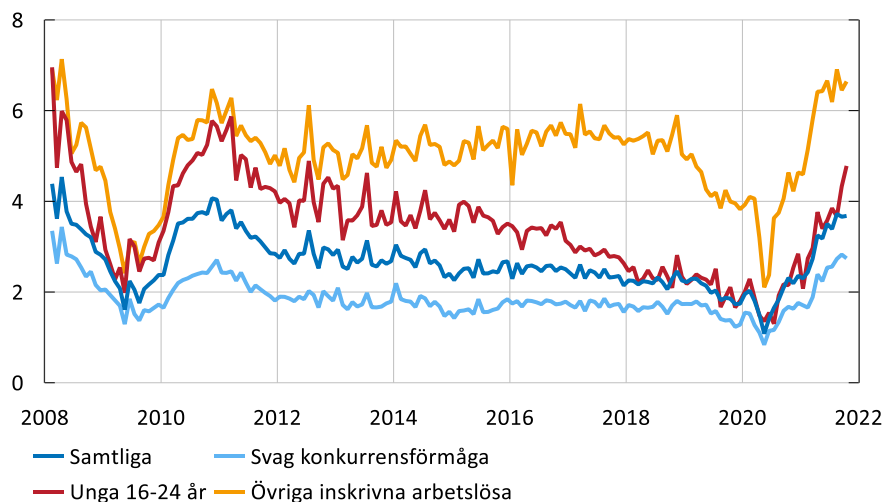
Källor: Arbetsförmedlingen, SCB och Riksbanken.

Långtidsarbetslösheten är hög, men fler får nu jobb

Pandemin har medfört att antalet personer som varit arbetslösa i mer än tolv månader har ökat i snabb takt och utgör nu nästan hälften av de inskrivna arbetslösa. Långtidsarbetslösheten har ökat relativt brett bland olika grupper under krisen. Detta pekar på att pandemin skulle kunna medföra stora långvariga negativa effekter på arbetsmarknaden. Data visar dock samtidigt att jobbchanserna för personer som har varit arbetslösa mellan ett till två år, det vill säga andelen av de långtidsarbetslösa som fått ett arbete varje månad, har blivit större (se diagram 43). Det är ett positivt tecken och stöder Riksbankens bild av att pandemins långvariga negativa effekter på arbetsmarknaden ändå kommer att bli relativt begränsade. Nedgången i arbetslösheten har enligt Arbetsförmedlingen framför allt skett bland de med kortare arbetslöshetstider, men de senaste månaderna har även antalet personer med arbetslöshetstider mellan ett till två år minskat något. De med riktigt långa arbetslöshetstider, det vill säga mer än två år, har dock fortfarande svårt att få jobb och ökar något i antal. I oktober var de cirka 98 000 personer, eller 26 procent av de inskrivna arbetslösa.

Diagram 43. Jobbchans för de som varit arbetslösa mellan 12–24 månader

Procent av inskrivna arbetslösa föregående månad



Anm. Avser långtidsarbetslösa som fått ett osubventionerat arbete. Arbetssökande med svag konkurrensförmåga utgörs av de som har en funktionsnedsättning som innebär nedsatt arbetsförmåga, är äldre än 55 år, saknar gymnasieutbildning eller är födda utanför Europa. Övriga inskrivna arbetslösa utgörs av skillnaden mellan samtliga och de med svag konkurrensförmåga och inkluderar således även de unga.

Källor: Arbetsförmedlingen och Riksbanken.

Resursutnyttjandet är ungefär normalt

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

Allt fler företag i näringslivet anger att de har brist på arbetskraft enligt Konjunkturbarometern. Bristen på arbetskraft har ökat relativt brett, och inom både tjänstebranscherna och tillverkningsindustrin är den betydligt högre än historiska genomsnitt. Att det blivit svårare att få tag på personal belyses också av att den genomsnittliga rekryteringstiden i näringslivet blivit längre. Kapacitetsutnyttjandet inom industrin är samtidigt högre än normalt även om det minskade något under det tredje kvartalet, troligtvis till följd av att bristen på insatsvaror begränsade produktionen (se diagram 44).¹⁷

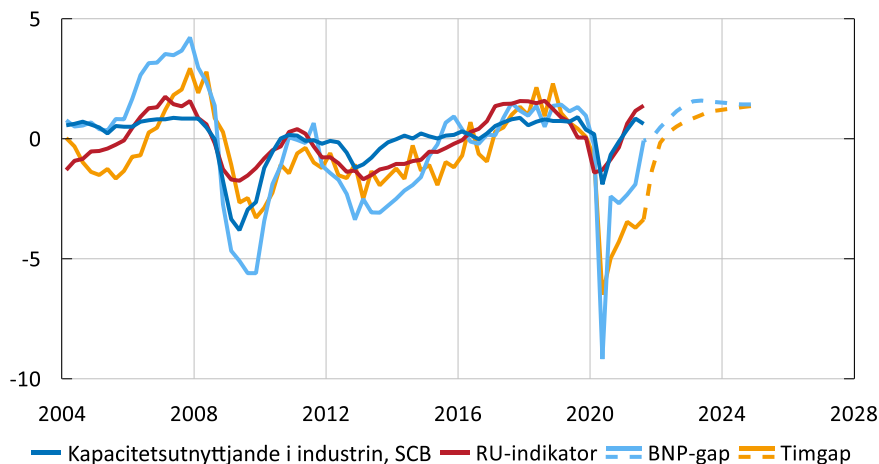
Riksbankens resursutnyttjandeindikator är en sammanvägning av flera olika indikatorer som bedöms kunna ge en bild av resursutnyttjandet i ekonomin. Enligt denna indikator är resursutnyttjandet högre än normalt. Riksbankens samlade bedömning är att resursutnyttjandet har stigit snabbt under året och nu är ungefär normalt, vilket illustreras av att BNP är i linje med sin bedömda trend och BNP-gapet är nära noll. Understött av den expansiva ekonomiska politiken väntas resursutnyttjandet fortsätta

¹⁷ Kapacitetsutnyttjandet inom industrin avser hur mycket av befintlig maskinpark och planerad arbetstid som används. Det uttrycks i procent och kan överstiga 100 procent om personalen behöver jobba övertid. Brist på insatsvaror räknas därför inte som högt kapacitetsutnyttjande.

att stiga och bli högre än normalt under det första halvåret 2022. Konjunkturläget bedöms därefter förbli starkare än normalt under de närmaste åren, vilket illustreras i Riksbankens prognoser för BNP- och timgapet (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

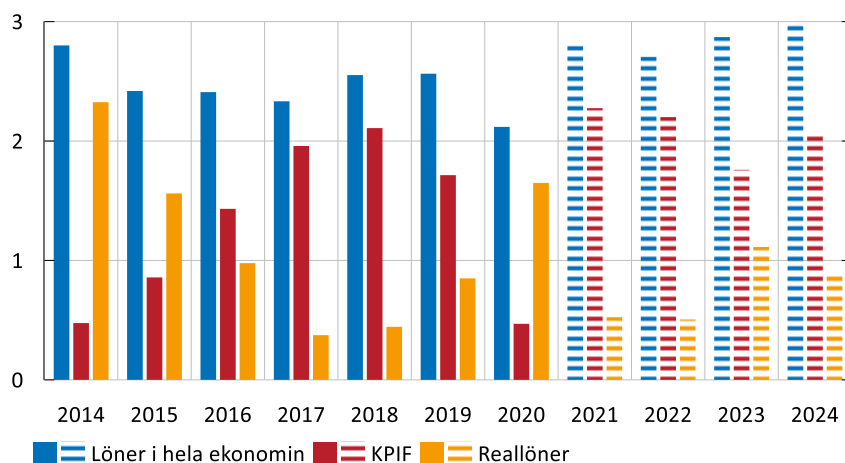
Löneökningstakten har ökat fram till augusti i år enligt konjunkturlönestatistiken och bedöms i genomsnitt uppgå till 2,8 procent 2021. Detta är en uppväxling jämfört med fjolåret då lönerna ökade med i genomsnitt 2,1 procent och även något högre än 2019 då lönerna ökade med 2,6 procent. Uppväxlingen jämfört med fjolåret beror på högre avtalade löner. Löneavtalen, som förhandlades fram under slutet av 2020, resulterade i att de centralt avtalade lönerna ökar med i genomsnitt cirka 2 procent årligen fram till och med första kvartalet 2023. Fördelningen skiljer sig dock mellan åren och löneökningstakten i avtalen är något högre i år än under 2022. Arbetsmarknadens parter enades dessutom om ökade avsättningar till pensioner motsvarande en ökning av arbetskostnaderna med ytterligare ett par tiondelars procentenheter per år. Den totala löneökningstakten bestäms inte bara av de centralt avtalade lönerna utan även av lokala lönerevisioner. Storleken på dessa påverkas av utbudet av olika kompetenser och efterfrågeläget på arbetsmarknaden. Enligt Riksbankens företagsundersökning i september har efterfrågan på arbetskraft stigit starkt och så även de arbetssökandes löneanspråk. Fler företag än normalt tror därför på stigande löneglidningstakt framöver.

När avtalen för 2023 och framåt ska förhandlas väntas konjunkturläget vara bättre, arbetslösheten lägre och inflationen högre än när nuvarande avtal slöts. Eftersom även

konjunkturer i omvärlden stärks väntas lönerna i omvärlden öka snabbare. Detta väntas bidra till att lönerna stiger snabbare de närmaste åren. Efter att under 2020 ha uppgått till drygt 2 procent väntas den uppgå till knappt 3 procent de närmaste åren enligt konjunkturlönestatistiken (se diagram 45). Prognoserna innebär att reallönerna, det vill säga löneökning minus inflation, ändå ökar måttligt och långsammare än snittet under de senaste 20 åren på cirka 1,5 procent.

Diagram 45. Löner, KPIF och reallöner

Årlig procentuell förändring



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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken.

Kronan väntas vara kvar på dagens nivå de närmaste åren

Den svenska kronan förstärktes i oktober men har sedan försvagats. Sedan sommaren sammanfaller variationer i kronans växelkurs väl med rörelser i aktiepriser. Den reala växelkursen bedöms nu vara något svagare än den nivå som kan förväntas utifrån exempelvis svensk produktivitet i relation till omvärldens. I år har kronan varit jämförelsevis stabil. I handelsvägda termer väntas kronan ligga kvar på ungefär dagens nivå de kommande tre åren (se diagram 46).

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.

Höga energipriser bidrar till att KPIF-inflationen är över målet det kommande halvåret

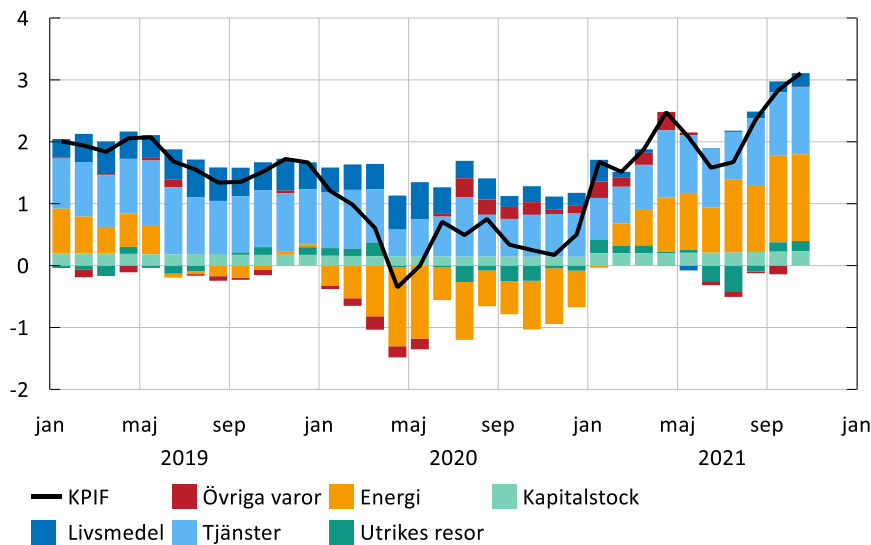
Inflationen var låg under 2020 och uppgick till i genomsnitt 0,5 procent mätt med KPIF. KPIF-inflationen har stigit under 2021 och i oktober uppgick den till 3,1 procent. Snabbt stigande efterfrågan, i kombination med ett eftersläpande utbud, har bidragit till att priserna stigit snabbare i både i Sverige och omvärlden. Priserna har stigit på flera håll i ekonomin, men den enskilt viktigaste förklaringen till att KPIF-inflationen har ökat är de stigande energipriserna. I diagram 47 visas bidraget till ökningstakten i KPIF från olika undergrupper. Det successivt allt högre positiva bidraget från energipriserna är väldigt tydligt i år och uppgick till 1,4 procentenheter i oktober. Rensat för energipriserna har inflationen också stigit, men inte lika mycket; i oktober uppgick KPIF-inflationen exklusive energi till 1,8 procent.

