

Penningpolitisk rapport

September 2022



Penningpolitisk rapport

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

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

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

Direktionen fattade beslut om den penningpolitiska rapporten den 19 september 2022. 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 styrräntan 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 styrräntan 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 styrräntan 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	Högre styrränta för inflation vid målet	6
1.1	Den höga inflationen sätter avtryck i den globala penningpolitiken	6
1.2	Fortsatt stark arbetsmarknad och högre inflation i Sverige	7
1.3	Penningpolitiken agerar kraftfullt för att inflationen ska tillbaka till målet	8
1.4	Många osäkerhetsfaktorer omgärdar konjunkturutsikterna	13
2	Stramare finansiella förhållanden sedan början av året	16
2.1	Åtstramande penningpolitik i Sverige och omvärlden	16
2.2	Svenska hushåll och företag möter stigande räntor	24
3	Inflationen är fortsatt hög	27
3.1	God efterfrågan och utbudsstörningar medför fortsatt hög inflation i Sverige och omvärlden på kort sikt	27
3.2	Låg arbetslöshet och stigande löner i många länder i omvärlden	31
3.3	Den höga ekonomiska aktiviteten i Sverige dämpas	35
	FÖRDJUPNING – Vilken effekt kan åtgärder för att dämpa elpriset få på inflationen?	50
	FÖRDJUPNING – De ekonomisk-politiska ramverken underlättar en återgång till målet	55
	FÖRDJUPNING – Vad talar för att inflationen sjunker tillbaka nästa år?	59
	FÖRDJUPNING – Högre räntekänslighet i den svenska ekonomin	67
	Prognostabeller	77

I KORTHET – Penningpolitiken september 2022



Inflationen har stigit snabbt och är hög i både Sverige och omvärlden. Flera faktorer kopplade till pandemin och Rysslands krig i Ukraina har bidragit till denna utveckling. På senare tid har inte minst el- och gaspriser stigit till mycket höga nivåer i Europa. De snabba prisökningarna urholkar hushållens köpkraft och gör det svårt för både företag och hushåll att planera sin ekonomi. För att få ner den höga prisökningstakten har centralbanker världen över höjt sina styrräntor i snabb takt.



Att konsumentpriserna i Sverige blivit så höga beror inte bara på påverkan från omvärlden utan också på att konjunkturen i Sverige varit god. Kombinationen av kraftiga internationella kostnadsökningar, effekter av höga energipriser på andra priser och en förhållandevis stark svensk konjunktur har inneburit att KPIF-inflationen stigit till 9,0 procent i augusti. Det är den högsta nivån sedan 1991, och högre än i Riksbankens bedömning i juni. Risker att inflationen biter sig fast är fortsatt stor och det är av största vikt att penningpolitiken verkar för att den ska falla tillbaka och inom ett rimligt tidsperspektiv stabiliseras runt målet på 2 procent.



Direktionen bedömer att penningpolitiken nu behöver agera mer för att föra inflationen tillbaka till målet, jämfört med bedömningen i juni. Direktionen har därför beslutat att höja Riksbankens styrränta med 1 procentenhet, till 1,75 procent. Prognosen indikerar att styrräntan kommer att höjas ytterligare det kommande halvåret. Inflationsutvecklingen framöver är fortsatt svårbedömd och Riksbanken kommer att anpassa penningpolitiken på det sätt som behövs för att säkerställa att inflationen återförs till målet inom ett rimligt tidsperspektiv. Stigande priser och högre räntekostnader är kännbara för hushåll och företag. Det skulle dock bli än mer smärtsamt för svensk ekonomi om inflationen blev kvar på dagens höga nivåer. Genom att räntan höjs mer nu minskar risken för hög inflation på sikt och därmed också behovet av en ännu större penningpolitisk åtstramning längre fram.

1 Högre styrränta för inflation vid målet

Inflationen är för hög. De snabba prisökningarna urholkar hushållens köpkraft och gör det svårt för både företag och hushåll att planera sin ekonomi. Flera av de drivkrafter som bidragit till den mycket höga inflationen är internationella. Under pandemin uppstod globala obalanser mellan utbud och efterfrågan. Rysslands krig i Ukraina har drivit upp priserna än mer på flera viktiga råvaror och skapat allvarliga störningar på energimarknaderna i Europa, vilket fått elpriserna att stiga till mycket höga nivåer.

Men att konsumentpriserna i Sverige blivit så höga beror också på att den svenska konjunkturen varit god. Kombinationen av kraftiga internationella kostnadsökningar, effekter av höga energipriser på andra priser och en förhållandevis stark efterfrågan har inneburit att KPIF-inflationen stigit till 9,0 procent i augusti.

Om inflationen tillåts att förbli hög under lång tid finns en påtaglig risk att allt fler aktörer förväntar sig högre pris- och kostnadsökningar framöver och försöker kompensera sig för dessa. Ett sådant beteende kan snabbt bli självförstärkande och undergräva förtroendet för penningvärdet. I förlängningen kan svenska hushåll och företag då drabbas av ännu allvarligare och mer bestående problem än dem som de nu brottas med. Det är därför av största vikt att penningpolitiken verkar för att inflationen ska falla tillbaka och inom ett rimligt tidsperspektiv stabiliseras runt målet på 2 procent.

Direktionen bedömer att penningpolitiken nu behöver stramas åt mer för att föra inflationen tillbaka till målet, jämfört med bedömningen i juni. Direktionen har därför beslutat att höja Riksbankens styrränta med 1 procentenhet, till 1,75 procent. Prognosen indikerar att styrräntan kommer att höjas ytterligare det kommande halvåret. Inflationens utvecklingen framöver är fortsatt svårbedömd och Riksbanken kommer att anpassa penningpolitiken på det sätt som behövs för att säkerställa att inflationen återförs till målet.

1.1 Den höga inflationen sätter avtryck i den globala penningpolitiken

Inflationen har stigit snabbt sedan förra året och är mycket hög, i både Sverige och omvärlden. Uppgången kan förklaras av olika faktorer som sammantaget skapat ett

flertal inflationsdrivande obalanser. Produktionen hann inte anpassas till den snabbt stigande efterfrågan i världsekonomin efter pandemin och priserna steg kraftigt på en rad viktiga rå- och insatsvaror samt på transporter. Med en hög efterfrågan har företagen snabbt kunnat föra vidare sina stigande kostnader. Obalanserna förstärktes ytterligare av Rysslands invasion av Ukraina, som framför allt lett till ännu högre priser på energi och livsmedel. De stora störningarna på den europeiska energimarknaden till följd av allt mer begränsade naturgasleveranser från Ryssland har inneburit kraftigt stigande elpriser som drabbar hushåll och företag hårt. Men även bortsett från de snabbt stigande energipriserna har inflationen stigit till höga nivåer.

Obalanserna i utbud och efterfrågan har medfört kostnadsökningar för företag och prisökningar för konsumenter, både globalt och i Sverige i en hastighet som inte upplevts på många decennier. För att få ner den höga inflationen har centralbanker världen över höjt sina styrräntor i snabb takt och börjat anpassa sina värdepappersinnehav (se tabell 1 i kapitel 2). Stigande räntor i såväl Sverige som omvärlden har bidragit till att de finansiella förhållandena har blivit stramare. Aktörerna på de finansiella marknaderna har successivt justerat upp sina ränteförväntningar och förväntar sig fortsatt höjda styrräntor.

De penningpolitiska åtgärderna har börjat dämpa efterfrågan i världsekonomin och en del av de pandemirelaterade utbudsproblemen har börjat avta. Detta talar för att inflationen kommer att falla tillbaka under nästa år. Men det är mycket osäkert hur länge pris- och kostnadsökningarna blir kvar på höga nivåer och därmed hur stor penningpolitisk åtstramning som kommer att krävas. De stora störningarna på energimarknaden till följd av utbudsbegränsningarna väntas innebära fortsatt höga energipriser i både Sverige och euroområdet under vintern.

1.2 Fortsatt stark arbetsmarknad och högre inflation i Sverige

Aktiviteten i svensk ekonomi har varit god under inledningen av 2022. Jämfört med Riksbankens prognos i juni ökade BNP det andra kvartalet snabbare än väntat och sysselsättningen blev högre. Resursutnyttjandet är förhållandevis högt, med en hög sysselsättningsgrad, brist på arbetskraft i många branscher och en god efterfrågan på varor och tjänster. Trots att mycket tyder på att den ekonomiska aktiviteten nu är på väg att dämpas snabbt visar enkätundersökningar på fortsatt hög efterfrågan på arbetskraft under hösten.

Samtidigt sker en fortsatt bred uppgång i prisökningstakten. En stor andel av priserna på energi-, livsmedel och andra varor samt tjänster ökar sedan en tid snabbt.² Många företag har fått ökade kostnader och behövt höja sina priser. Men det finns också tecken på att företag det senaste året har fört över sina ökade kostnader till konsumenterna snabbare än normalt.

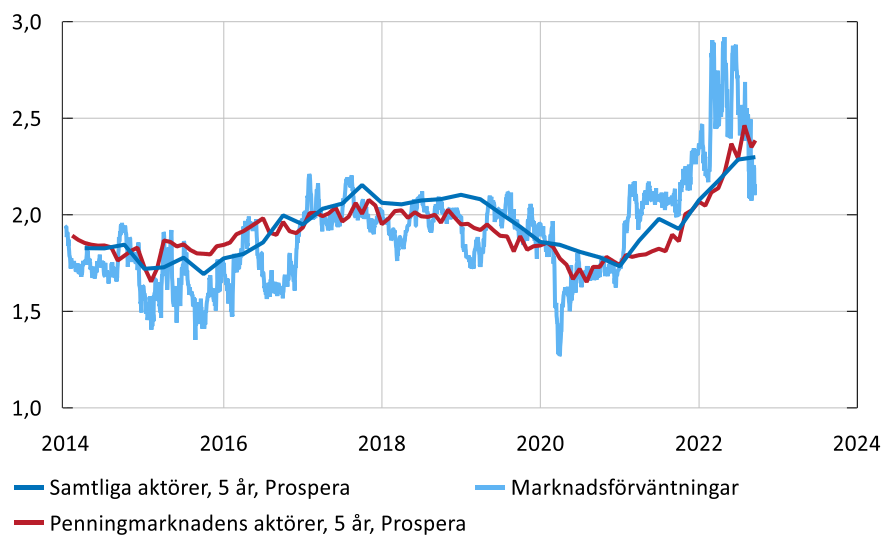
² Se fördjupningen "Prisökningarna sprider sig i ekonomin", Penningpolitisk rapport, juni 2022, Sveriges riksbank.

KPIF-inflationen uppgick till 9,0 procent i augusti och rensat för energi var inflationen 6,8 procent, vilket i båda fall var högre än i Riksbankens prognos i juni. KPIF-inflationen väntas stiga ytterligare, till nästan 11 procent i början av nästa år. Prognosen för inflationen i vinter är mycket osäker eftersom elpriset varierar kraftigt till följd av de stora störningarna på energimarknaden i Europa (se fördjupningarna "Vilken effekt kan åtgärder för att dämpa elpriset få på inflationen?" och "Vad talar för att inflationen sjunker tillbaka nästa år?"). Även rensat för energipriser väntas dock inflationen fortsätta att stiga från dagens redan höga nivå, och Riksbankens prognos är att inflationen mätt med KPIF exklusive energi uppgår till nästan 8 procent mot slutet av året.