KPIF-inflationen väntas fortsätta vara runt 3 procent de kommande månaderna innan den faller tillbaka tydligt under nästa år. Det är främst energipriserna som bidrar till detta förlopp. Att energipriserna bedöms ligga kvar på en hög nivå, men inte fortsätta att stiga, innebär att de bidrar till att hålla KPIF-inflationen uppe fram till mitten av nästa år. Då kommer årets prisökningar på energi inte längre att påverka den årliga procentuella förändringen i KPIF och inflationen faller tillbaka.¹⁸

¹⁸ För en mer utförlig beskrivning av hur inflationstakten påverkas av prisnivå se faktarutan "Sambandet mellan prisnivå och inflationstakt" i kapitel 3, *Penningpolitisk rapport*, september 2021, Sveriges riksbank.

Diagram 47. Bidrag till KPIF-inflationen

Procentenheter respektive årlig procentuell förändring



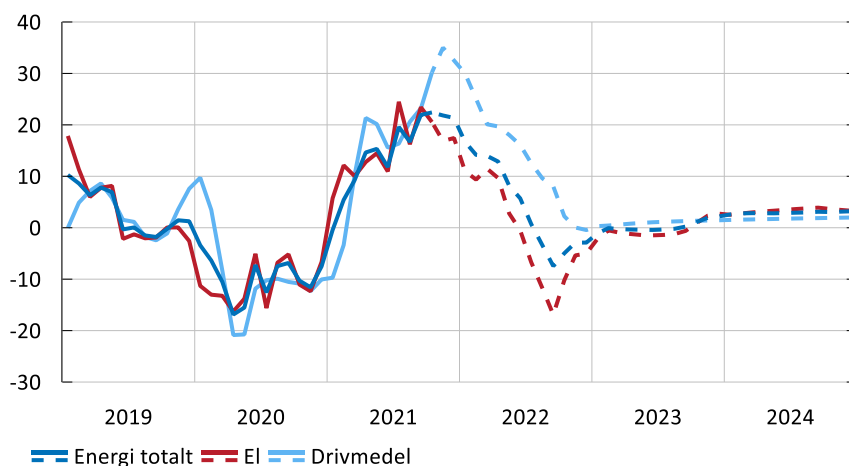
Anm. Staplarna illustrerar respektive prisgrupps bidrag till ökningstakten i KPIF de senaste tolv månaderna. Bidragen kan tolkas som den årliga ökningstakten i varje grupp multiplicerat med gruppens vikt i KPIF. År 2021 är vikterna de följande, i procent: livsmedel (18,5), övriga varor (27,8), tjänster (42,8), energi (7,1), utrikes resor (0,5) och egna hem (bidrag från kapitalstocksindex) (3,4).

Källor: SCB och Riksbanken.

Att energipriserna stigit beror på både stigande el- och drivmedelspriser (se diagram 48). Elpriserna steg till rekordnivåer i slutet av september och har under oktober och november sjunkit tillbaka något, men är fortsatt betydligt högre än för ett år sedan. Mycket av det som har drivit upp elpriserna i Europa har även påverkat svenska elpriser, framför allt i södra Sverige. Men det finns även faktorer som är mer specifika för Sverige. Till exempel ledde ovanligt lite regn under våren och sommaren till att nivåerna i vattenmagasinen har varit låga för årstiden, vilket minskat kapaciteten i vattenkraften. Att drivmedelspriserna har ökat snabbt den senaste månaden beror till stor del på att oljepriserna på världsmarknaden har gått upp (se diagram 28). Läs mer om den senaste energiprisutvecklingen i fördjupningen "Högre inflation – tillfälligt eller varaktigt?".

Diagram 48. Energiförändring i KPIF

Årlig procentuell förändring



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

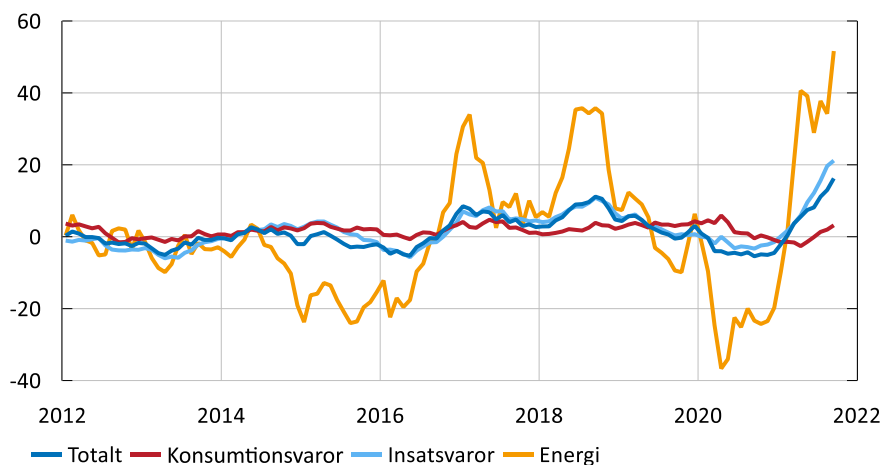
Källor: SCB och Riksbanken.

KPIF exklusive energi nära två procent

Det är inte bara priserna på energi som har ökat i spåren av den snabbt stigande efterfrågan. Fraktpriserna steg brant under sommaren på grund av störningar i den globala handeln. Samtidigt är råvarupriserna högre än för ett år sedan, även om de har sjunkit tydligt efter den snabba uppgången i våras. Detta har medfört snabbt stigande priser i producentled. Särskilt priserna på energi- och insatsvarorna har ökat i historiskt snabb takt men även ökningstakten i priserna på konsumtionsvaror har stigit något (se diagram 49).

Diagram 49. Priser i producentled

Årlig procentuell förändring



Anm. Avser prisindex för inhemsk tillgång (ITPI) som är en sammanvägning av hemmamarknadsprisindex (priser på varor producerade och sålda i Sverige) och importprisindex.

Källa: SCB.

Prisutvecklingen i producentledet påverkar vanligtvis priserna i konsumentledet med viss eftersläpning och med relativt begränsad effekt. Än så länge syns inga stora effekter på varupriserna i KPIF. Den snabba återhämtningen av efterfrågan på vissa tjänster har samtidigt gett ett tryck uppåt på dessa priser i konsumentledet, exempelvis har priserna på hotell gått upp snabbt sedan i juli. Under året har det allt mer positiva bidraget från priser på tjänster motverkats av ett i genomsnitt lägre bidrag från övriga varor (se diagram 47). En del av prisökningarna i producentledet bedöms föras över till konsumenterna och leda till högre prisökningstakt under de kommande månaderna (se fördjupningen ”Högre inflation – tillfälligt eller varaktigt?”). Att vissa prisökningar ska bli högre framöver indikeras även av barometerdata. Enligt Konjunkturbarometern är det nu allt fler företag som planerar prishöjningar. Detta gäller såväl i näringslivet i stort som inom detaljhandeln. KPIF exklusive energi väntas stiga de kommande halvåret och uppgå till drygt 2 procent i början på 2022 (se diagram 6 i kapitel 1).

Under mitten på nästa år väntas ökningstakten i KPIF exklusive energi falla. Efterfrågan bedöms fortsatt vara hög, men öka i en långsammare takt, vilket tillåter utbudet att komma ikapp. Flaskhalsarna inom till exempel transportsektorn och de tjänstebanscher som växer snabbt just nu bedöms reduceras och då växlar prisökningstakten ned. Sammantaget väntas därför de månatliga prisökningstakterna avta under det närmaste halvåret och den årliga ökningstakten i KPIF exklusive energi faller tillbaka ner till något under 2 procent under slutet av 2022.

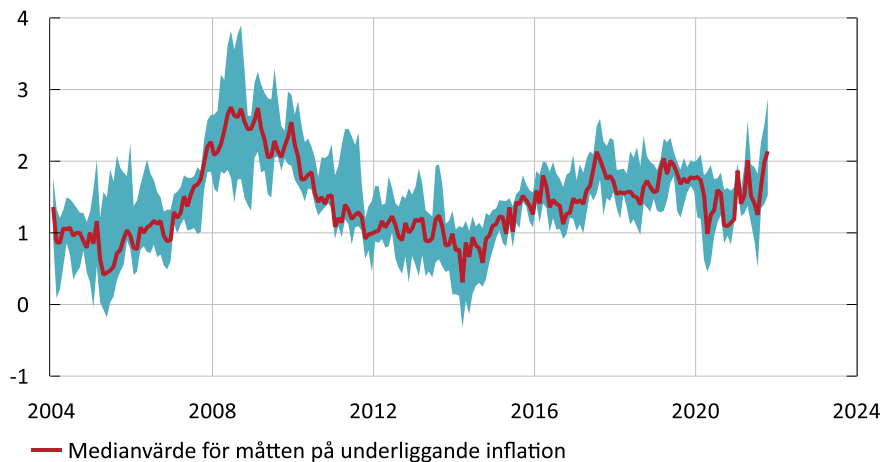
Liksom många andra centralbanker beräknar och publicerar Riksbanken olika mått på underliggande inflation, som är en indikator för inflationen på lite sikt. Enligt dessa mått har den underliggande inflationen ökat under de senaste månaderna och medianen av de olika måtten uppgick till 2,1 procent i oktober (se diagram 50). De mått som visat sig vara bäst i utvärderingar (UND24 och KPIFPC) spretar och ligger på 2,4 respektive 1,5 procent.¹⁹ Sedan våren 2020 har måtten på underliggande inflation blivit mindre stabila, vilket i diagram 50 illustreras av att medianvärdet av måtten varit mer volatilt än tidigare. Detta har sannolikt att göra med förändrade vikter och olika mätproblem under pandemin och att de stigande energipriserna påverkar vissa av måtten men inte andra.²⁰

¹⁹ För en diskussion av olika underliggande inflationsmått se J. Johansson, M. Löf, O. Sigrist och O. Tysklind, ”Mått på underliggande inflation i Sverige”, *Ekonomiska kommentarer* nr. 11, 2018, Sveriges riksbank.

²⁰ För mer information om 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”, *Ekonomiska kommentarer* nr. 14, 2020, Sveriges riksbank.

Diagram 50. Olika mått på underliggande inflation

Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken.