Den höga inflationen innebär en risk för att inflationen ska bita sig fast på en alltför hög nivå. Det är dock främst olika mått på förväntningarna på inflationen på kort sikt som har stigit, i linje med Riksbankens prognos. Enligt marknadsbaserade mått har de långsiktiga förväntningarna fallit tillbaka den senaste tiden och de enkätbaserade har inte stigit ytterligare utan ligger kvar något över 2 procent (se diagram 1).

Diagram 1. Långsiktiga inflationsförväntningar

Procent



Anm. Det marknadsbaserade måttet på inflationsförväntningarna avser en 5-årig period med start om 5 år, beräknad utifrån obligationsräntor. Både marknadsförväntningarna och förväntningarna från Prospera avser KPI.

Källor: Kantar Prospera och Riksbanken.

1.3 Penningpolitiken agerar kraftfullt för att inflationen ska tillbaka till målet

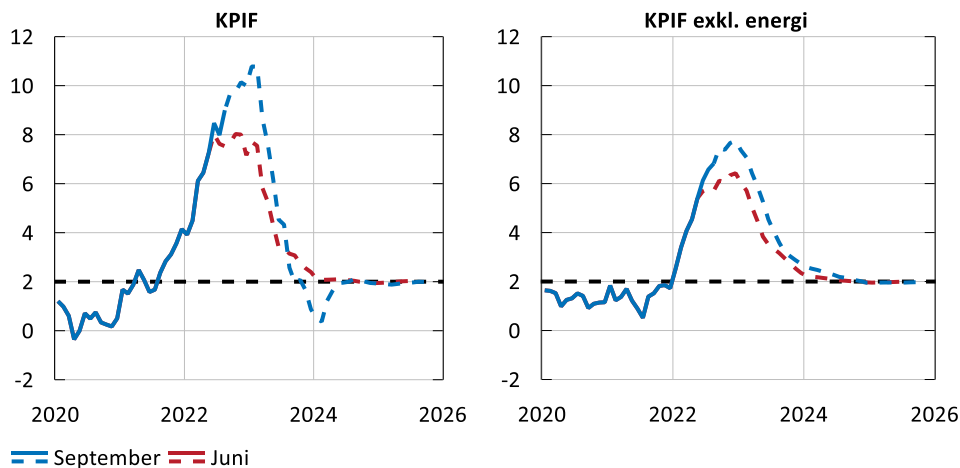
Svensk ekonomi behöver kylas av mer för att inflationen ska falla tillbaka

Även om indikatorer pekar på att efterfrågan börjar dämpas har aktiviteten i den svenska ekonomin varit förhållandevis hög sedan inledningen av 2022. Samtidigt har inflationen blivit tydligt högre än föregående prognos (se diagram 2). Riksbankens

inflation prognos har reviderats upp, både med och utan hänsyn till energiprisernas utveckling. Den idag höga inflationen innebär en fortsatt risk för att inflationen ska bita sig fast i pris- och lönebildningen. Det är viktigt att Riksbanken agerar med penningpolitiken för att förhindra en sådan utveckling och för att det ska vara tydligt för pris- och lönesättare att inflationsmålet fortsatt kan användas som riktmärke. Direktionen bedömer att penningpolitiken nu behöver stramas åt mer kraftfullt för att föra inflationen tillbaka till målet, jämfört med bedömningen i juni.

Diagram 2. KPIF och KPIF exklusive energi

Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken.

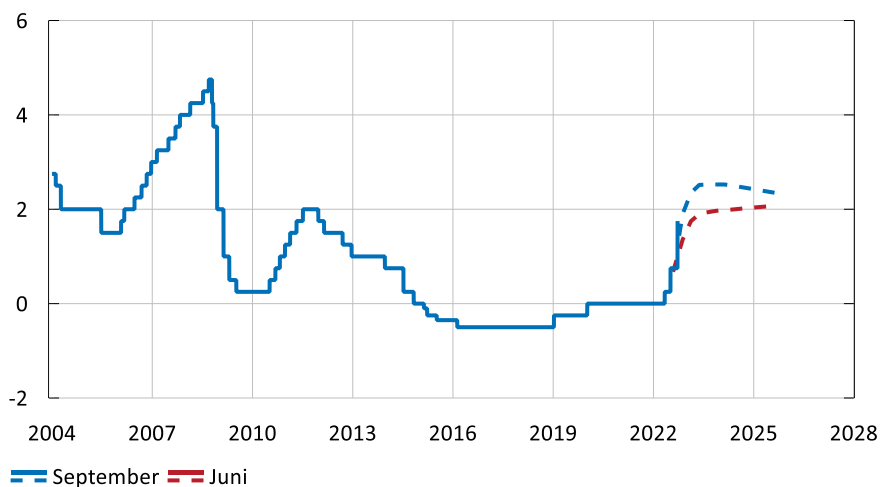
Styrräntan höjs med 1 procentenhet till 1,75 procent

Utvecklingen med stigande priser och högre räntekostnader är kännbara för hushåll och företag, även om de till viss del väntas kompenseras för de höga energipriserna. Många hushåll får betydligt högre levnadsomkostnader och arbetslösheten väntas stiga. Det skulle dock bli än mer smärtsamt för hushållen och svensk ekonomi i allmänhet om inflationen långvarigt blev kvar på dagens höga nivåer. Genom att Riksbanken höjer styrräntan mer nu minskar risken för hög inflation på sikt och därmed också behovet av en ännu större penningpolitisk åtstramning längre fram.

För att återställa prisstabilitet och värna inflationsmålet har direktionen därför beslutat att höja styrräntan med 1 procentenhet till 1,75 procent. Prognosen för styrräntan har reviderats upp och indikerar att styrräntan kommer att höjas ytterligare det kommande halvåret (se diagram 3). Men den ekonomiska utvecklingen framöver är mycket osäker. Behovet av styrräntehöjningar kan därför bli såväl större som mindre än i prognosen. Riksbanken kommer att anpassa penningpolitiken på det sätt som behövs för att säkerställa att inflationen återförs till målet i ett rimligt tidsperspektiv.

Diagram 3. Riksbankens styrränta

Procent



Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos. Utfall är dagsdata och prognos avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken.

Det globala realränteläget har varit lågt under lång tid. Studier indikerar att viktiga drivkrafter bakom detta är demografiska faktorer och ett högt globalt sparande, det vill säga förhållanden som penningpolitiken inte kan påverka. Flera av dessa faktorer bedöms bestå framöver. Uppgången i den reala styrräntan i Riksbankens huvudscenario innebär mot den här bakgrunden att penningpolitiken stramas åt. Åtstramningen bedöms nu behöva bli större än i föregående prognos.

Riksbankens innehav av värdepapper har minskat under året och uppgick i slutet av augusti till drygt 856 miljarder kronor. Eftersom de samlade förfallen är större än Riksbankens beslutade köp under andra halvåret fortsätter innehavet att minska. Direktionens prognos är att köpen upphör vid årsskiftet och värdepappersinnehavet därmed minskar gradvis genom förfall och halveras under prognosperioden. Jämfört med många andra centralbanker är Riksbankens värdepappersinnehav mindre och har en betydligt kortare löptid, vilket innebär att det förfaller relativt snabbt.

Penningpolitiska överväganden

Penningpolitikens uppgift är att agera så att inflationen över tid blir nära 2 procent. Det innebär inte att inflationen alltid kommer att ligga på exakt 2 procent, vilket inte heller är möjligt eftersom det hela tiden sker förändringar i ekonomin. Det är inte minst tydligt i dagsläget, då globala händelser som svensk penningpolitik inte kan påverka snabbt har drivit upp inflationen.

Inflationen varierar på ett sätt som varken går att förutsäga med särskilt hög precision eller att motverka på kort sikt. Men det är viktigt att hushåll och företag har förtroende för att avvikelser från målet inte blir alltför långvariga. Det främsta syftet med ett inflationsmål är att det ska fungera som ett riktmärke för pris- och lönebildningen i ekonomin. När inflationen inte varierar så mycket och ekonomins aktörer har en gemensam bild av hur priserna kommer att utvecklas i framtiden minskar osäkerheten

och det blir lättare att planera långsiktigt. Det förbättrar i sin tur möjligheterna att få en gynnsam ekonomisk utveckling med god och stabil tillväxt.

Genom att agera kraftfullt och bestämt med penningpolitiken nu kan risken minskas för att inflationen biter sig fast och försvagar förtroendet för inflationsmålet. Om penningpolitiken förhindrar att den nu höga inflationen påverkar aktörernas förväntningar om framtiden på ett sätt som genererar en självförstärkande process med alltför höga pris- och löneökningar, såsom var fallet på 1970- och 1980-talet, blir de långsiktiga kostnaderna för svensk ekonomi mindre.

Hur stor avkylning av ekonomin som krävs för att den höga inflationen inte ska bita sig fast och bli ännu mer utdragen beror bland annat på hur realekonomin och inflationen i slutänden påverkas av högre räntor. Den höga räntekänsligheten i svensk ekonomi till följd av hushållens och företagens omfattande skuldsättning innebär att en åtstramning av penningpolitiken påverkar realekonomin mer och snabbare än annars (se även fördjupningen "Högre räntekänslighet i den svenska ekonomin"). Ett sätt att förhålla sig till osäkerheten om penningpolitikens genomslag på realekonomin vore att strama åt penningpolitiken mer gradvis. Men det skulle öka risken för att den höga inflationen biter sig fast och att räntan behöver höjas än mer längre fram. Det är en utveckling som det gäller att undvika och därför behöver penningpolitiken agera kraftfullt i närtid.

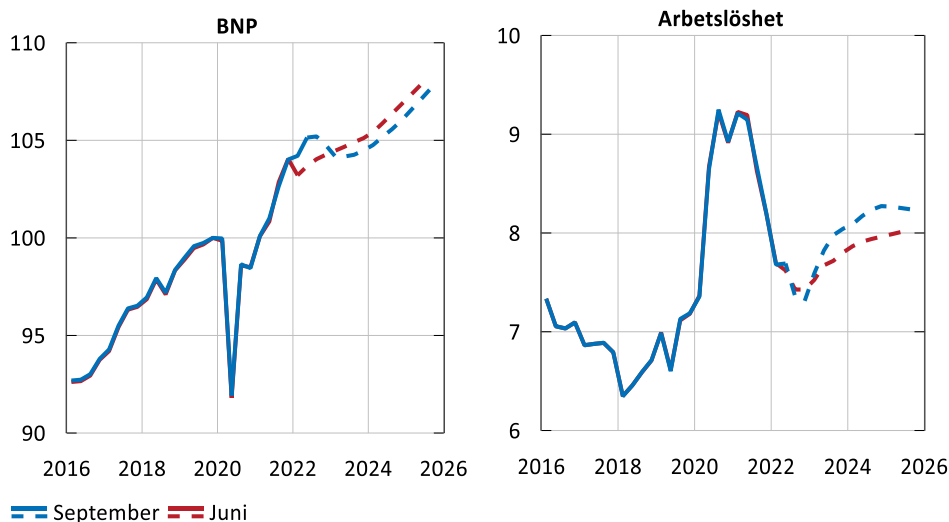
Penningpolitiken bidrar till en inflation nära 2 procent 2024

Svensk ekonomi väntas nu gå in i en period där efterfrågan kommer att dämpas. Nästa år väntas BNP sjunka. De stora störningarna på den europeiska energimarknaden, stramare penningpolitik och svagare omvärldsefterfrågan kyler ner realekonomin. Exporten hålls tillbaka, men det är främst en konsumtionsdriven nedgång som väntas. Hushållens reala inkomster dämpas av högre inflation och räntor, även om nedgången hålls tillbaka av elpriskompensation (se fördjupningen "Vilken effekt kan åtgärder för att dämpa elpriset få på inflationen?"). Hushållens reala disponibla inkomster har sjunkit, det uppdämda konsumtionsbehovet efter pandemin har avtagit och konsumtionen väntas börja falla. Bostadsmarknaden fortsätter att dämpas med svagare bostadsprisutveckling och en nedgång i bostadsinvesteringarna.