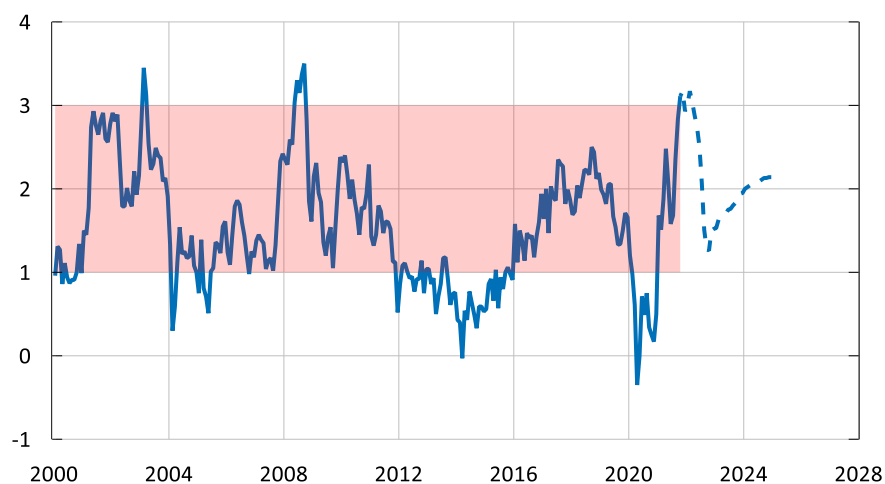
Inflationen mer varaktigt nära målet 2024

Från slutet av 2022 stiger inflationen i takt med att lönerna ökar snabbare och inflationen i omvärlden tilltar, men också för att efterfrågan är hög. Kronans växelkurs antas vara relativt oförändrad framöver och väntas därför inte påverka inflationen i någon större omfattning (se diagram 46).

De senaste två åren har det varit stora rörelser i KPIF. Inflationen var lägre än 2 procent under pandemin och väntas nu vara högre under återhämtningen (se diagram 51). Den stigande inflationen har bidragit till att inflationsförväntningarna har blivit högre och väntas bidra till att löneökningstakten stiger något snabbare under prognosperioden än vad den gjorde under åren före pandemin. Trots svängningarna är inflationen i genomsnitt nära inflationsmålet på 2 procent under 2021–2024 (se tabell 2 i prognostabellerna). Mot slutet av prognosperioden bedöms inflationen varaktigt vara nära målet på 2 procent.

Diagram 51. KPIF och variationsband

Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken.

FÖRDJUPNING – En högre inflation – tillfälligt eller varaktigt?

Inflationen har stigit snabbt runt om i världen den senaste tiden. Det beror främst på högre priser på energi, råvaror och elektroniska komponenter samt kraftigt ökade transportkostnader. Vissa tjänstepriser har också stigit i pandemidrabbade sektorer där efterfrågan nu har kommit igång snabbt. Riksbankens analys tyder på att uppgången i inflationen i huvudsak är övergående och att den kommer att dämpas under 2022 när bidragen från energipriser faller tillbaka, utbudsproblemen löses upp och efterfrågan blir mer normal. Men det finns risker för att inflationsförväntningarna påverkas mer påtagligt och inflationen på så vis blir mer varaktigt hög. Det gäller i synnerhet i länder där inflationen stigit mycket, som i USA, medan risken bedöms vara mindre i euroområdet och Sverige där uppgången i inflationen inte är lika stor. Hur inflationen i slutänden utvecklas beror också på hur penningpolitiken anpassas.

Inflationen har stigit snabbt i omvärlden och i Sverige

Inflationstakten har ökat snabbt i flera länder. Orsakerna är i många fall gemensamma, även om effekterna är olika stora i olika länder. I den här fördjupningen beskrivs först de viktigaste orsakerna bakom den senaste tidens uppgång i inflationen. Därefter studeras inflationsutvecklingen i USA, euroområdet, Storbritannien och Sverige separat för att kunna belysa likheter och skillnader.

Energipriserna har ökat snabbt, inte minst i Europa, vilket har bidragit till en *direkt effekt* på inflationen, eftersom priser på drivmedel och el ingår i de vanliga måtten på inflation. Men det finns också fördröjda effekter av högre energipriser, som är svårare att kvantifiera. Ett exempel på en så kallad *indirekt effekt* är när högre bränslekostnader leder till dyrare transporter och därmed till högre priser på de produkter som transporteras. En annan typ av indirekt effekt uppstår om till exempel råvarupriser på trä ökar mycket och så småningom påverkar konsumentpriset på möbler. Det är normalt att det uppstår indirekta effekter av prisuppgångar på insatsvaror, men genomslaget på konsumentpriser kan variera över tid och mellan länder.

En annan typ av fördröjd effekt brukar benämnas *andrahandseffekt*. Sådana uppkommer när en högre inflation påverkar förväntningar om den framtida prisutvecklingen och beteenden hos företag och hushåll. Högre inflationsförväntningar kan leda till att företagen höjer sina priser snabbare än vad de annars skulle ha gjort och till att löntagare kräver högre löner. Det i sin tur kan tvinga företagen att kompensera sig genom att höja priserna ytterligare.

Varför har inflationen stigit?

Högre energipriser

Sedan i början av året har oljepriset stigit med nästan 30 dollar, eller omkring 60 procent, till drygt 80 dollar per fat (se diagram 28 i kapitel 3). Utvecklingen har påverkat drivmedelspriserna i både USA och Europa, men olika mycket i olika länder beroende på bland annat beskattningen av drivmedel. I USA har priset på bensin stigit med drygt 50 procent, eller med 1,2 dollar/gallon sedan början av 2021. I Sverige har priset stigit med drygt 25 procent, eller nära 4 kronor per liter under samma period. Att oljan ökat i pris beror både på ökad efterfrågan och på produktionsbegränsningar under den allra senaste tiden.²¹ Enligt terminprissättningen väntas oljepriset sjunka tillbaka något från och med början av 2022.

Samtidigt har leveranserna av naturgas från Ryssland blivit oväntat små. I takt med att den totala volymen lagrad gas sjunkit i Europa har priset stigit snabbt. Eftersom omkring en femtedel av EU:s elproduktion baseras på naturgas har också elpriserna påverkats kraftigt i Europa. Det har också lett till att mer kol nu istället används i elproduktionen. Kolet har därför också ökat i pris och eftersom förbränning av kol ger upphov till mer koldioxid än förbränning av naturgas, har även priset på utsläppsrätter stigit.

I oktober hade marknadspriserna på el stigit med drygt 300 procent i Tyskland och Frankrike, mätt i årlig procentuell förändring, men priserna i konsumentled har ökat betydligt mindre.²² Elpriserna i Europa förväntas enligt terminsprissättningen vara höga ytterligare en tid för att sedan sjunka tillbaka efter vintern.

En speciell anledning till utvecklingen i de svenska elpriserna är att nederbörden var mindre än vanligt under våren och sommaren. Det skapade ett underskott i vattenmagasinen och därmed en lägre kapacitet i vattenkraften.²³ En annan förklaring är de snabbt stigande elpriserna i Europa, dit Sverige exporterar delar av sin elproduktion. Det har i sin tur höjt priserna ytterligare i Sverige. Detta gäller i synnerhet elpriset i södra Sverige, eftersom det finns begränsningar i överföringen av el från norra Sverige, där huvudparten av Sveriges el produceras. När det har blåst mycket i de södra delarna av landet (och i Danmark och norra Tyskland) de senaste månaderna har produktionsunderskottet i södra Sverige dock minskat och priserna har tenderat att sjunka.

De senaste två månaderna har elpriserna i Sverige sjunkit tillbaka men de är fortfarande relativt höga, åtminstone i de södra delarna av landet. Terminsprissättningen tyder också på att priserna kommer att vara fortsatt höga under vintern för att sedan sjunka tillbaka något. Utvecklingen av elpriset i Europa och Sverige är dock svår att förutse med någon större precision, eftersom den i stor utsträckning beror på väder

²¹ Vid det senaste mötet beslutade OPEC+ att inte öka produktionen för att möta den ökande efterfrågan.

²² Elpriserna enligt HIKP steg med runt 2,5 procent i både Tyskland och Frankrike i oktober. Eftersläpningen beror på att många konsumenter har bundna elprisavtal.

²³ En annan orsak är att kärnkraftverket i Ringhals hade ett längre revisionsstopp än planerat, vilket också har minskat kapaciteten i stamnätet.

och vind. Prisutvecklingen sedan sommaren visar dock att energiförsörjningen i Europa är mycket känslig för oväntade händelser och att även mindre störningar kan innebära mycket stora prisvariationer.

Riksbanken bedömer att det positiva bidraget från energipriserna till inflationen kommer att vara fortsatt högt under vintern för att sedan klinga av relativt snabbt under våren och sommaren 2022 (se diagram 4 i kapitel 1). Även om vissa mindre skillnader förekommer gäller detta såväl i Sverige, som i euroområdet och USA.

Flaskhalsar i transporter, högre råvarupriser och brist på insatsvaror

Pandemin har inneburit kraftiga skift i den ekonomiska aktiviteten i hela världen. Först sjönk efterfrågan dramatiskt under våren 2020. Därefter har återhämtningen varit mycket snabb. I USA och Europa har stora finans- och penningpolitiska åtgärder satts in för att stödja hushåll och företag, vilket har bidragit till den snabba förbättringen. Det har även skett en förskjutning, där hushållens efterfrågan på varor ökade snabbt i samband med pandemin när möjligheten att konsumera tjänster var begränsad.

I början på pandemin ställde många rederier av sina fartyg för att minska kostnaderna i takt med att fraktbeställningarna sjönk. När efterfrågan sedan återhämtade sig och även produktionen kom igång har leveranserna haft svårt att hålla jämna steg samtidigt som fraktrafiken har störts av ett flertal incidenter under våren och sommaren 2021.²⁴ Kostnaderna för fartygsfrakter har därför stigit dramatiskt sedan sommaren 2020. Situationen är fortfarande problematisk och logistikproblemen stora även om en viss förbättring kan anas den senaste tiden. Enligt World Container Index som avspeglar det genomsnittliga containerpriset för ett antal vanliga rutter till havs har prisen sjunkit något under oktober, men priserna är fortsatt ovanligt höga.²⁵

Såväl de snabba svängningarna i efterfrågan som olika produktionsstopp har också lett till andra störningar i de globala värdekedjorna i form av brist på råvaror och insatsvaror.²⁶ Ett speciellt exempel är den aktuella bristen på halvledare, som är en viktig komponent i många industrier, till exempel bil- och hemelektronikindustrin.

Vissa råvaror har också stigit i pris sedan våren 2020. Prisökningstakten på metaller, råvaror som används i industrin och livsmedel ökade snabbt när den ekonomiska situationen ljusnade. Priserna var som högst i våras och har fallit tillbaka sedan dess, men de är fortfarande höga.

Ovanligt stor variation i konsumentpriserna för tjänster

Pandemin har också bidragit till ovanligt stor variation i priserna på tjänster. När restriktioner för att träffas infördes under 2020 höll det tillbaka prisutvecklingen på tjänster som till exempel hotell och restaurang. När restriktionerna sedan lättade ökade efterfrågan snabbt på denna typ av tjänster, samtidigt som flera företag har

²⁴ I mars fastnade containerfartyget Ever Given i Suezkanalen, vilket orsakade långa fartygsköer. Dessutom har flera stora containerhamnar i Kina stängts ned på grund av utbrott av covid-19 under olika perioder.

²⁵ World Container Index (WCI) enligt Drewry var i mitten på oktober drygt 280 procent högre än under samma vecka 2020.

²⁶ Exempel på sådana råvaror är stål, trä, plast och vissa textilier.

upplevt svårigheter att åter- eller nyrekrytera personal som under pandemin bytt bransch eller skolat om sig. Sammantaget har tjänstepriserna stigit ovanligt snabbt den senaste tiden.

Utöver energipriser och följd effekter av de hastiga förändringarna i efterfrågan har mätproblem, förändrade konsumtionsmönster och skatteåtgärder i viss mån bidragit till ökad volatilitet i inflationsutvecklingen under pandemin. Men dessa effekter kommer inte att diskuteras mer ingående här.