Även efterfrågan på arbetskraft avtar i takt med att den ekonomiska aktiviteten minskar. Arbetslösheten väntas börja stiga nästa år och prognosen är uppreviderad jämfört med Riksbankens bedömning i juni (se diagram 4). Sysselsättningsgraden sjunker något från årets rekordhöga nivå, och resursutnyttjandet faller och väntas vara lägre än normalt från inledningen av nästa år.

Diagram 4. BNP och arbetslöshet i Sverige

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data (vänster) respektive procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data (höger)



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

Källor: SCB och Riksbanken.

Inflationen väntas fortsätta stiga och ligga kvar på höga nivåer en bit in på nästa år. Elpriserna ser ut att bli exceptionellt höga under vintern och högre energipriser bedöms också spilla över i prisökningar på andra varor och tjänster när företagens kostnader ökar snabbt. Energipriserna väntas falla under nästa år vilket bidrar till att KPIF-inflationen faller snabbt och blir tillfälligt låg i början av 2024. Men osäkerheten kring elpriserna är stor till följd av störningarna på energimarknaden. Det är också svårt att bedöma hur stora indirekta effekter på övriga priser som mycket höga och kraftigt varierande energipriser kan innebära. Nästa år bedöms inflationen sjunka tillbaka, när de ovanligt höga prisökningstakterna på energi, varor och tjänster gradvis avtar (se diagram 36 och fördjupningen "Vad talar för att inflationen sjunker tillbaka nästa år?"). Inflationen väntas stabiliseras nära 2 procent under 2024 (se diagram 2).

Viktigt att olika politikområden inte drar för mycket åt olika håll

Under pandemin kompletterade finanspolitiken och penningpolitiken varandra, vilket bidrog till en god ekonomisk utveckling. Rådande situation innebär andra förutsättningar med större risk för målkonflikter. Riksbankens uppgift är att föra inflationen tillbaka till målet och förhindra att den höga inflationen införlivas i förväntningarna hos ekonomins aktörer. För att uppnå det krävs nu räntehöjningar som kommer att bli kännbara för hushåll och företag. Finanspolitiken har andra mål och medel än penningpolitiken, men har att förhålla sig till att penningpolitiken kommer att göra det som krävs för att värna inflationsmålet.

Effekterna av högre priser, högre räntor och svagare konjunktur slår ojämnt. Finanspolitiken har möjlighet att rikta stödåtgärder till grupper som är särskilt drabbade, utan att det behöver skapa stora målkonflikter relativt penningpolitikens uppgifter.

Riktade arbetsmarknadsinsatser kan exempelvis dämpa uppgången i arbetslöshet utan att ge påtagliga effekter på löne- och prisutvecklingen.

En viktig fråga är hur hushåll och företag ska kompenseras för de temporärt exceptionellt höga elpriserna. Åtgärder med direkt prispåverkan är träffsäkra ur den enskilda konsumentens perspektiv, men bidrar till att öka efterfrågan på el. Beroende på utformning kan de även påverka beräkningen av KPIF (se fördjupningen "Vilken effekt kan åtgärder för att dämpa elpriset få på inflationen?").

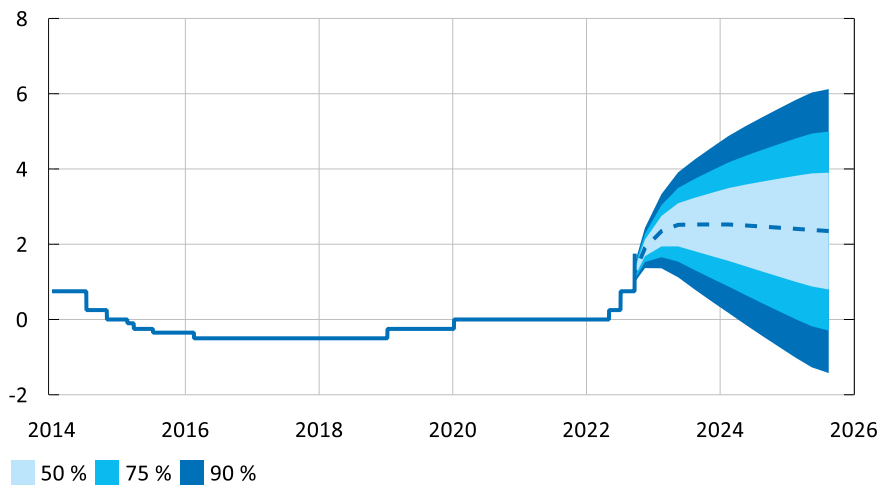
Mer generella inkomststöd snedvrider inte elkonsumentionerna på samma sätt men är mindre träffsäkra som kompensation för höga elpriser. Om stödåtgärder leder till högre efterfrågan i ekonomin kan penningpolitiken på kort sikt behöva bli något stramare. En sådan policymix kan ändå vara motiverad, till exempel för att omfördela resurser mellan aktörer som gynnas och missgynnas av högre energipriser. Finanspolitiken har fler mål än penningpolitiken. Investeringar som stärker tillväxtpotentialen och motverkar utbudsproblem som driver upp inflationen kan vara motiverade. Ett exempel är investeringar i överföringskapacitet i elnäten som motverkar höga elpriser i framtiden.

1.4 Många osäkerhetsfaktorer omgärdar konjunkturutsikterna

Det finns ett antal osäkerhetsfaktorer kring konjunkturutvecklingen i omvärlden och Sverige, som i förlängningen även kan påverka de svenska inflationsutsikterna och Riksbankens penningpolitik. Osäkerheten kring styrräntans utveckling illustreras i diagram 5.

Diagram 5. Styrräntan 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 styrräntan under 2007. Osäkerhetsintervallen tar inte hänsyn till att det kan finnas en nedre gräns för styrräntan. Utfall är dagsdata och prognos avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken.

Den fortsatta utvecklingen av kriget i Ukraina – och dess ekonomiska effekter – är förknippad med stor osäkerhet. Den kraftigt begränsade exporten av naturgas från Ryssland har lett till stora störningar på energimarknaden i Europa, med bland annat omfattande produktionsstörningar och kraftigt stigande elpriser. Regeringarna i många länder försöker att hantera situationen genom att ställa om energiproduktionen och ge olika typer av stöd till hushåll och företag. Även på EU-nivå arbetar man med att ta fram olika stödåtgärder. Men det finns en stor osäkerhet såväl kring förmågan att ställa om produktionen som kring stödets omfattning och träffsäkerhet. Risken finns att omställningen går trögt och att elpriserna stiger ännu mer än i Riksbankens prognos. Det skulle ställa centralbankerna inför avvägningen att behöva dämpa en ännu högre inflation och samtidigt hantera försämrade tillväxtutsikter.

En annan osäkerhet kring konjunkturutsikterna gäller hur ekonomierna påverkas när centralbankerna höjer styrräntorna mycket och snabbt. Efterfrågan kan dämpas mer än väntat, så att tillväxten blir lägre än i Riksbankens prognos. Om ett sådant scenario också innebär att inflationen faller tillbaka snabbare än väntat skulle penningpolitiken inte behöva stramas åt lika mycket som nu antas i prognosen.

Störningarna på energimarknaden i Europa har hittills framför allt drabbat den svenska ekonomin i form av kraftigt stigande elpriser, genom att den svenska elmarknaden är sammankopplad med övriga Europas. Detta bidrar till en stor osäkerhet om de framtida energipriserna, vilket håller tillbaka hushållens vilja att konsumera och företagens planer att investera. Ökad klarhet kring utformningen av stöd till hushåll och företag kan bidra till att minska osäkerheten (se fördjupningen "Vad talar för att inflationen sjunker tillbaka nästa år?").

Utvecklingen på den svenska bostadsmarknaden utgör en risk för den inhemska efterfrågan de kommande åren. Efter att ha stigit kraftigt under coronakrisen har bostadspriserna börjat sjunka. Förklaringen är att flera av de faktorer som bidragit till stigande bostadspriser de senaste åren har börjat vändas till sin motsats. Bostadsräntorna stiger, samtidigt som preferenserna för att tillbringa mycket tid i hemmet till en del har reverserats. Till detta kommer att det byggts ett stort antal nya bostäder de senaste åren, vilket höjt utbudet. Riksbankens prognos är att bostadspriserna fortsätter att dämpas under prognosperioden men att de om tre år ändå väntas vara på en högre nivå än före pandemin. En risk är dock att anpassningsförloppet blir mer abrupt och att bostadspriserna sjunker mer än vad som nu antas. Det skulle kunna få såväl bostadsinvesteringarna som hushållens konsumtion, och därmed även inflationen, att utvecklas svagare än i prognosen.

Mycket talar för att inflationen relativt snart kommer att börja sjunka ned mot målet. Men osäkerheten är ovanligt stor, inte minst till följd av den geopolitiska utvecklingen och situationen på energimarknaden. Låg och stabil inflation har varit gynnsamt för svensk ekonomi. Det är därför viktigt att den nu höga inflationen inte påverkar de ekonomiska aktörernas långsiktiga inflationsförväntningar. Om inflationen inte utvecklas som i Riksbankens prognos kommer penningpolitiken att anpassas ytterligare.

2 Stramare finansiella förhållanden sedan början av året

Den höga inflationen fortsätter att prägla utvecklingen på de finansiella marknaderna med förhöjd osäkerhet och volatilitet som följd. Centralbankerna runt om i världen har snabbt höjt sina styrräntor och har samtidigt signalerat ytterligare höjningar framöver. Kronan har försvagats sedan början av året mot bakgrund av global finansiell oro. Olika mått på de långsiktiga inflationsförväntningarna i Sverige är kring 2 procent.

Sedan styrräntan började höjas i april har penningmarknadsräntor och räntor på mindre riskfyllda obligationer stigit med förväntningarna på framtida styrräntor. Ränteskillnaden mellan mer och mindre riskfyllda tillgångar har ökat, vilket sannolikt beror på att vi befinner oss i en miljö med stor osäkerhet om den framtida ekonomiska och finansiella utvecklingen och där centralbankerna avvecklar sina tillgångsköp. Utlåningsräntor till hushåll och icke-finansiella företag har uppvisat en historiskt normal utveckling givet höjningarna av styrräntan. Sammantaget har de finansiella förhållandena i Sverige blivit avsevärt stramare sedan årsskiftet. Transmissionen av penningpolitiken via finansiella marknader fungerar väl.

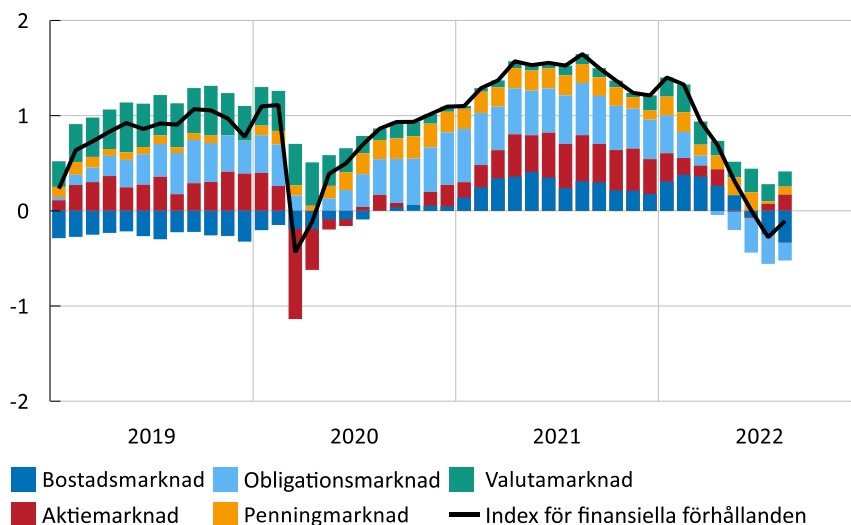
2.1 Åtstramande penningpolitik i Sverige och omvärlden

Inflationen och de kortsiktiga inflationsförväntningarna har förblivit höga under sommaren och centralbankerna runt om i världen fortsätter att strama åt penningpolitiken för att få ner prisökningarna. Räntorna är nu betydligt högre än i början av året. Kriget i Ukraina och de stigande energipriserna har bidragit till att driva upp inflationen globalt. Osäkerheten kring hur inflationen ska utvecklas framöver, hur centralbankerna kommer reagera och hur den stramare penningpolitiken kommer att påverka den ekonomiska utvecklingen har lett till högre volatilitet på de finansiella marknaderna.

Enligt terminspriserna förväntar sig marknadsaktörerna en något högre styrränta i Sverige vid slutet av 2023 än vad de gjorde inför det penningpolitiska beslutet i juni, men marknadens prissättning har varierat kraftigt under de senaste månaderna. Sedan årsskiftet har kronan försvagats, svenska bostadspriser har fallit och skillnaden i ränta mellan mer riskfyllda tillgångar och statsobligationer har ökat. Sammantaget har denna utveckling lett till att de finansiella förhållandena i Sverige har fortsatt att stramas åt och befinner sig nu på en liknande nivå som strax efter utbrottet av coronapandemin (se diagram 6).

Diagram 6. Index för finansiella förhållanden i Sverige

Standardavvikelser. Ett högre värde anger mer expansiva finansiella förhållanden



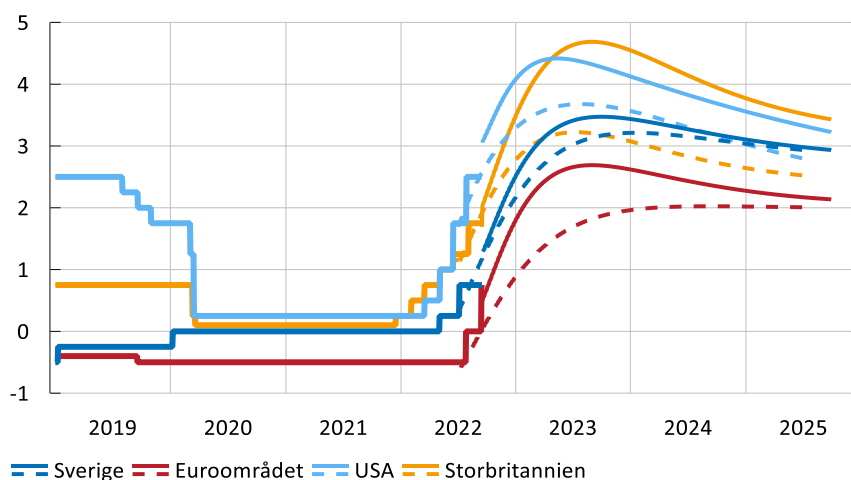
Källa: Riksbanken.

Centralbankerna fortsätter höja styrräntorna

I likhet med Riksbanken har många centralbanker höjt styrräntan under året och signalerat ytterligare höjningar framöver. Marknadsaktörerna förväntar sig att styrräntorna ska fortsätta att höjas fram till mitten av 2023 (se diagram 7).

Diagram 7. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning

Procent



Anm. Terminräntorna beskriver marknadsbaserade förväntningar om dagslåneräntan, vilket inte alltid motsvarar styrräntan. Heldragna linjer avser terminräntor 2022-09-15. Streckade linjer avser terminräntor strax före det penningpolitiska beslutet i juni.

Källor: Nationella centralbanker.

Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, höjde åter styrränteintervallet med 0,75 procentenheter vid sitt möte i juli, vilket gör att det nu är 2,25–2,50 procent. Den

europiska centralbanken (ECB) höjde sina styrräntor med sammanlagt 1,25 procentenheter vid sina möten i juli och september, vilket innebär att inlåningsräntan nu är på 0,75 procent. Vid mötet i juli presenterade ECB även det nya verktyget Transmission Protection Instrument (TPI) som ska användas för att säkerställa att den penningpolitiska transmissionen fungerar även vid turbulenta marknadsförhållanden. Både Federal Reserve och ECB signalerar fortsatta höjningar av styrräntorna men betonar att penningpolitiken framöver anpassas i ljuset av nya data. Den brittiska centralbanken, Bank of England, höjde styrräntan med 0,50 procentenheter till 1,75 procent i samband med sitt möte i augusti. Priserna på terminkontrakt har varierat mycket över sommaren. I mitten av september indikerar de att aktörerna på de finansiella marknaderna väntar sig att den amerikanska styrräntan kommer att vara nära 4,1 procent, ECB:s inlåningsränta ungefär 2,6 procent och den brittiska bankräntan nära 4,6 procent vid slutet av nästa år (se diagram 7 och tabell 1).

Även andra centralbanker har fortsatt att höja sina styrräntor (se tabell 1). En av de största enskilda höjningarna kom från den kanadensiska centralbanken som höjde styrräntan med 1 procentenhet i juli. I september följdes julihöjningen upp med ytterligare en höjning om 0,75 procentenheter. Flera centralbanker minskar också sina tillgångsinnehav. I enlighet med tidigare beslut kommer Federal Reserve låta återinvesteringarna vid förfall av obligationer minska ytterligare så att innehavet minskar med maximalt 95 miljarder dollar per månad från och med september. ECB kommer däremot fortsätta med fulla återinvesteringar för att kompensera för obligationer som förfaller inom såväl pandemiprogrammet PEPP som det allmänna programmet APP. Från och med september ska Bank of England börja sälja sitt innehav av såväl stats- som företagsobligationer.

Tabell 1. Penningpolitiken för några utländska centralbanker

	Styrränta i januari 2022	Aktuell styrränta	Förväntad styrränta vid slutet av 2022	Status på tillgångsinnehaven
ECB	-0,5	0,75	1,8	Kompenserar för förfallen fullt ut
Fed	0-0,25	2,25-2,50	4,1	Kompenserar för en del av förfallen
BoE	0,25	1,75	3,5	Påbörjar försäljningar i september
Norges Bank	0,50	1,75	3,1	-
Bank of Canada	0,25	3,25	4,0	Inga kompensationsköp
Riksbanken	0	1,75	2,5	Kompenserar för en del av förfallen

Anm. Procent. För ECB avser styrräntan inlåningsräntan. Förväntad styrränta enligt terminsprissättning 2022-09-15 för ECB, Fed, BoE, Bank of Canada och Riksbanken, enligt prissättningen i den norska derivatmarknaden för Norges Bank. Norges Bank har inte köpt tillgångar i penningpolitiskt syfte.

Källor: Nationella centralbanker.

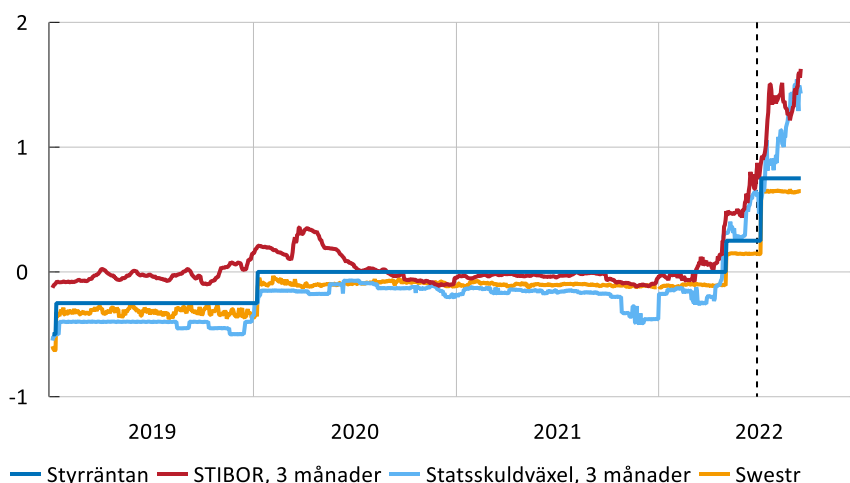
Högre räntor på penningmarknaden sedan i våras

Förväntningarna enligt terminskontrakt är nu att Riksbanken kommer att höja styrräntan till ungefär 2,5 procent i slutet av året (se tabell 1). I Kantars Prosperaundersökning i september väntade sig penningmarknadens aktörer i genomsnitt att Riksbanken höjer styrräntan till ungefär 2,4 procent inom det närmaste året och sedan väntar sig att den blir ungefär 2 procent under de nästföljande åren.

Sedan Riksbanken inledde sina styrräntehöjningar i april har dessa höjningar fått genomslag i penningmarknadsräntorna på ungefär samma sätt som under tidigare perioder då styrräntan höjts i Sverige. I samband med höjningarna har referensräntan, Swestr, stigit och är i nivå med Riksbankens inlåningsränta (se diagram 8).³ Interbankräntan med tre månaders löptid, Stibor 3M, och räntan på en tre månaders statskuldväxel, har stigit tydligt mer än styrräntan vilket kan förklaras av förväntningar om en stigande styrränta framöver.

Diagram 8. Riksbankens styrränta och korta marknadsräntor

Procent



Anm. 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 juni.

Källor: Macrobond, Refinitiv och Riksbanken.

Räntor på statsobligationer har stigit under året

Nominella statsobligationsräntor har stigit sedan årsskiftet i många länder, däribland Sverige (diagram 9). Volatiliteten i räntorna under sommaren har varit stor men räntorna ligger nu på nivåer nära de som gällde vid det penningpolitiska mötet i juni. Jämfört med swapräntan⁴ så har räntan på statsobligationer sjunkit medan räntorna

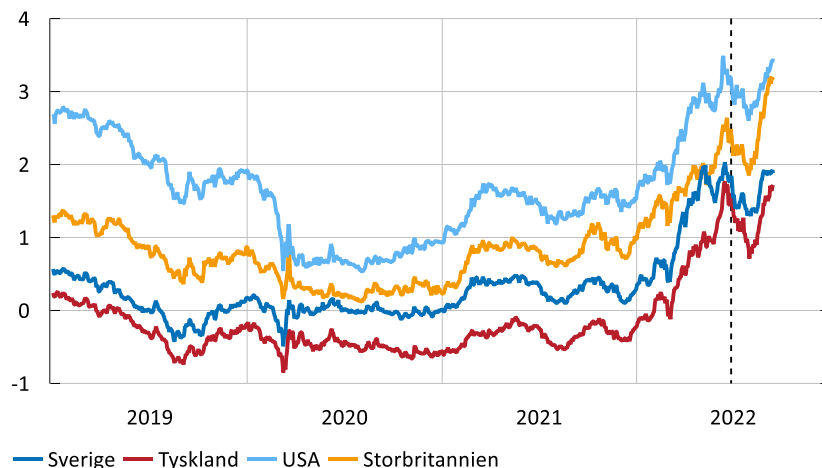
³ Swestr kan användas i finansiella kontrakt från och med 1 september 2021. För mer information se <https://www.riksbank.se/sv/statistik/swestr/>. Inlåningsräntan i Riksbankens stående facilitet är 0,10 procentenheter under styrräntan.