Många gemensamma drag, men samtidigt skillnader mellan länder

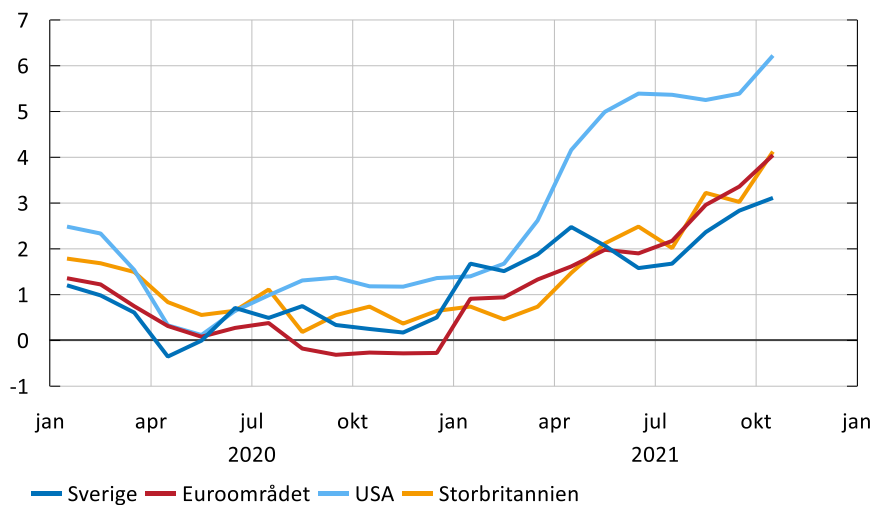
Inflationen i USA är den högsta sedan 1990

I USA har KPI-inflationen stigit särskilt snabbt under året och den uppgick i oktober till 6,2 procent (se diagram 52).²⁷ De direkta effekterna av högre energipriser är tydliga i USA, där prisökningstakten på drivmedelspriser uppgick till nära 50 procent i oktober. På senare tid har även högre priser på bilar och i synnerhet på begagnade bilar bidragit till den högre inflationen. Dessa priser ökade snabbt under våren och i början på sommaren 2021, efter att ha fallit något under 2020. Brist på halvledare verkar dessutom ha hämmat produktionen och bidragit till prisuppgången i den här sektorn. Under den allra senaste tiden har även högre priser på livsmedel och boendekostnader bidragit till att höja inflationen; KPI-inflationen rensad för livsmedels- och energipriser, den så kallade kärninflationen, uppgick till 4,6 procent i oktober.

²⁷ Inflationen enligt prisindexet PCE-deflatorn (Personal Consumption Expenditure) har också stigit, men ligger på en något lägre nivå, 4,4 procent.

Diagram 52. Inflation i Sverige och i omvärlden

Årlig procentuell förändring



Anm. KPI-inflation för USA och Storbritannien, HIKP-inflation för euroområdet och KPIF-inflation för Sverige.

Källor: Macrobond och SCB.

Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, anser att stora delar av inflationsuppgången är övergående. Effekterna av diverse flaskhalsar har förvisso varit större och mer långvariga än väntat, vilket lett till successiva uppjusteringar av inflationsprognoserna för i år. Men, även om dessa effekter är framträdande just nu bedömer Federal Reserve att de kommer att avta. När de väl gör det väntas inflationen falla tillbaka.²⁸

Även de indirekta effekterna av högre energi- och producentpriser är tydliga i USA. Ett exempel är att högre kostnader för bränslen och konstgödsel inom jordbruket har lett till mindre marginaler och därmed en press uppåt på livsmedelspriserna. Ett annat exempel är att stigande kostnader för drift och uppvärmning av fastigheter tycks ha pressat upp hyrorna.²⁹

Vad gäller priser på varor, tjänster och livsmedel i USA är ökningstakten högst för varupriser, men livsmedelspriserna och tjänstepriserna har också stigit (se diagram 53–55). Jämfört med euroområdet, Storbritannien och Sverige sticker prisökningstakten på varor ut, men även livsmedelspriser har ökat klart snabbast i USA. Det verkar alltså finnas vissa tecken på indirekta effekter i USA, speciellt då prisuppgången verkar vara relativt bred.

Eftersom prisökningstakten har stigit relativt mycket på kort tid kan inflations- och löneförväntningarna påverkas mer än vanligt. Resursutnyttjandet på arbetsmarknaden

²⁸ Se till exempel tal av J. Powell (2021), augusti 2021, Federal Reserve. [Monetary Policy in the Time of COVID](#).

²⁹ Riksbanken har genom åren gjort olika skattningar på hur stora de indirekta effekterna av högre energipriser kan bli på inflationen i Sverige. I sådana övningar antas ofta att energipriset blir permanent högre. En studie tyder på att indirekta effekter av ett högre oljepris är relativt begränsade i USA och euroområdet, se C. Conflitti and M. Luciani (2017). "Oil price pass-through into core inflation", *FEDS Notes*, augusti, 2017.

är därför en nyckelfråga. Efterfrågan på arbetskraft fortsätter att stiga och arbetslösheten sjunker i USA. Det finns också vissa indikatorer som pekar på ett ökat lönetryck.

Inflationen har stigit snabbt även i euroområdet och Storbritannien

I euroområdet uppgick HIKP-inflationen till 4,0 procent i oktober, men skillnaderna är stora mellan medlemsländerna. Några exempel på länder med jämförelsevis låg inflation är Portugal (1,8 procent), Grekland (2,8 procent) och Finland (2,8 procent) medan Litauen (8,2 procent), Estland (6,8 procent) och Tyskland (4,6 procent) har en betydligt högre inflation. En stor del av den totala prisuppgången sedan årsskiftet i euroområdet förklaras av högre priser på boende och transporter. Till detta kommer vissa specifika positiva bidrag till inflationstakten som uppkommer när oväntat låga priser 2020 blivit mer normala i år, så kallade baseffekter.³⁰

Att boendekostnaderna ökat förklaras främst av högre priser på gas och el. Eftersom genomslaget av högre energipriser till konsumentledet är delvis fördröjt väntas de bidra till att höja inflationen ytterligare en tid, trots att spotpriserna på naturgas och el nu har sjunkit tillbaka något. Högre priser på bensin och diesel förklarar en stor del av uppgången i transportkostnaderna, som i viss mån även påverkas av prisuppgångar på flygbiljetter och bilar. Den europeiska centralbanken, ECB, bedömer att många av de faktorer som nu höjer inflationen, som till exempel högre energipriser, är tillfälliga och gradvis faller bort under 2022.³¹

Även i Storbritannien har inflationen stigit efter att ha varit låg under större delen av 2020. I oktober uppgick KPI-inflationen till 4,1 procent. Uppgången beror till viss del på att fjolårets momssänkningar på tjänster och subventioneringar av restaurangmåltider inte längre håller nere inflationstakten.³² Liksom i euroområdet och USA bidrar också energipriserna till att höja inflationen, om än i något mindre utsträckning. Centralbanken Bank of England menar att energipriser och flaskhalsar, som inneburit höga globala fraktkostnader och brist på specifika varor, har påverkat konsumentpriserna. Centralbanken pekar också på att återöppningen av ekonomin har lett till att priserna på vissa konsumenttjänster har stigit. I sin senaste prognos bedömer Bank of England att inflationsuppgången kan hålla i sig fram till andra halvåret 2022 för att sedan dämpas i takt med att kostnadstrycket lättar.³³

Inflationen rensad för energipriser och priser på obearbetade livsmedel uppgår till 3,4 procent i Storbritannien, medan HIKP exklusive energi och obearbetade livsmedel i euroområdet var 2,1 procent i oktober. Skillnaden mellan den totala inflationen och den underliggande inflationen är därmed relativt liten i Storbritannien.

Priserna på både varor och tjänster stiger snabbare i Storbritannien än i euroområdet medan det omvända gäller för livsmedelspriser (se diagram 53–55). I euroområdet har

³⁰ Några exempel på baseffekter som påverkat inflationstakten i euroområdet under andra halvåret 2021 är återställningen av momssänkningen i Tyskland som infördes 2020 samt försenade sommarreor ifjol.

³¹ Se bland annat protokoll från presskonferensen den 28 oktober, ECB. [Monetary Policy Statement](#).

³² Se öppet brev från centralbankschefen A. Bailey till regeringen, september 2021, Bank of England, [Letter from the Governor](#) och tal av S. Tenreiro, oktober 2021, Bank of England, [International trade, global supply chains and monetary policy](#).

³³ Se *Monetary Policy Report*, november 2021, Bank of England.

ökningstakten i varupriserna varit mycket volatil under det senaste året, vilket sannolikt beror på diverse pandemirelaterade mätproblem och viktjusteringar.

Sammantaget är de indirekta effekterna i Storbritannien och euroområdet inte lika tydliga som i USA, men det finns ändå vissa tecken på spridningseffekter, särskilt i Storbritannien.

Uppgången i den uppmätta inflationstakten i euroområdet och Storbritannien speglas, liksom i USA, också i högre inflationsförväntningar enligt enkäter. Även långsiktiga marknadsbaserade inflationsförväntningar har stigit. Resursutnyttjandet på arbetsmarknaden har också stärkts i euroområdet och Storbritannien, men det är svårt att hitta några tydliga tendenser till ett ökat lönetryck än.³⁴

Inflationen har stigit även i Sverige

Enligt Riksbankens senaste företagsundersökning har kostnaderna stigit i nästan alla branscher. Utvecklingen kan förklaras av stigande priser på bland annat energi, råvaror, stål, metaller, trä och elektroniska komponenter samt kraftigt stigande kostnader inom transport, lager och logistik under året. Kapacitetsproblem och höga drivmedelspriser höjer de svenska transportföretagens kostnader. Handeln och de företag som säljer tjänster till hushållen ser också stigande kostnader.³⁵

KPIF-inflationen har ökat gradvis under det senaste året och Riksbanken bedömer att den kommer att uppgå till 3 procent i genomsnitt under det närmaste halvåret. En viktig orsak till att inflationen har stigit i Sverige är, precis som i omvärlden, att energipriserna har gått upp. Bidraget från energipriserna har ökat successivt under året och uppgick till 1,4 procentenheter i oktober (se diagram 47 i kapitel 3).

Årsgenomsnittet för inflationen mätt med KPIF exklusive energi väntas i år bli två tiondelar lägre än 2019 och endast en tiondel högre än 2020. Ett ökande bidrag från priserna på tjänster har motverkats av ett gradvis lägre bidrag från priser på livsmedel och övriga varor under året (se diagram 47 i kapitel 3).³⁶

Varupriserna har ökat klart långsammare i Sverige än i USA, euroområdet och Storbritannien (se diagram 53). Profilen på den årliga procentuella förändringen i svenska tjänstepriser präglas av förändrade vikter på utrikes resor och har varit mycket volatil under pandemin (se diagram 55). Livsmedelspriserna har utvecklats på

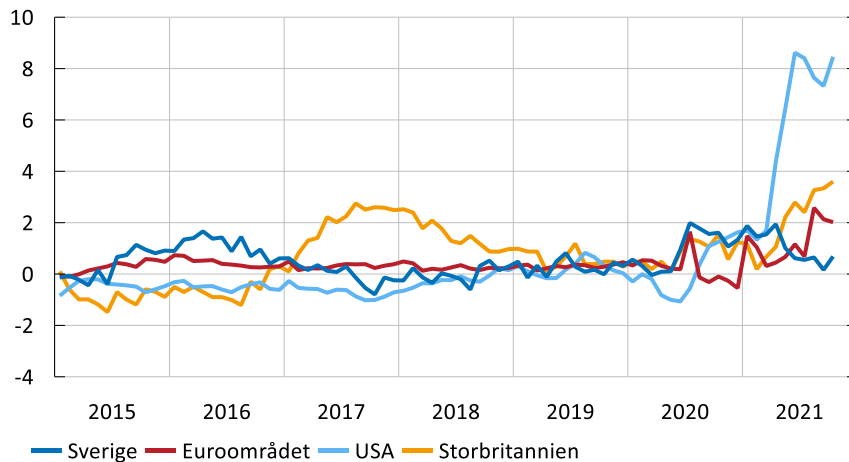
³⁴ Löneanspråken i till exempel Tyskland är hittills lägre än de var före pandemin. De tyska löneavtalsförhandlingarna sker huvudsakligen under hösten 2022, vilket innebär att det dröjer innan det kommer några tydliga signaler om löneutvecklingen.