⁴ En ränteswap är ett finansiellt instrument som gör det möjligt för två parter att byta ränteflöden under en bestämd tid utan att påverka företagets balansräkningar, underliggande lån eller placering. Swapräntan utgörs av förväntad 3-månaders STIBOR, det vill säga den förväntade kostnaden för att låna kortfristigt på den svenska interbankmarknaden. Denna ränta återspeglar således endast banksystemets kreditrisk, vilken i normala tider är mycket låg.

på mer riskfyllda obligationer har stigit (se diagram 10). Detta är ett förväntat mönster i tider av ekonomisk oro, då investerare tenderar att söka sig till mer säkra tillgångar vilket bidrar till lägre räntor på dessa.

Diagram 9. Statsobligationsräntor, 10 års löptid

Procent

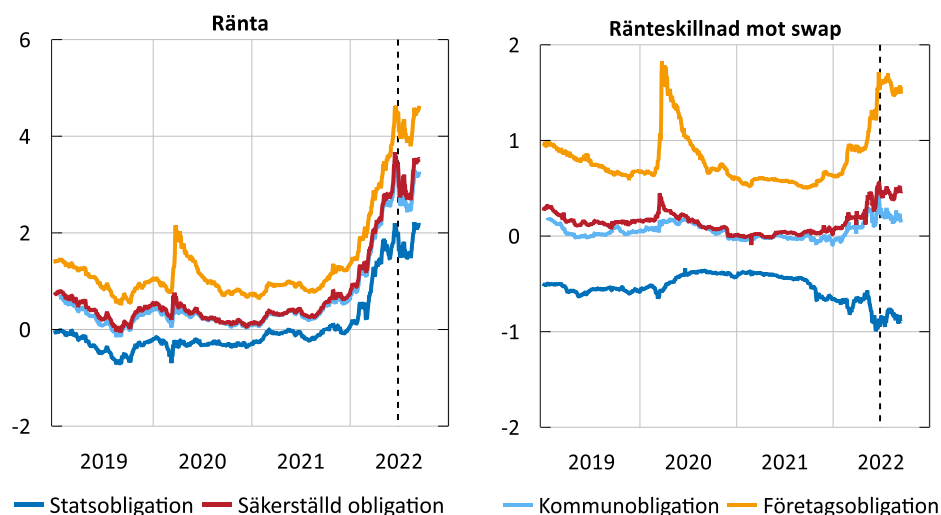


Anm. Nominella räntor avser nollkupongräntor för Sverige, Tyskland och Storbritannien samt benchmarkräntor för USA. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i juni.

Källor: Bank of England, Bundesbank, Refinitiv, U.S. Treasury och Riksbanken.

Diagram 10. Svenska räntor på olika obligationsslag, 5 års löptid

Procent (vänster) och procentenheter (höger)



Anm. Statsobligationer, kommunobligationer, säkerställda obligationer och företagsobligationer avser nollkupongränta. Företagsobligationer avser obligationer/företag med kreditbetyg motsvarande Investment grade. 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 juni.

Källor: Bloomberg, Macrobond, Refinitiv och Riksbanken.

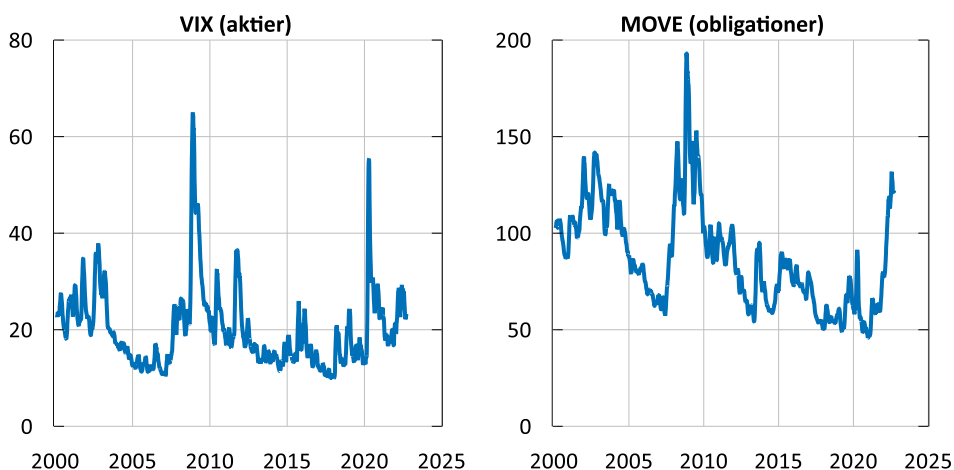
Räntorna på riskfyllda tillgångar har stigit tydligt

Som nämnts har osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen bidragit till att finansiella marknader för närvarande präglas av förhöjd volatilitet. Detta har märkts i prissättningen på finansiella kontrakt som speglar förväntad volatilitet på aktie- och obligationsmarknaden i USA (se diagram 11). I rådande miljö kan räntor på riskfyllda obligationer stiga mer än vad som är motiverat utifrån den realekonomiska utvecklingen och den penningpolitiska inriktningen. Skillnaden mellan räntor på säkerställda obligationer och swapräntan har stigit något under året men är fortsatt på normala nivåer i ett historiskt perspektiv.

Räntor på företagsobligationer har stigit mer än swapräntan och ränteskillnaden är nu ungefär lika stor som under pandemins inledande fas (se diagram 10). En bidragande faktor till denna utveckling är att fastighetsbolag utgör en relativ stor andel av den svenska företagsobligationsmarknaden och att dessa bolag är särskilt känsliga för de stigande räntorna och osäkerheten kring utvecklingen på fastighetsmarknaden. Om räntorna på riskfyllda obligationer blir mycket höga och volatila kan det leda till att funktionssättet på marknaderna för dessa tillgångar försämras så att den penningpolitiska transmissionen blir mindre effektiv. Det är därför viktigt att noga följa utvecklingen på dessa marknader. Som Riksbanken tidigare påtalat finns det strukturella brister på den svenska företagsobligationsmarknaden, men överlag finns inga tydliga tecken på att transmissionen av penningpolitiken till dessa marknadsräntor fungerar sämre än vanligt.

Diagram 11. Volatilitet på aktie- och obligationsmarknaden

Index



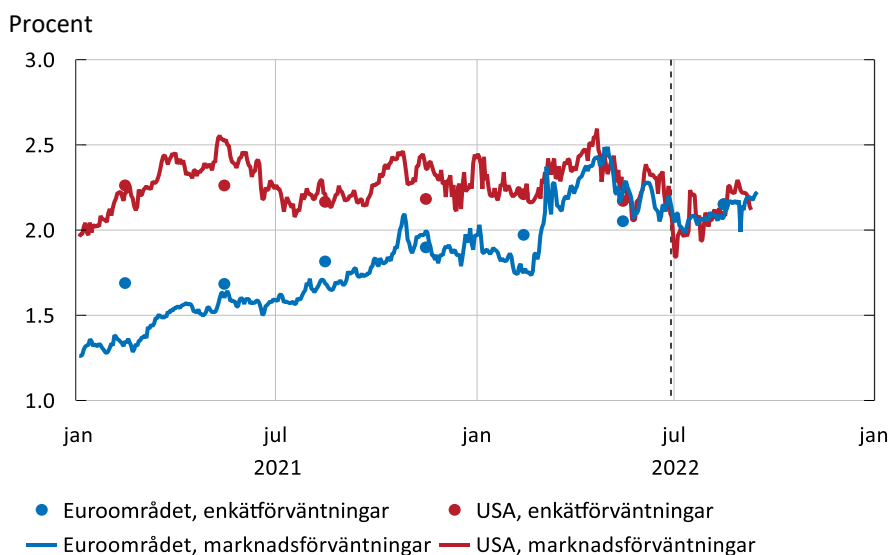
Anm. VIX och MOVE är index som visar den förväntade volatiliteten på USA:s aktie- och obligationsmarknader. Indexen är beräknade som 30-dagars glidande medelvärde.

Källor: Chicago Board Options Exchange och Merrill Lynch.

Stabila långsiktiga inflationsförväntningar i såväl Sverige som omvärlden

De långsiktiga inflationsförväntningarna i både Sverige och omvärlden ligger på liknande nivåer som vid det penningpolitiska beslutet i juni (se diagram 12 och diagram 13). Rörelserna i framför allt de svenska marknadsbaserade måtten har varit ovanligt stora sedan årsskiftet. Det finns dock skäl att tolka dessa försiktigt eftersom marknaderna för statsobligationer, framför allt den för reala statsobligationer, har fungerat dåligt den senaste tiden som en följd av bristande likviditet.⁵

Diagram 12. Långsiktiga inflationsförväntningar i euroområdet och USA



Anm. De marknadsbaserade måtten på inflationsförväntningarna avser en 5-årig period med start om 5 år. För euroområdet är de beräknade från inflationssvappar och avser HIKP exklusive tobak. 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 juni.

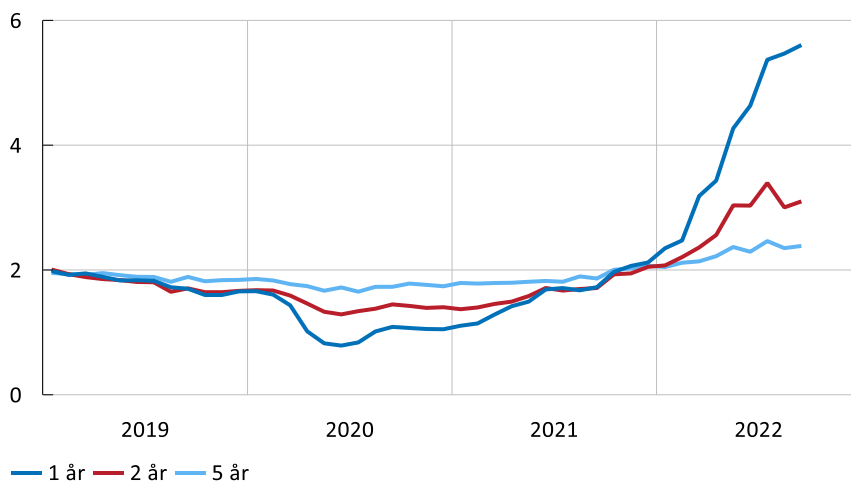
Källor: Bloomberg, Macrobond och Riksbanken.

Enligt Kantars Prosperaundersökning har de kortsiktiga svenska inflationsförväntningarna förblivit höga under sommaren (se diagram 13). Enligt undersökningen som genomfördes under de två första veckorna i september förväntar sig penningmarknadens aktörer i genomsnitt att priserna mätt med KPI på ett års sikt kommer öka med ungefär 5,6 procent. Enligt samma undersökning väntas inflationen sjunka tillbaka till ungefär 2,4 procent på fem års sikt, snarlikt enkätsvaren de senaste månaderna (se diagram 13). Riksbanken följer noga utvecklingen av de olika måtten på inflationsförväntningar.

⁵ Situationen på den svenska statsobligationsmarknaden utreds inom ramen för stabilitetsrådet av Riksbanken, Riksgälden och Finansinspektionen.

Diagram 13. Inflationsförväntningar bland penningmarknadens aktörer

Procent



Anm. Inflationsförväntningarna avser KPI.

Källa: Kantar Prospera.

Svagare krona sedan början på året

Sommaren har präglats av hög volatilitet på de finansiella marknaderna och i en sådan miljö tenderar kronan att försvagas. Under våren kan en bidragande orsak till försvagningen också ha varit de styrränthöjningar som inleddes i vissa andra länder. Totalt sett har kronan försvagats med cirka 5 procent sedan början på året (se diagram 14).

Diagram 14. 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. Sedan den 28 mars 2022 är indexet beräknat mot 31 länder sedan den ryska rubeln exkluderas ur indexet. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i juni.

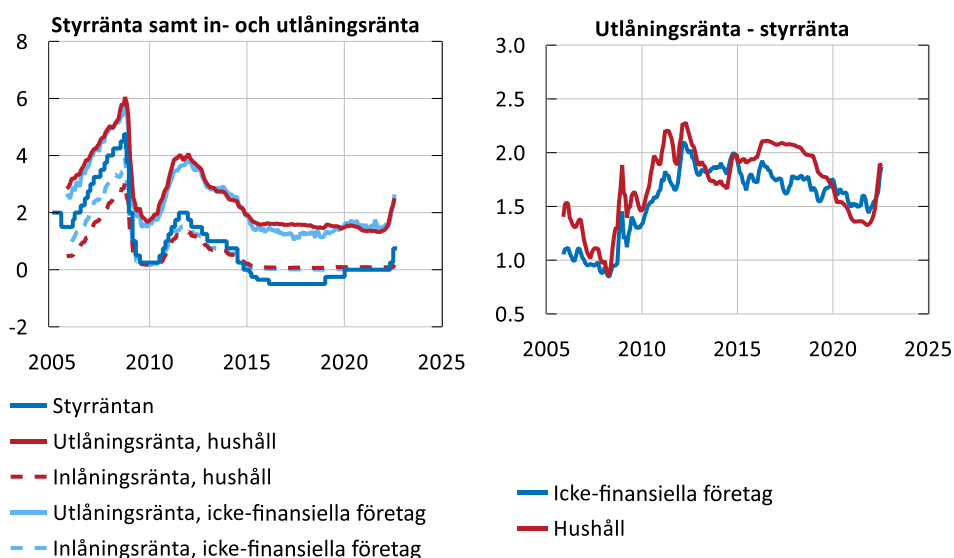
Källa: Riksbanken.

2.2 Svenska hushåll och företag möter stigande räntor

Sedan Riksbanken började höja styrräntan i april så har såväl rörliga som bundna utlåningsräntor stigit i linje med styrräntan och marknadens förväntningar på den framtida styrräntan under lånens bindningstid. Även de räntor som bankerna betalar för sin marknadsfinansiering, till exempel på säkerställda obligationer, har stigit påtagligt (se diagram 10). I juli skedde bankernas inlåning från allmänheten däremot fortfarande till räntor som låg nära noll (se diagram 15).

Diagram 15. Riksbankens styrränta samt genomsnittlig in- och utlåningsränta och skillnad mellan utlåningsränta och styrränta

Procent (vänster) respektive procentenhet (höger)



Anm. In- och utlåningsräntor är volymviktade medelvärden av monetära finansiella instituts in- respektive utlåning på samtliga löptider för nya och omförhandlade lån. Hushållens utlåningsränta avser lån för bostadsändamål. Höger diagram visar 3-månaders glidande medelvärden.

Källor: SCB och Riksbanken.

Stramare penningpolitik får genomslag i högre räntor

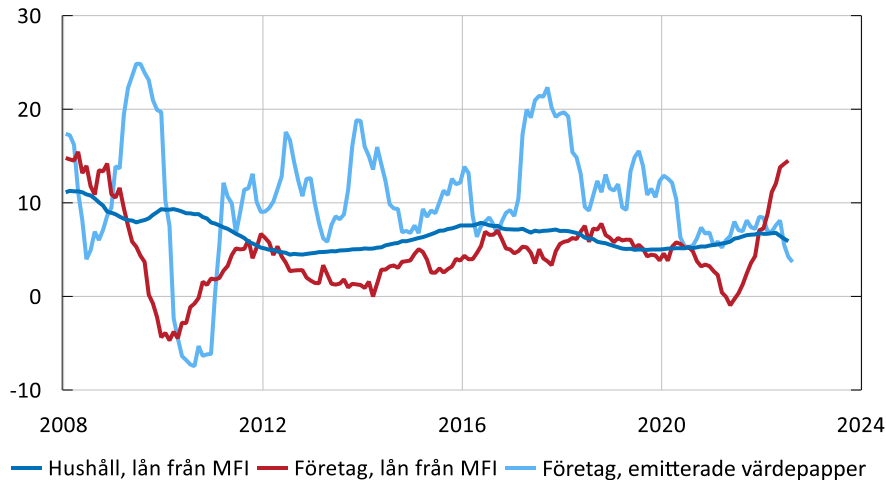
Svenska företag finansierar sig främst via banklån, även om marknadsfinansiering blivit allt vanligare under senare år i takt med att många större företag, i synnerhet inom fastighetssektorn, har börjat ge ut certifikat och obligationer. Under 2022 har dock tillväxttakten i den utgivna volymen av värdepapper gått ner medan bankutlåningen ökat kraftigt (se diagram 16). Den sammantagna uppgången i företagsupplåningen kan sannolikt förklaras av att företagens investeringar har ökat snabbt sedan 2021. Riksbankens kreditdatabas (KRITA) visar att det ökade lånebehovet framför allt drivs av stora företag och företagsförvärv. Tidigare har ökningen i företagsupplåningen drivits av fastighetssektorn men den stora ökningen i år drivs av den övriga företagssektorn.

De genomsnittliga räntorna för företagens lån steg till över 2 procent i juli (se diagram 15). För längre löptider var utlåningsräntorna högre, vilket återspeglar

marknadsförväntningar om högre korta räntor framöver. Detta tyder på att den penningpolitiska transmissionen fungerar vad gäller räntor till företagen.

Diagram 16. Hushållens och företagens upplåning

Årlig procentuell förändring



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

Källa: SCB.

Svenska hushåll har i genomsnitt stora skulder i förhållande till sina inkomster, och ungefär 80 procent av skulderna utgörs av bostadslån.⁶ Det har blivit vanligare att hushållen tecknar bolån med bunden ränta sedan några år tillbaka. Men andelen bolån med rörlig ränta är fortfarande hög jämfört med många andra länder och den genomsnittliga bindningstiden på lånen med bunden ränta är kort. Detta bidrar till att räntehöjningar relativt snabbt påverkar hushållens ekonomi och konsumtionsutrymme. Hushållen har även konsumtionslån. De är mindre i omfattning än bolånen, men eftersom räntorna är högre och amorteringskraven större står de för en betydande del av hushållens utgifter för lån. Även räntan på konsumtionslån stiger då styrrentan höjs, vilket då också påverkar hushållens ekonomi och konsumtionsutrymme.⁷ För mer information om hushållens räntekänslighet se fördjupningsrutan "Högre räntekänslighet i den svenska ekonomin".

I juli ökade hushållens bostadslån med något över 6 procent i årstakt och hushållens totala skulder ökade nästan lika mycket (se diagram 16). Räntorna på bolån med längre räntebindingstider började stiga redan vid årsskiftet, i takt med att räntorna på obligationsmarknaden steg (se diagram 10 och diagram 17). I augusti var den

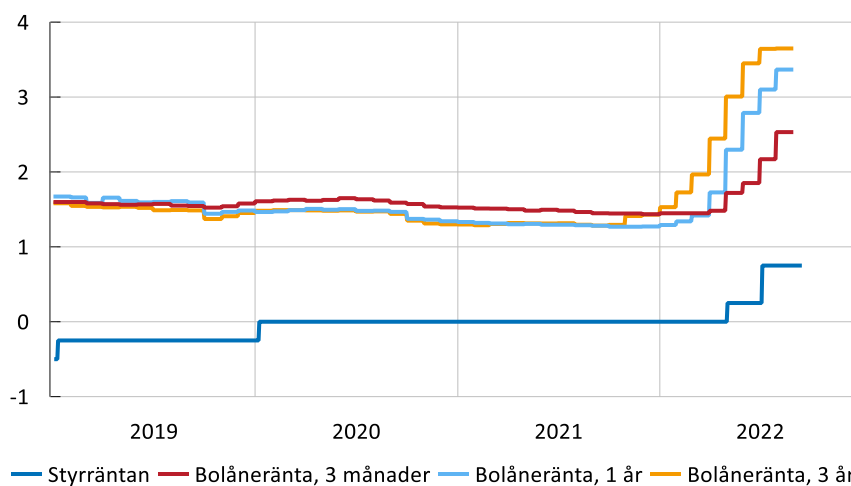
⁶ Hushållens så kallade skuldkvot, det vill säga skulderna i förhållande till deras disponibla inkomster, uppgår till ungefär 200 procent. Skuldkvoten har stigit med drygt 30 procentenheter de senaste tio åren.

⁷ Konsumtionslånen utgör en mindre del av hushållens totala lånestock, men enligt en rapport från Finansinspektionen står dessa lån för cirka hälften av hushållens låneinbetalningar i räntor och amorteringar. SCB <https://www.scb.se/hitta-statistik/redaktionellt/konsumtionslanen-okar-under-pandemin/>.

genomsnittliga bolåneräntan med tre års räntebindingstid ungefär 3,6 procent, det vill säga drygt 2 procentenheter högre än i januari.

Enligt en analys från Finansinspektionen har de rörliga bolåneräntorna under andra kvartalet inte stigit i samma takt som bankernas finansieringskostnad, vilket har inneburit att bankernas bruttomarginaler på dessa bolån har sjunkit.⁸ Samtidigt är bankernas inlåning från allmänheten mer lönsam då inlåningsräntorna förblivit låga. Skillnaden mellan bolåneräntorna och den förväntade styrräntan ligger också nära det historiska genomsnittet, vilket talar för en normal transmission av penningpolitiken även till svenska hushåll (se diagram 17).

Diagram 17. Riksbankens styrränta och bolåneräntor med olika räntebindingstider
Procent



Anm. Bolåneräntorna utgör ett genomsnitt av faktiska bolåneräntor från Länsförsäkringar Bank, Nordea, SBAB, SEB, SHB och Swedbank.

Källor: Respektive bolåneaktör och Riksbanken.

⁸ Se <https://www.fi.se/sv/publicerat/statistik/bankernas-marginal-pa-bolan2/>.