³⁵ Se "Hittar man en komponent, är det en annan som saknas", *Riksbankens företagsundersökning*, september 2021, Sveriges riksbank.

³⁶ Förloppet i KPIF exklusive energi, och andra inflationsmått, är dock extra svårtolkat sedan en tid på grund av pandemirelaterade faktorer, som viktförskjutningar och mätproblem. Förändrade konsumtionsmönster påverkar inte bara viktberäkningarna i Sverige utan även inflationsberäkningar globalt. Hur SCB kommer att göra med vikterna 2022 är inte bestämt ännu, men valet av metod kommer att påverka den månatliga profilen för inflationsutfallen, speciellt nästa år. Besked väntas komma i december. För mer information om 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", *Ekonomiska kommentarer* nr. 14, 2020, Sveriges riksbank.

ungefär på samma sätt i Sverige, i euroområdet och Storbritannien, men betydligt starkare i USA (se diagram 54).

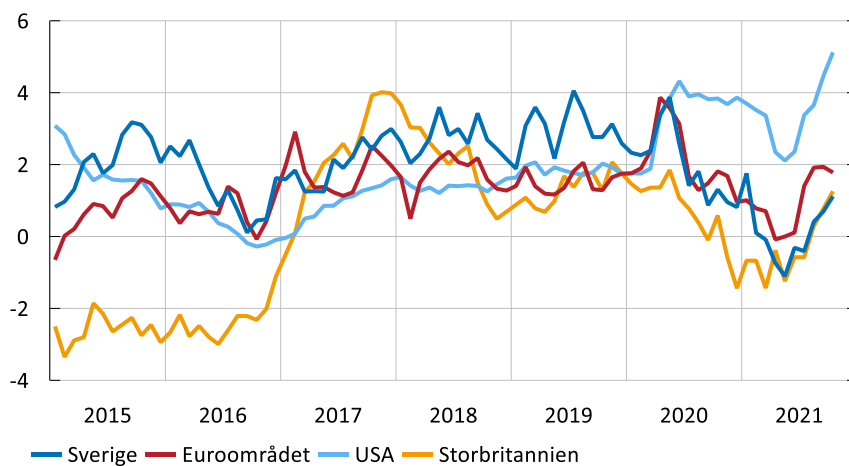
Diagram 53. Varupriser exklusive energi och livsmedel i olika länder och regioner
Årlig procentuell förändring



Anm. Mätt med HIKP för Sverige och euroområdet respektive KPI för USA och Storbritannien.

Källa: Macrobond.

Diagram 54. Livsmedelspriser i olika länder och regioner
Årlig procentuell förändring



Anm. Mätt med HIKP för Sverige och euroområdet respektive KPI för USA och Storbritannien.

Källa: Macrobond.

Det är därmed fortfarande svårt att se några tydliga indirekta effekter i Sverige när lite bredare aggregat studeras, men det finns exempel på varu- och tjänstpriser som har påverkats under det senaste året. I tabell 1 sammanställs prisutvecklingen på några utvalda varor som kan ha påverkats av högre råvarupriser, högre fraktkostnader och andra störningar i leveranserna den senaste tiden. I tabell 1 redovisas också prisutvecklingen på några tjänster som kan ha påverkats under pandemin. Prisutvecklingen

hittills i år jämförs med den genomsnittliga prisutvecklingen mellan åren 2015–2019. Det finns vissa tecken på att priserna för ett antal produkter nu stiger snabbare än vanligt. Bland varorna är det prisutvecklingen på cyklar, vissa vitvaror och bilar som sticker ut. På tjänstesidan tycks priserna på sport- och biobiljetter öka lite snabbare just nu. Men det finns också priser som ökat långsamt bland dessa utvalda varor och tjänster.³⁷

Även om priserna för vissa produkter stiger snabbare än vanligt är det svårt att se några tydliga trender i konsumentpriserna än så länge. Men eftersom priserna i producentledet har stigit relativt snabbt väntas de påverka priserna i konsumentledet med en viss eftersläpning. Enligt Konjunkturbarometern har också andelen företag som vill höja sina priser stigit en hel del under den senaste tiden, särskilt i detaljhandeln där andelen företag som planerar prishöjningar har stigit snabbt sedan inledningen av 2021 och nu är på en rekordhög nivå. Olika indikatorer pekar alltså på att fler konsumentpriser kommer att höjas den närmaste tiden.

Tabell 1. Prisutvecklingen på några utvalda varor och tjänster

Årlig procentuell förändring

Varor (7,1 %):	15–19	20–21	21	Tjänster (4,1 %):	15–19	20–21	21
Möbler	0,7	1,4	1,1	Sportbiljetter	0,6	1,2	2,4
Bilar	0,9	2,7	3,0	Biobiljetter	2,9	1,5	4,3
Cyklar	0,2	6,6	9,4	Teaterbiljetter	2,6	1,4	0,6
TV-apparater	-7,1	-7,4	-8,7	Entré till nöjespark	2,8	3,4	3,9
Diskmaskin	-0,7	3,6	1,6	Hotellrum (helg)	3,5	-5,5	3,3
Kylskåp	-0,9	0,1	-4,3	Dagens lunch (1)	2,5	2,8	1,3
Tvättmaskin	-1,6	2,0	2,8	Dagens lunch (2)	2,7	1,9	1,9
				À la carte	2,1	2,5	2,2
				Middag	3,0	0,1	0,4

Anm. Kolumnen som benämns 15–19 avser genomsnittlig årlig procentuell förändring mellan 2015 och 2019. Kolumnen med rubriken 20–21 indikerar genomsnittlig procentuell förändring för 2020 och 2021, medan rubriken 21 indikerar den genomsnittliga årliga procentuella förändringen från januari 2021 till och med september 2021. (1) avser lite enklare lunch medan (2) avser lunch på restaurang. Siffror inom parentes på första raden avser sammanlagt vikt i KPIF för de varor respektive tjänster som redovisas i kolumnen. Enligt Riksbankens indelning är den totala vikten för varor i KPIF 28 procent och för tjänster 43 procent.

Källor: SCB och egna beräkningar.

Liksom i omvärlden har läget på arbetsmarknaden förstärkts i Sverige och inflationsförväntningarna på olika horisonter har stigit successivt sedan sommaren 2020. Förväntningarna kommer antagligen att stiga ett tag till, eftersom inflationen förblir högre ett antal månader. Samvariationen mellan faktisk inflation och inflationsförväntningar är tydlig. Om KPIF-inflationen stiger tenderar alltså inflationsförväntningarna också att stiga efter någon eller några månader. En enkel korrelationsanalys visar

³⁷ Den totala vikten i KPI-korgen av de varor och tjänster som presenteras i tabellen är 7,1 respektive 4,1 procent.

också att inflationsförväntningarna samvarierar tydligt med prisökningstakten på olika energikomponenter.³⁸

Det är därmed rimligt att anta att både inflationsförväntningarna och företagens pris-sättning påverkas mer om kostnadsökningarna blir mer långvariga. Men, i en sådan situation är det också rimligt att anta att penningpolitiken kommer att anpassas och effekterna dämpas.

Kommer inflationen i Sverige att vara tillfälligt eller varaktigt högre?

De hastiga förändringarna i efterfrågan har inneburit problem för råvaruproducenter, underleverantörer och transportföretag att anpassa produktionen tillräckligt snabbt och det har uppstått störningar på flera håll inom de globala produktionskedjorna. Att delar av ekonomierna har varit nedstängda har också bidragit till omställningsproblemen. Det har bland annat inneburit förskjutningar i efterfrågan från tjänster till varor. Svårigheter att möta den snabbt stigande efterfrågan har lett till kraftiga uppgångar i råvarupriser, transportpriser och så småningom även företagens producentpriser.

Effekten på konsumentpriserna av dessa störningar har varit påtagliga i USA, men är än så länge begränsade i euroområdet och Sverige.

I Sverige är det fortfarande svårt att se några tydliga tendenser till indirekta effekter. Priser på vissa varor och tjänster har stigit, men uppgången är inte bred. Varupriser exklusive energi och livsmedel (Riksbankens definition) sjunker fortfarande mätt i årlig procentuell förändring. Samtidigt har energipriserna ökat snabbt, vilket har bidragit till en direkt effekt på inflationen. Inflationsförväntningarna på längre horisonter har dock inte rört sig mer än väntat. Oron för en varaktig uppgång i svensk inflationen bör alltså inte överdrivas.

Hur inflationen utvecklas på lite längre sikt beror på hur företagens och hushållens inflationsförväntningar påverkas och hur penningpolitiken anpassas. Riksbankens analys visar att det finns goda skäl att tro att uppgången i inflationen är övergående. Såvida inte energipriserna stiger ytterligare från dagens höga nivåer kommer deras positiva bidrag till inflationstakten att minska i ungefär samma takt som det har stigit i år.³⁹

En del av de pris- och kostnadsökningar som beror på störningar i utbudet väntas dock påverka konsumentledet och bidra till en högre prisökningstakt på vissa varor under det närmaste året. Samtidigt har efterfrågan på hotell- och restaurangtjänster stigit snabbt och bidragit till ett tryck uppåt även på tjänstepriserna. Utbudsproblemen och de tvära kasten i efterfrågan bedöms dock avta under 2022. De månatliga prisöknings-

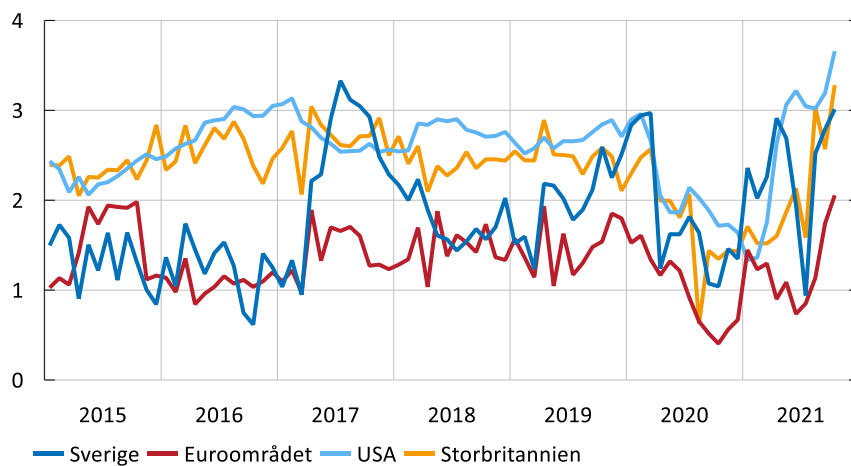
³⁸ Se till exempel L. Killian och X. Zhou (2020), "Oil Prices, Gasoline Prices and Inflation Expectations: A New Model and New Facts", *Working Paper* No. 2025, Federal Reserve Bank of Dallas. I svenska data tycks det också vara så att förändringar i energipriset påverkar inflationsförväntningarna. Om energipriset stiger leder det alltså till att inflationsförväntningarna påverkas med en viss fördröjning. Troligtvis beror det på att svängningar i energipriserna ger så tydliga avtryck i inflationen.

³⁹ Se faktarutan "Sambandet mellan prisnivå och inflationstakt" i *Penningpolitisk rapport*, juli 2020, Sveriges riksbank.

takterna bedöms bli något högre än normalt den närmaste tiden och den årliga procentuella förändringen i KPIF exklusive energi stiger. Ökningstakten sjunker sedan något under det andra halvåret 2022. Under 2023 och 2024 stiger sedan inflationen gradvis mot 2 procent.

Diagram 55. Tjänstepriser i olika länder och regioner

Årlig procentuell förändring



Anm. Mätt med HIKP för Sverige och euroområdet respektive KPI för USA och Storbritannien.

Källa: Macrobond.

FÖRDJUPNING – Låga globala realräntor även framöver?

Realräntorna har sjunkit trendmässigt de senaste 30 åren, världen över. Eftersom finansiella tillgångar fritt kan flyttas mellan många olika länder och valutaområden måste de reala avkastningskrav som gäller i Sverige anpassas till ungefär samma nivå som råder i omvärlden. Den globala trenden mot lägre realräntor har därför en avgörande inverkan på en lång rad ekonomiska beslut som fattas i Sverige, inklusive Riksbankens penningpolitiska beslut. I denna fördjupning diskuteras några av drivkrafterna bakom den globala trenden, dess ekonomiska konsekvenser och de slutsatser som utifrån aktuell forskning kan dras om utvecklingen framöver.

Ett par faktorer talar för att realräntorna kommer att förbli låga under överskådlig tid. En sådan faktor är att världens befolkning fortsätter att åldras och att detta dämpar lönsamheten i företagens investeringar, något som i sin tur håller nere realräntorna. Men osäkerheten om den fortsatta utvecklingen är stor och framtida politiska beslut kan ha stor påverkan. Det gäller inte minst beslut om finanspolitiken i världens största ekonomier och om åtgärder för att bromsa klimatförändringarna.

Global nedåtgående trend i räntorna

Under de senaste 30 åren har den förväntade reala avkastningen på olika typer av finansiella tillgångar sjunkit trendmässigt. Trenden är global och den största nedgången har skett på olika typer av lånekontrakt, som exempelvis statsobligationer, bostadslån och skuldebrev utgivna av företag. Men flera mått visar att det skett en tydlig nedgång även i den förväntade reala avkastningen på aktier och i den genomsnittliga reala avkastningen på hela den portfölj av tillgångar som hushållen håller.⁴⁰ Den reala avkastning som en långivare kan förvänta sig på ett riskfritt lån brukar kallas för lånets realränta. Realräntan är ungefär lika med räntan på lånet minus den förväntade inflationen under lånets löptid.

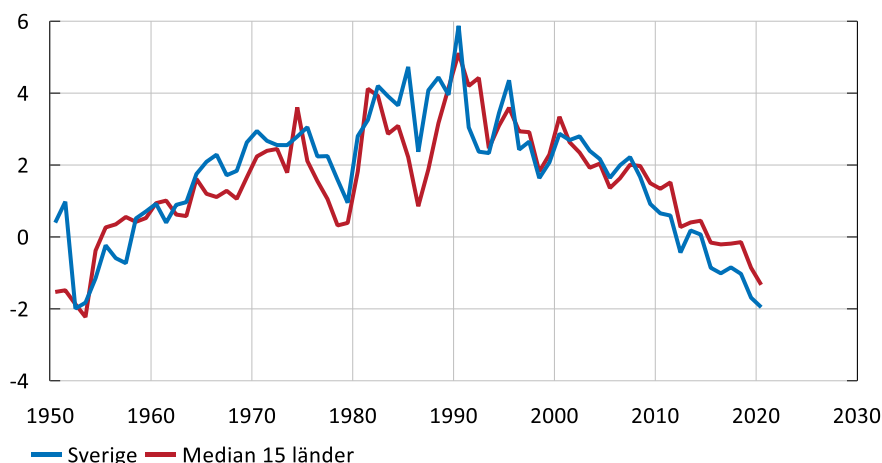
Denna fördjupning fokuserar på den globala trend mot lägre förväntad avkastning som är gemensam för olika typer av tillgångar, och begreppen realränta och real avkastning kommer därför att användas synonymt. Men det är värt att påpeka att detta

⁴⁰ Se avsnitten A och D6 i L. Rachel och T. D. Smith (2015), "Secular drivers of the global real interest rate", *Staff Working Paper* No 571, Bank of England; F. Duarte och C. Rosa (2015), "Equity risk premium: A review of models", *Economic Policy Review* 21(2), Federal Reserve Bank of New York samt Ö. Jordà, K. Knoll, D. Kuvshinov och A. M. Taylor (2019), "The rate of return on everything, 1870–2015", *Quarterly Journal of Economics* 134(3).

är en förenkling, och att det ofta är stora skillnader i avkastningen på tillgångar med olika riskprofil.

Diagram 56. Realränta på statsobligationer 1950–2020

Procent



Anm. Nominell ränta på statsobligationer med lång löptid minus förväntad, genomsnittlig inflation enligt BNP-deflatorn. Med lång löptid menas i de flesta fall 10 år. För varje land och år i stickprovet skattas den förväntade inflationen med två olika metoder: en prognos från en enkel autoregressiv modell, AR(1), och ett genomsnitt av inflationen under de senaste 5 åren. Vid beräkningen av realräntan används genomsnittet av de två måtten.

Källor: Jordà m.fl. (2019), nationella statistikdatabaser, Världsbanken och Riksbanken.

I diagram 56 illustreras den nedåtgående trenden med medianen av realräntorna på statsobligationer med lång löptid i en grupp av 15 utvecklade länder. I samma diagram visas även utvecklingen under perioden 1950 till 1990, då trenden istället var uppåtgående. Längre historiska tidsserier visar att utvecklingen under 1900-talets andra hälft inte är unik; även under tidigare perioder har uppåt- och nedåtgående trender avlöst varandra.⁴¹

Finansiellt kapital kan snabbt och till låg kostnad flyttas mellan olika länder och valutaområden. Därför måste den förväntade reala avkastningen på tillgångar som placeras i Sverige vara ungefär densamma som den avkastning som investerare kan förvänta sig om de istället placerar i utländska tillgångar med liknande riskprofil. Realräntan på säkra lån i svenska kronor kan exempelvis inte varaktigt avvika särskilt mycket från re-

⁴¹ Se referensen till Jordà m.fl. (2019) i fotnot 39. Författarna beräknar mått på realräntor som för vissa länder går tillbaka till 1870-talets början. Ännu längre historiska tidsserier redovisas i P. Schmelzing (2020), "Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the 'supersecular' decline, 1311–2018", *Staff Working Paper* No 845, Bank of England.

alräntan på motsvarande lån i euro eller amerikanska dollar, något som också illustreras i diagram 56.⁴² Trendmässiga förändringar i realräntan i omvärlden ger alltså upphov till motsvarande trender även i Sverige.⁴³

Långtgående ekonomiska konsekvenser

När realräntorna sjunker blir det billigare för hushåll att låna till konsumtion och bostadsköp, och det är då naturligt att skuldsättning och tillgångspriser ökar. Låga avkastningskrav innebär också att det blir billigare att göra olika typer av investeringar, både för det offentliga och för privata företag, och att lånekostnaderna sjunker för skuldsatta stater. Samtidigt är sjunkande realräntor en ovälkommen utveckling för de som önskar spara. Det gäller exempelvis många löntagare som sparar till sin pension, och i stor utsträckning även de institutioner och livbolag som ställt ut löften om utbetalningar till blivande pensionärer.

Även Riksbankens penningpolitiska beslut påverkas direkt och påtagligt av den globala trenden mot lägre realräntor. På lång sikt bestäms nivån på reporäntan i huvudsak av nivån på inflationsmålet och av den realränta på säkra, kortfristiga lån som gäller i omvärlden. Eftersom det finns en nedre gräns för hur lågt reporäntan kan sänkas, innebär varaktigt låga realräntor en ökad sannolikhet att Riksbanken i en framtida lågkonjunktur får svårt att använda reporäntan för att stimulera resursutnyttjandet och inflationen.

Flera olika drivkrafter bakom lägre räntor

Trenden får alltså långtgående konsekvenser för hushåll, företag och den ekonomiska politiken. Därför är det intressant att förstå vilka faktorer som drivit ned realräntorna, så att man kan bilda sig en uppfattning om vad som är en trolig utveckling framöver. De flesta forskare är överens om att flera olika strukturella förändringar har bidragit till utvecklingen, och att dessa strukturella förändringar verkar oberoende av den penningpolitik som förs vid världens olika centralbanker. Exempel på sådana förändringar rör befolkningens ålder och förväntade livslängd, de långsiktiga tillväxtutsikterna för produktiviteten och det faktum att Kina integrerats alltmer i den globala ekonomin samtidigt som sparandet där har varit påfallande högt.⁴⁴

⁴² Om villkoren för icke-arbitrage är uppfyllda kan skillnader i realräntan mellan två olika tillgångar, utställda i olika valutor men med samma löptid, härledas till förväntade förändringar i den reala växelkursen och till skillnader i riskpremier. För att det ska uppstå betydande och varaktiga skillnader i realräntor länder emellan krävs alltså förväntningar om trendmässiga förändringar i den reala växelkursen och/eller betydande skillnader i riskpremier. Se diskussionen i King och Low (2014), "Measuring the 'world' real interest rate", *Working Paper* No 19887, National Bureau of Economic Research.

⁴³ Årtiondena efter andra världskriget präglades av ganska strikta regleringar av internationella, privata kapitalrörelser. Under denna period var det därför ofta svårt att göra arbitrage mellan tillgångar utställda i olika valutor. Bertil Ohlin har dock visat att priset på produktionsfaktorer i olika länder även tenderar att utjämnas via varuhandel. Se B. Ohlin (1933), "Interregional and international trade", Harvard University Press: Cambridge.

⁴⁴ Andra exempel är fallande relativpris på investeringsvaror, lägre offentliga investeringar, högre premier på säkra tillgångar och större skillnader i inkomst mellan hushållen. För icke-tekniska diskussioner av de olika drivkrafterna, se C. Bean, C. Broda, T. Ito och R. Kroszner (2015), "Low for long? Causes and consequences of persistently low interest rates", *Geneva reports on the world economy* No 17, samt L. Rachel och T. D. Smith (2017), "Are low real interest rates here to stay?", *International Journal of Central Banking* 13(3).

Även om det finns en samsyn bland de flesta forskare om att trenden har mer än en drivkraft, är de oeniga om vilka drivkrafter som varit viktigast. Ett exempel gäller de långsiktiga tillväxtutsikterna för produktiviteten. Enligt flera studier kan försämrade tillväxtutsikter för produktiviteten förklara en stor del av den trendmässiga nedgången i realräntorna. Men på senare år har det publicerats flera andra studier som på empirisk grund har ifrågasatt detta samband. I dagsläget är det därför en öppen fråga i vilken utsträckning som mer pessimistiska tillväxtförväntningar kan bidra till att förklara trenden.⁴⁵

En drivkraft som diskuterats intensivt de senaste åren är befolkningens åldrande och dess effekter på sparande och realräntor. Bakgrunden är att den genomsnittliga åldern på världens befolkning nu stiger jämförelsevis snabbt. Det beror bland annat på att fertiliteten minskat och på att det i många länder föddes ovanligt stora barnkullar under årtiondena efter andra världskriget. En konsekvens är att många länder, under de senaste decennierna, har haft ovanligt stora befolkningsgrupper i medelåldern, då de flesta brukar spara som mest. Flera beräkningar visar också att befolkningens ålderssammansättning har bidragit till att pressa upp sparkvoterna och att pressa ned räntorna. En hel del ekonomer har också pekat på det faktum att dessa stora grupper nu är på väg in i pensionsåldern, och de har därför dragit slutsatsen att sparkvoterna framöver kommer att sjunka och realräntorna stiga.