3 Inflationen är fortsatt hög

Sammantaget har svensk BNP utvecklats starkt under 2021 och inledningen av 2022. Framåtblickande indikatorer och månadsutfall för det tredje kvartalet tyder dock på en snabb inbromsning och att BNP utvecklas svagt i närtid. I Riksbankens prognos väntas det nu relativt höga resursutnyttjandet därför sjunka tillbaka tydligt: BNP-tillväxten blir negativ nästa år samtidigt som sysselsättningsgraden sjunker och arbetslösheten stiger.

Inflationen har blivit högre än bedömningen i den penningpolitiska rapporten i juni. I Sverige var inflationen 9,0 procent i augusti, medan prisökningarna exklusive energikostnader uppgick till 6,8 procent. Inflationen drivs inte av stora prisuppgångar på enskilda produkter, utan uppgången är bred.

Inflationen väntas fortsätta stiga under resten av året, då ökningstakten i både livsmedels- och elpriser ökar ytterligare. Efter en topp under kommande vintermånader, som i stor utsträckning drivs av höga elpriser, väntas inflationen sjunka tillbaka under 2023. Nedgången beror på att den allt stramare penningpolitiken i både Sverige och stora delar av omvärlden dämpar efterfrågan, och på att de pandemirelaterade utbudsstörningarna i världsekonomin fortsätter att gradvis minska. Ökningstakten i KPIF dämpas även av att elpriserna vintern 2023–2024 inte väntas bli riktigt lika höga som kommande vinter. Sammantaget bedöms inflationen vara nära målet på 2 procent under 2024. De stora störningarna på energimarknaden i Europa gör dock bedömningen av framför allt elpriserna osäker.

3.1 God efterfrågan och utbudsstörningar medför fortsatt hög inflation i Sverige och omvärlden på kort sikt

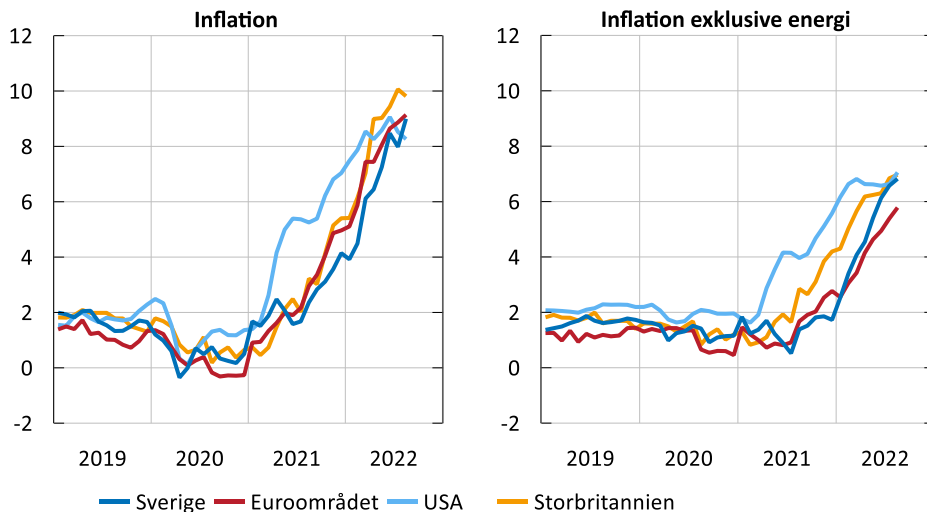
Fortsatt bred inflationsuppgång

Inflationen är hög och har fortsatt att stiga snabbt under sommaren i många länder. Detta beror både på de utbudsstörningar som präglat världsekonomin efter pandemin och kriget i Ukraina, och på att resursutnyttjandet är högre än normalt i många länder. I augusti steg inflationen i såväl Sverige som euroområdet, medan den hölls tillbaka något i USA och Storbritannien i och med att ökningstakten för energipriserna minskade. Exklusive energipriser steg inflationen i samtliga dessa landområden. I

Sverige har uppgången i inflationen exklusive energipriser varit särskilt snabb de senaste månaderna (se diagram 18).

Diagram 18. Konsumentpriser

Årlig procentuell förändring

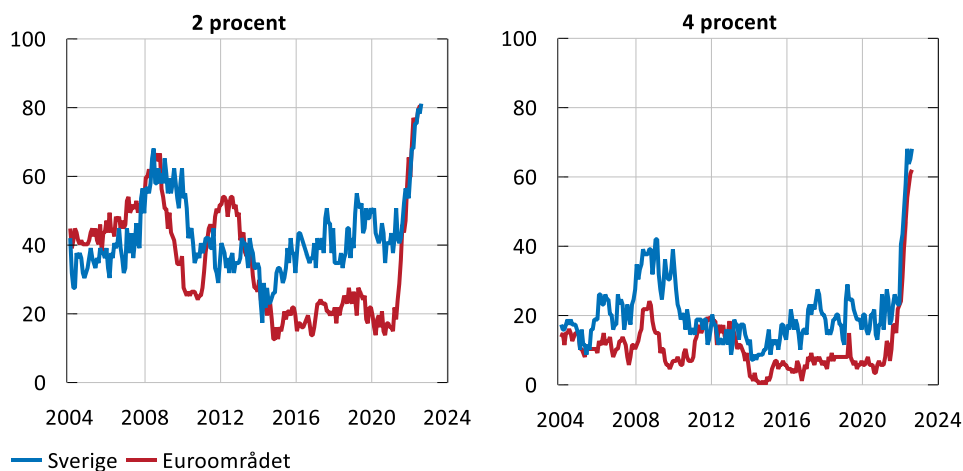


Anm. Avser KPIF för Sverige, HIKP för euroområdet och KPI för USA och Storbritannien.

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

I USA har ökningstakten för varupriserna, som påverkades kraftigt av utbudsstörningar under pandemin, dämpats i år medan prisuppgången på tjänster ännu inte har avtagit. I Sverige och euroområdet har däremot prisökningstakten för varor fortsatt att stiga tydligt medan uppgången i tjänstepriserna har avtagit något. Inflationen i Sverige och euroområdet drivs inte av stora prisuppgångar på enskilda produkter, utan uppgången är bred. Priset på merparten av alla varor och tjänster i Sverige och euroområdet stiger med mer än 2 procent i årstakt och priset på mer än hälften av alla varor och tjänster stiger snabbare än 4 procent (se diagram 19).

Diagram 19. Andel konsumentpriser som ökar snabbare än 2 respektive 4 procent
Procent



Anm. Andel av produktgrupper för KPIF respektive HIKP, oviktat.

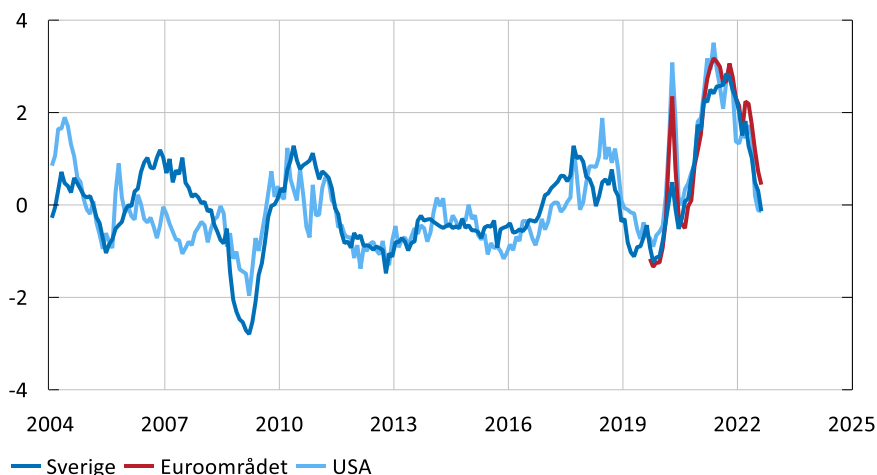
Källor: Eurostat, SCB och Riksbanken.

De globala pandemirelaterade utbudsstörningarna har minskat...

Världsekonomin har i spåren av pandemin brottats med stora utbudsstörningar som bidragit till den höga inflationen. Utbudsstörningarna har varit ett resultat av att den snabba återhämtningen efter pandemin, och en snabbt skiftande sammansättning i efterfrågan, vilket sammantaget skapade en situation där företagen har haft svårt att producera tillräckligt för att möta efterfrågan. Det finns dock tecken på att dessa störningar sammantaget nu är mindre. Till exempel tycks leveranstiderna ha blivit mer normala den senaste tiden (se diagram 20), och globala fraktpriser har slutat att stiga eller fallit mot mer normala nivåer. I enkätundersökningar uppger dock många företag att brist på material fortfarande är ett hinder för produktionen, vilket pekar på att vissa problem kvarstår. De pandemirelaterade utbudsstörningarna bedöms fortsatt påverka många aktörer, men de avtar gradvis i prognosen.

Diagram 20. Leveranstider i industrin

Standardiserade data, medelvärde = 0, standardavvikelse = 1



Anm. Leveranstider enligt inköpschefsindex. Samtliga serier är standardiserade från 2004. På grund av begränsningar i licensavtal publiceras inköpschefsindex för euroområdet endast från 1 september 2019, med publiceringsdatum den 1 september 2022.

Källor: IHS Markit, Institute for Supply Management, Silf/Swedbank och Riksbanken.

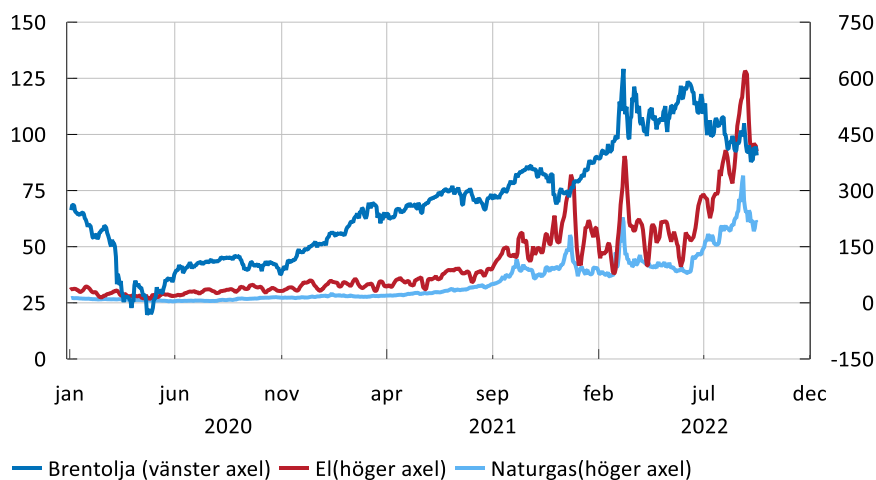
...men Rysslands invasion av Ukraina har skapat nya störningar som ökat energipriserna kraftigt

Rysslands invasion av Ukraina för ett drygt halvår sedan har medfört ytterligare utbudsstörningar. Bland annat har utbudet av livsmedel, som vete, minskat. Detta har, i kombination med snabbt stigande priser på drivmedel och konstgödsel, bidragit till att livsmedelspriserna stigit snabbt under våren och sommaren. Klimatrelaterade risker som svår torka i bland annat delar av Europa och i USA har också påverkat skördar och priser på livsmedel. Livsmedelspriserna i råvaruledet är fortsatt förhöjda, men har fallit tillbaka tydligt den senaste tiden (se diagram 45).