En annan strukturell förändring, som också anses ha bidragit till att pressa ned realräntorna, är ökad ojämlikhet i hushållens inkomstfördelning. Det är väl belagt att höginkomsttagare i genomsnitt sparar en större andel av sina inkomster än låg- och medelinkomsttagare. I många utvecklade länder har ojämlikheten i inkomster ökat trendmässigt under lång tid.⁴⁶ Den här trenden har inneburit att en större andel av hushållens samlade inkomster nu går till höginkomsttagarna, något som alltså borde bidra till att öka sparandet bland hushållen.

Hushållens sparande och dess effekter på realräntan

Det är värt att notera att båda dessa drivkrafter - befolkningens åldrande och ökad ojämlikhet - anses ha verkat genom samma kanal, nämligen högre sparande. Tanken är att det på global nivå finns en långsiktig, strukturell jämvikt där det totala sparandet är lika med de samlade investeringarna. Om sparandet ökar av strukturella skäl, exempelvis därför att inkomstfördelningen blivit mer jämn eller därför att befolkningen åldrats, då måste den reala jämviktsräntan sjunka. Anledningen är att företagens incitament att investera behöver öka, så att det samlade sparandet och summan av alla investeringar åter hamnar i balans. Gradvisa, strukturella ökningar i sparandet

Ett exempel på en alternativ syn på drivkrafterna bakom realräntetrenden finns i C. Borio, P. Disyatat och P. Rungcharoenkitkul (2019), "What anchors for the natural rate of interest?", *Working Paper* No 777, Bank for International Settlements.

⁴⁵ För diskussion av och referenser till studier om kopplingen mellan lågfrekventa samband mellan realräntor och tillväxt, se E. Gagnon, B. K. Johannsen och D. López-Salido (2021), "Understanding the new normal: the role of demographics", *IMF Economic Review* 69(2), samt H. Lundvall (2020), "Vad driver den globala trenden mot lägre realräntor?", *Penning- och valutapolitik* nr 1, Sveriges riksbank.

⁴⁶ Se T. Piketty och E. Saez (2006), "The evolution of top incomes: A historical and international perspective", *American Economic Review* 96(2).

skulle därmed också leda till en trendmässig nedgång i den reala jämviktsräntan. Detta skulle i sin tur innebära att centralbankerna, om de håller fast vid sina inflationsmål, undan för undan måste sänka den långsiktiga eller normala nivån på sina styrräntor.⁴⁷

Förklaringen att det är ett ökat sparande som drivit ned realräntan kan kanske förvåna en del eftersom kvoten mellan hushållens samlade lån och deras inkomster länge har vuxit, både i Sverige och i flera andra länder. Men det finns ingen motsättning här, utan det är istället naturligt att skulderna stiger när sparandet ökar. I varje land finns det ju vid varje givet tillfälle miljontals enskilda hushåll som har mycket olika ekonomiska förutsättningar, och som befinner sig i olika skeden i livet. Poängen är att idén om högre sparande handlar om den genomsnittliga sparbenägenheten för alla hushåll. En högre genomsnittlig sparbenägenhet innebär att den globala jämvikten förskjuts, så att realräntan sjunker och sparandet och investeringarna stiger som andel av BNP. Men den lägre realräntan innebär samtidigt att det blir billigare att låna. En del hushåll kommer därför att välja att låna mer än de annars hade gjort och detta bidrar till att driva upp kvoten mellan lån och inkomster.

En av svagheter med hypotesen att ökad ojämlikhet drivit upp sparandet handlar just om effekten på den genomsnittliga sparbenägenheten. I studier av sparandet i USA visar det sig visserligen att sparandet bland höginkomsttagare har ökat eftersom en större andel av hushållens samlade inkomster gått till denna grupp. Men under samma period har sparkvoterna bland låg- och medelinkomsttagare sjunkit, och denna nedgång har varit så stor att den genomsnittliga sparkvoten för alla hushåll blivit lägre.⁴⁸ Analys av data från fler länder tyder också på ett negativt samband mellan det genomsnittliga sparandet i hushållssektorn och nivån på ojämlikhet i inkomstfördelningen.⁴⁹

Demografiska faktorer påverkar både sparande och investeringar

Hur är det då med hypotesen att en åldrande befolkning bidragit till att pressa ned räntorna? Av de förklaringar till lägre realräntor som undersökts i olika forskningsstudier, är detta en av dem med starkast empiriskt stöd.⁵⁰ Men flera studier visar också att mekanismen inte är riktigt så enkel som det ibland påstås, nämligen att åldrandet har drivit upp sparkvoterna. Demografiska förändringar påverkar både hushållens

⁴⁷ Den reala jämviktsräntan kan definieras som den nivå på realräntan på kortfristiga lån som på lång sikt är förenlig med ett normalt resursutnyttjande, så att arbetslösheten är på sin långsiktigt hållbara nivå, och med att inflationen är på inflationsmålet. Se M. T. Kiley (2020), "What can the data tell us about the equilibrium real interest rate?", *International Journal of Central Banking* 16(3).

⁴⁸ Se A. Mian, L. Straub och A. Sufi (2021), "What explains the decline in r^* ? Rising income inequality versus demographic shifts", samt F. Guvenen (2021), "Commentary: What explains the decline in r^* ? Rising income inequality versus demographic shifts", båda framlagda vid 2021 års Jackson Hole Economic Symposium, arrangerat av Federal Reserve Bank of Kansas City.

⁴⁹ Se F. Alvarez-Cuadrado och M. El-Attar Vilalta (2018), "Income inequality and saving", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 80(6).

⁵⁰ Se C. A. Favero, A. E. Gozluklu och H. Yang (2016), "Demographics and the behaviour of interest rates", *IMF Economic Review* 64(4); K. G. Lunsford och K. D. West (2019), "Some evidence on secular drivers of US safe real rates", *American Economic Journal: Macroeconomics* 11(4); J. M. Poterba (2001), "Demographic structure and asset returns", *Review of Economics and Statistics* 83(4), samt L. Rachel och T. D. Smith (2017), "Are low real interest rates here to stay?", *International Journal of Central Banking* 13(3).

sparbenägenhet och företagens incitament att investera.⁵¹ Båda effekterna måste beaktas då man beräknar åldrandets effekter på realräntan.

I en ny studie av Auclert med flera (2021) undersöks effekterna av demografiska förändringar på global nivå, och resultaten bekräftar att åldrandet har bidragit till att realräntorna sjunkit.⁵² Författarna visar också att åldrandet sannolikt kommer att fortsätta att pressa den reala jämviktsräntan nedåt, trots att en allt större andel av befolkningen nu når de åldrar över 60 år då sparandet brukar minska. Anledningen är just att åldrandet påverkar både sparandet och företagens incitament att investera. Att fertiliteten fallit i många stora ekonomier, inklusive USA, EU och Kina, innebär att befolkningen i arbetsför ålder nu växer långsammare än den gjort tidigare. Avkastningen på de flesta investeringar är nära kopplad till tillgången på arbetskraft – avkastningen blir högre ju mer arbetskraft som finns tillgänglig. Under några årtionden från 1965 och framåt växte exempelvis USA:s arbetskraft i en jämförelsevis snabb takt, när efterkrigsårens stora barnkullar kom in på arbetsmarknaden. Då var det lönsamt för många företag i USA att investera, inte minst eftersom det fanns gott om folk att anställa och eftersom efterfrågan växte snabbt då allt fler människor kom i arbete. På motsvarande sätt är flera av världens stora ekonomier nu inne i en period när arbetskraften växer långsammare, och då lönar det sig mindre för företagen att genomföra stora investeringar. Om befolkningsprognoserna slår in kommer denna utveckling dessutom att fortsätta, och fler länder kommer att gå in i en fas när arbetskraften växer långsammare.

Globala obalanser har bidragit till att pressa ned realräntorna

Men resultaten i studien av Auclert med flera (2021) visar också att fenomenet med en åldrande befolkning knappast ensamt kan förklara de senaste 30 årens trend mot lägre realräntor. De demografiska förändringarna borde helt enkelt inte ha gett upphov till så stora effekter på hushållens samlade besparingar som de som uppmätts.

En omständighet som lyfts fram i flera studier, och som utgör en kompletterande förklaring, är att sparandet varit betydligt högre än investeringarna i vissa länder och regioner. Det gäller inte minst i Kina, där både sparande och investeringar ökade till höga nivåer efter att landet 2001 blev medlem i världshandelsorganisationen, WTO. Sparandet ökade dock betydligt mer än investeringarna, vilket resulterade i betydande överskott i Kinas bytesbalans (se diagram 57). I Kina har sparandet varit högt både i den offentliga sektorn och bland hushållen. Flera omständigheter har lyfts fram för att förklara hushållens ovanligt höga sparkvot, till exempel fallande effektiva ersättningsnivåer i pensionssystemet, i kombination med snabba demografiska förändringar.⁵³

⁵¹ Se exempelvis E. Gagnon, B. K. Johannsen och D. López-Salido (2021), "Understanding the new normal: the role of demographics", *IMF Economic Review* 69(2) och D. Krueger och A. Ludwig (2007), "On the consequences of demographic change for rates of returns to capital, and the distribution of wealth and welfare", *Journal of Monetary Economics* 54(1).

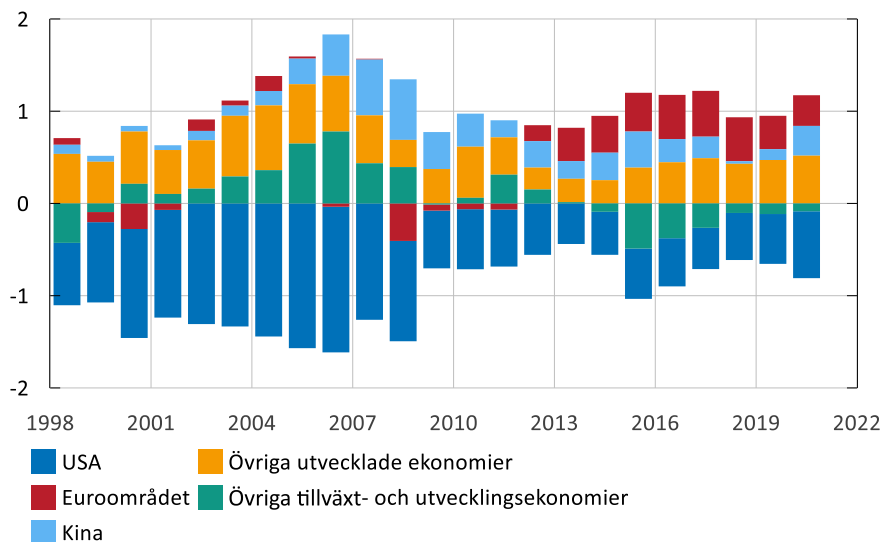
⁵² Se A. Auclert, H. Malmberg, F. Merten och M. Rognlie (2021), "Demographics, wealth, and global imbalances in the twenty-first century", *Working Paper* No 29161, National Bureau of Economic Research.

⁵³ Se N. Coeurdacier, S. Guibaud och K. Jin (2015), "Credit constraints and growth in a global economy", *American Economic Review* 105(9) samt D. T. Yang (2012), "Aggregate savings and external imbalances in China", *Journal of Economic Perspectives* 26(4).

De senaste åren har dock överskotten i Kinas bytesbalans minskat, och detsamma gäller för flera petroleumexporterande länder som missgynnats av de stora fallen i oljepriset 2014.

Diagram 57. Bytesbalans i olika länder och grupper av länder

Andel av världens samlade BNP, procent



Anm. Bytesbalans i USD som andel av världens samlade BNP, uttryckt i USD till löpande pris. Klassificeringen av länder i kategorierna utvecklade, tillväxt- och utvecklingsekonomier följer konventionen i IMF:s World Economic Outlook.

Källor: IMF och Riksbanken.

Men euroområdets bytesbalans har under samma period stärkts avsevärt, och valutaområdet utgör nu en betydande nettoexportör av kapital (se diagram 57). Utvecklingen hänger delvis samman med den europeiska skuldkrisen 2011–2012, som fick till följd att investeringarna föll och sparandet steg i flera av de länder i Sydeuropa som tidigare haft stora underskott. Förenklat kan man säga att dessa länder före skuldkrisen lånade stora belopp från andra länder i valutaområdet, främst Tyskland. I samband med skuldkrisen krympte underskotten i Sydeuropa drastiskt, och flera länder började uppvisa överskott. Samtidigt har Tyskland fortsatt att ha ett totalt sparande som vida överstigit landets jämförelsevis låga investeringskvot.⁵⁴

Det kan vara värt att påpeka att det höga sparandet i Asien och Tyskland förmodligen har bidragit till att hålla nere sparandet i USA och i flera andra utvecklade ekonomier. Mycket tyder nämligen på att lägre realräntor, i kombination med en större tillgång till krediter, har bidragit till att många hushåll i USA dragit ned på sitt sparande, och att skuldsättningen istället har ökat.⁵⁵

⁵⁴ För en diskussion av orsakerna bakom Tysklands stora överskott, se blogginlägg av B. Bernanke, april 2015. "[Why are interest rates so low, part 3: The global savings glut](#)".

⁵⁵ Jämför med resultaten i Coeurdacier m.fl. (2015), se referens i fotnot 53.

Trendens fortsatta utveckling påverkar Sverige

Sammanfattningsvis har alltså befolkningens åldrande och globala obalanser bidragit till att pressa ned realräntorna de senaste 30 åren. En förklaring till de globala obalanserna är särskilda omständigheter i vissa länder och regioner, inte minst Kina och euroområdet, som har skapat stora sparandeöverskott just där. Hur förändringar i olika länders inkomstfördelning påverkat utvecklingen är mer oklart.

Att världens befolkning fortsätter att åldras är ett skäl att tro att trenden mot lägre realräntor blir bestående. Ett andra skäl är historiska data över reala avkastningskrav som visar att trender i de flesta fall består under ganska lång tid och inte vänder snabbt.

Men det finns betydande osäkerhet, inte minst vad gäller utvecklingen i Kina. Eftersom den kinesiska ekonomin är stor och snabbväxande, och sparandet i utgångsläget är högt, kan framtida politiska beslut få stor betydelse. Det gäller exempelvis utformningen av olika socialförsäkringssystem. Den globala jämvikten påverkas även av politiska beslut i andra länder och världsdelar. Det gäller både finanspolitikens inriktning i vid mening och nivån på det offentliga sparandet.

En ytterligare källa till osäkerhet är klimatförändringarna, som kan påverka realräntorna via flera olika kanaler. Om en effektiv klimatpolitik inte kommer på plats ökar risken för negativa ekonomiska effekter från den globala uppvärmningen. En sådan utveckling borde bidra till att pressa ned realräntorna ytterligare.⁵⁶ Men omställningen till en mer klimatneutral produktion väntas också leda till omfattande investeringar i många länder, något som påverkar realräntorna i motsatt riktning.

En liten, öppen ekonomi som Sverige har endast marginell påverkan på den globala trend som diskuterats här. I gengäld har samma trend stor ekonomisk betydelse för svenska hushåll och företag, och för utformningen av den ekonomiska politiken. Om realräntan fortsätter att vara låg borde exempelvis fler investeringsprojekt betraktas som lönsamma, jämfört med om realräntan i stället börjar stiga igen.

Även de penningpolitiska besluten påverkas av det globala utbudet av sparande och investeringar. Den reala jämviktsräntan på säkra, kortfristiga lån har en avgörande betydelse för styrräntornas normala nivå, både i omvärlden och Sverige. Om jämviktsräntan förblir låg eller sjunker ytterligare innebär det, givet dagens nivå på inflationsmålen, att styrräntorna förblir jämförelsevis låga även på sikt. I ett sådant scenario ökar sannolikheten att centralbankerna begränsas i sina möjligheter att stimulera resursutnyttjandet och inflationen med hjälp av räntevapnet.

⁵⁶ Se E. Bylund och M. Jonsson (2020), "Hur påverkar klimatförändringarna den långsiktiga realräntan?", *Ekonomiska kommentarer* nr 11, Sveriges riksbank.

Prognostabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2021kv3	2021kv4	2022kv1	2022kv4	2023kv4	2024kv4
Reporänta	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,19

Källa: Riksbanken.

Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

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

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 3. Försörjningsbalans

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2020	2021	2022	2023	2024
Hushållens konsumtion	-4,7 (-4,7)	4,8 (5,1)	4,8 (4,6)	2,4 (2,6)	2,0
Offentlig konsumtion	-0,6 (-0,6)	3,3 (3,1)	1,8 (1,9)	0,6 (0,6)	1,1
Fasta bruttoinvesteringar	-0,4 (-0,4)	6,3 (5,5)	3,1 (3,9)	2,1 (2,2)	1,5
Lagerinvesteringar*	-0,7 (-0,7)	0,1 (0,1)	0,2 (0,1)	0,1 (0,0)	-0,1
Export	-4,6 (-4,6)	5,6 (7,1)	4,1 (4,1)	4,0 (3,4)	3,3
Import	-5,7 (-5,7)	6,4 (7,6)	4,0 (4,5)	4,0 (3,4)	3,3
BNP	-2,8 (-2,8)	4,7 (4,7)	3,8 (3,6)	2,0 (2,0)	1,5
BNP, kalenderkorrigerad	-3,0 (-3,0)	4,5 (4,6)	3,8 (3,6)	2,3 (2,2)	1,5
Slutlig inhemsk efterfrågan*	-2,4 (-2,4)	4,6 (4,4)	3,4 (3,5)	1,8 (1,8)	1,5
Nettoexport*	0,3 (0,3)	-0,1 (0,1)	0,2 (0,0)	0,2 (0,1)	0,1
Bytesbalans (NR), procent av BNP	5,6 (5,6)	5,7 (5,9)	5,7 (5,7)	5,7 (5,7)	5,7

* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

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

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 4. Produktion och sysselsättning

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2020	2021	2022	2023	2024
Folkmängd, 15–74 år***	0,4 (0,4)	–0,3 (–0,3)	0,1 (0,2)	0,2 (0,2)	0,3
Potentiellt arbetade timmar	0,8 (0,8)	0,7 (0,7)	0,5 (0,5)	0,4 (0,4)	0,4
Potentiell BNP	1,8 (1,8)	1,8 (1,8)	1,7 (1,7)	1,7 (1,7)	1,7
BNP, kalenderkorrigerad	–3,0 (–3,0)	4,5 (4,6)	3,8 (3,6)	2,3 (2,2)	1,5
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	–3,8 (–3,8)	1,9 (2,4)	3,9 (3,3)	1,2 (1,1)	0,7
Sysselsatta***	–1,3 (–1,3)	–0,1 (0,1)	1,9 (2,1)	1,1 (0,9)	0,6
Arbetskraft***	0,3 (0,3)	0,5 (0,6)	0,7 (0,7)	0,5 (0,4)	0,4
Arbetslöshet*, ***	8,3 (8,3)	8,9 (8,8)	7,7 (7,6)	7,2 (7,2)	7,1
BNP-gap**	–3,6 (–3,6)	–1,1 (–1,0)	1,0 (0,8)	1,6 (1,4)	1,4
Tim-gap**	–4,1 (–4,1)	–3,0 (–2,4)	0,3 (0,3)	1,0 (1,0)	1,3

* 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 Penningpolitisk rapport april samt fördjupningen "AKU-omläggningen och Riksbankens arbetsmarknadsbedömning" i Penningpolitisk rapport februari

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

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 5. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

	2020	2021	2022	2023	2024
Timlön, KL	2,1 (2,1)	2,8 (2,8)	2,7 (2,7)	2,9 (2,8)	3,0
Timlön, NR	4,9 (4,9)	2,2 (2,2)	2,3 (2,2)	2,9 (2,8)	3,0
Arbetsgivaravgifter*	–0,8 (–0,8)	0,7 (0,7)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0
Arbetskostnad per timme, NR	4,0 (4,0)	2,9 (3,0)	2,4 (2,3)	2,9 (2,8)	3,0
Produktivitet	0,8 (0,8)	2,6 (2,1)	0,0 (0,3)	1,1 (1,1)	0,9
Arbetskostnad per producerad enhet	3,3 (3,3)	0,8 (1,2)	2,4 (2,0)	1,8 (1,7)	2,1

* 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.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken.

Tabell 6. Internationella förutsättningar

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2020	2021	2022	2023	2024
Euroområdet	0,12	0,48	-6,5 (-6,5)	5,1 (5,3)	4,0 (4,4)	2,0 (1,8)	1,4
USA	0,16	0,08	-3,4 (-3,4)	5,5 (6,1)	3,9 (4,0)	2,4 (2,0)	2,0
Japan	0,04	0,02	-4,7 (-4,7)	1,6 (2,6)	2,4 (2,2)	1,3 (1,8)	0,9
Kina	0,19	0,09	2,2 (2,0)	7,9 (9,1)	5,4 (5,8)	5,6 (5,6)	5,3
KIX-vägd	0,76	1,00	-4,8 (-4,8)	5,2 (5,4)	4,1 (4,3)	2,5 (2,4)	2,1
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	-3,1 (-3,3)	5,8 (6,2)	4,6 (4,6)	3,7 (2,7)	3,4

Anm. Kalenderkorrigerade tillväxttakter. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen för 2021 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	2020	2021	2022	2023	2024
Euroområdet (HIKP)	0,3 (0,3)	2,5 (2,2)	2,6 (1,8)	1,6 (1,5)	1,7
USA	1,2 (1,2)	4,7 (4,3)	4,6 (3,1)	2,6 (2,3)	2,4
Japan	0,0 (0,0)	-0,2 (-0,3)	0,6 (0,4)	0,7 (0,4)	0,8
KIX-vägd	1,1 (1,1)	2,6 (2,3)	2,7 (2,1)	2,0 (1,9)	2,1

	2020	2021	2022	2023	2024
Styrränta i omvärlden, procent	-0,3 (-0,3)	-0,3 (-0,3)	-0,2 (-0,3)	-0,1 (-0,2)	0,0
Råoljepris, USD/fat Brent	43,3 (43,3)	71,7 (68,0)	78,9 (67,5)	72,7 (64,0)	68,9
Svensk exportmarknad	-8,2 (-8,2)	8,3 (8,3)	6,6 (6,6)	3,9 (3,8)	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 7. Finansiella prognoser i sammanfattning

Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2020	2021	2022	2023	2024
Reporänta, procent	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,1
10-årsränta, procent	0,0 (0,0)	0,3 (0,3)	0,6 (0,5)	0,9 (0,8)	1,2
Växelkurs, KIX, 1992–11–18 = 100	118,5 (118,5)	114,1 (114,3)	114,2 (114,5)	113,5 (113,8)	113,0
Offentligt finansiellt sparande*	-2,8 (-2,8)	-1,2 (-1,6)	-0,1 (-0,3)	0,5 (0,2)	0,7

* Procent av BNP.

Källor: SCB och Riksbanken.



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK

ISSN 2000-1932 (online)