Samtidigt har begränsningarna av naturgasleveranser från Ryssland till Europa fått priset på detta energislag att stiga kraftigt (se diagram 21). Eftersom gas används som bränsle vid elproduktion i många europeiska länder har de höga gaspriserna även medfört att elpriserna stigit och även dessa har varit mycket volatila. I och med att den europeiska elmarknaden är gemensam och sammankopplad är elpriset i den södra halvan av Sverige också rekordhøgt (se diagram 41). Flera länder försöker i spåren av detta begränsa sin gasförbrukning och öka annan energiproduktion samtidigt som olika ekonomiska stödpaket har presenterats. EU-kommissionen har också nyligen kommunicerat flertalet förslag på gemensamma åtgärder (se fördjupningen "Vilken effekt kan åtgärder för att dämpa elpriset få på inflationen?").

Diagram 21. Energifriser

USD/fat och EUR/MWh



Anm. El- och naturgaspris för Tyskland. För elpris avses spotpris, 5-dagars glidande medelvärde. För naturgas avses terminspris för nästkommande månad.

Källor: The Iberian Energy Derivatives Exchange och Intercontinental Exchange.

Riksbankens prognos utgår från att de nuvarande sanktionerna mot Ryssland ligger kvar under hela prognosperioden och att Europas användande av rysk olja och gas kommer att vara begränsat. Riksbankens elprisprognos baseras i stor utsträckning på terminsprisättningen, som är mycket hög inför vintern.⁹ Sammantaget väntas därmed energipriserna, trots att oljepriset fallit tillbaka något, fortsätta att hålla uppe inflationen i både Sverige och euroområdet under vintern. Prissättningen på terminsmarknaden inför vintern 2023–2024 är lägre, och prognosen är därför att elpriserna i såväl Sverige som euroområdet inte blir riktigt lika höga nästkommande vinter. Bland annat tack vare EU:s fortsatta arbete med att hitta alternativ till rysk naturgas. De stora störningarna på energimarknaden i Europa och ett antal andra faktorer gör dock bedömningen mycket osäker.

3.2 Låg arbetslöshet och stigande löner i många länder i omvärlden

Omvärldsefterfrågan dämpas

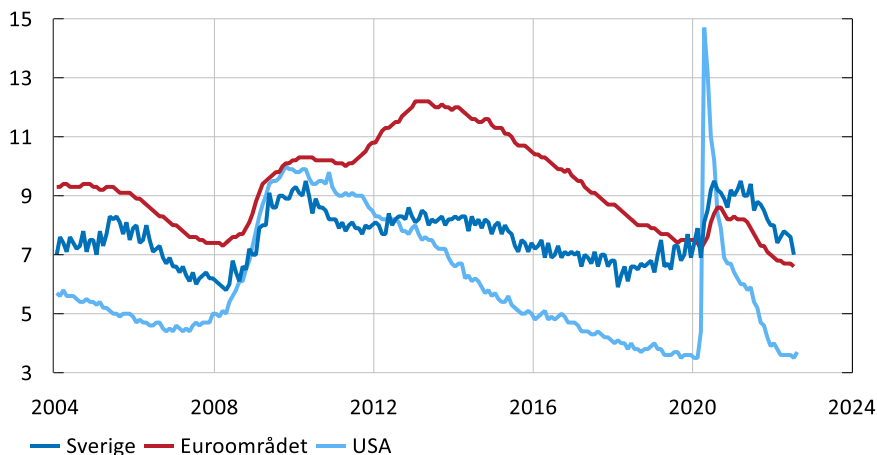
BNP i euroområdet steg överraskande snabbt under andra kvartalet medan tillväxten i både USA och Kina var negativ. Utvecklingen i euroområdet berodde på att hushållen ökade sin konsumtion i snabb takt när smittspridningen minskade och restriktioner avvecklades, och detta trots hög inflation och minskad köpkraft. Det ledde bland annat till snabb tillväxt inom besöksnäringarna på flera stora europeiska turistdestinationer som Italien och Spanien. I Kina präglades tillväxten under andra kvartalet däremot av omfattande pandemirelaterade nedstängningar som gjorde att BNP

⁹ Prognosen för elprisindex för Sverige baseras på ett 15 dagars snitt av terminsprisättningen på Nordpool. Förutom terminsprisättningen påverkas prognosen för elprisindex även av den förväntade utvecklingen av priserna på nätavgifter samt energiskatter.

föll med 2,6 procent, säsongrensade och jämfört med första kvartalet. I USA var det minskade lager- och bostadsinvesteringar som medförde att BNP föll, men även hushållens konsumtion utvecklades svagt.

Diagram 22. Arbetslöshet i Sverige, euroområdet och USA

Procent av arbetskraften, säsongrensade data



Anm. För Sverige och euroområdet avses 15-74 år och för USA 16 år och äldre.

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

Utvecklingen på arbetsmarknaden har samtidigt varit stark och arbetslösheten har sjunkit till historiskt låga nivåer i såväl euroområdet som USA (se diagram 22). Ökningstakten i de nominella lönerna har samtidigt stigit, framför allt i USA. Under andra kvartalet ökade lönekostnadsindex i USA med 5 procent jämfört med motsvarande kvartal 2021. Även i euroområdet har löneökningstakten stigit, och under andra kvartalet steg arbetskraftskostnadsindex med 4 procent jämfört med motsvarande kvartal 2021. Uppgången var stor bland annat i Belgien där lönerna är indexerade till inflationen, där steg arbetskostnaderna med nästan 6 procent. Nya tyska löneavtal indikerar samtidigt att tyska hushåll nu också i viss utsträckning kommer att få kompensation för den höga inflationen. Exempelvis har delar av den tyska järn- och stålindustrin inom IG-Metall fått ett löneavtal på 6,5 procent fördelat på 18 månader som dessutom inkluderar en engångsutbetalning på 500 euro per medlem. Lönerna i euroområdet väntas därmed stiga snabbare än vad som förväntats tidigare, framför allt under 2023.

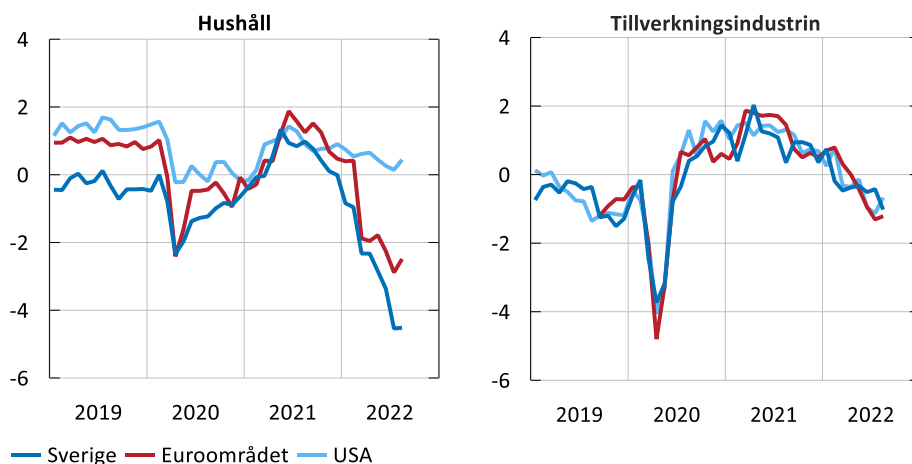
Trots att det finns tecken på att de utbudsstörningar som begränsat produktionen har minskat, väntas tillväxten dämpas tydligt framöver. Den höga inflationen minskar hushållens konsumtionsutrymme samtidigt som allt stramare penningpolitik och kreditvillkor håller tillbaka tillväxten. Framåtblickande indikatorer pekar också på att tillväxten nu växlar ned, och att resursutnyttjandet sjunker. I spåren av den höga inflationen och förväntningar om stigande räntor har konsumentförtroendet fallit till historiskt låga nivåer i många länder (se diagram 23).¹⁰ De senaste månaderna har

¹⁰ I USA har nedgången i konsumentförtroendet varit mindre. Det förklaras av att amerikanska hushåll fortfarande är optimistiska om nuläget, bland annat tack vare den starka arbetsmarknaden. Deras förväntningar om framtiden har dock fallit och är betydligt mer pessimistiska.

även företagens förtroende dämpats, i synnerhet inom tillverkningsindustrin där bland annat orderingen fallit tillbaka märkbart.

Diagram 23. Förtroende hos hushållen och ordergång i tillverkningsindustrin

Standardiserade data, medelvärde = 0, standardavvikelse = 1



Anm. Ordergång enligt inköpschefsindex. Samtliga serier är standardiserade från 2004. På grund av begränsningar i licensavtal publiceras inköpschefsindex för euroområdet endast från 1 september 2019, med publiceringsdatum den 1 september 2022.

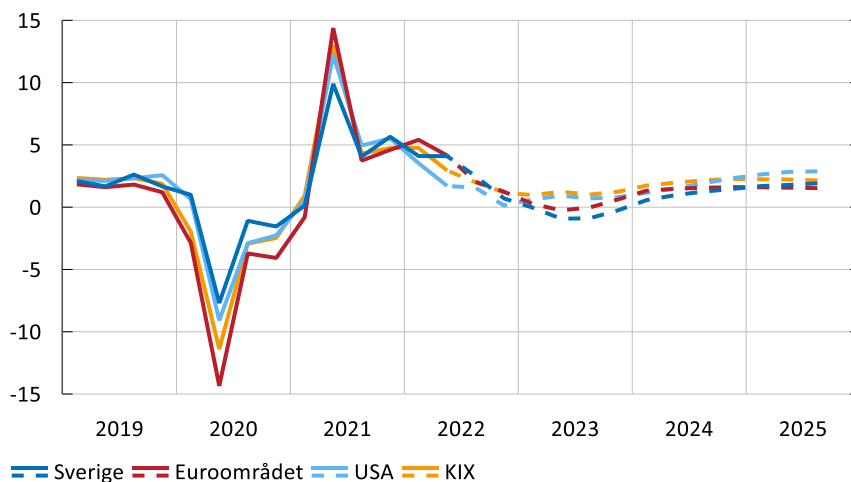
Källor: Conference Board, EU-kommissionen, Institute for Supply Management, IHS Markit, Konjunkturinstitutet, Sif/Swedbank och Riksbanken.

Sammantaget väntas tillväxten i både euroområdet och USA dämpas tydligt, och nästa år uppgår den samlade produktionsökningen i euroområdet till endast 0,2 procent (se diagram 24). Dämpningen medför att även efterfrågan på arbetskraft minskar och arbetslösheten börjar stiga. År 2024 väntas det dock ske en viss återhämtning i såväl euroområdet som USA, i och med att hushållens köpkraft förbättras när inflationen faller tillbaka. Europa antas dessutom successivt fortsätta göra sig mindre beroende av rysk energi. Bland annat bygger Tyskland nya terminaler som väntas tas i bruk under 2023 för att kunna ta emot flytande naturgas från tankfartyg, vilket skapar förutsättningar för lägre energipriser och högre tillväxt framöver.

I Kina väntas tillväxten i närtid fortsätta att hämmas av nolltoleransstrategin mot covid-19 samtidigt som elbrist till följd av värmebölja och torka också dämpar tillväxten. Osäkerheten är dessutom fortsatt stor i den kinesiska fastighetssektorn, där efterfrågan har minskat och flera fastighetsbolag har stora ekonomiska problem. För att stötta ekonomin har den kinesiska centralbanken sänkt flera referensräntor, men BNP-tillväxten bedöms ändå dämpas till i genomsnitt drygt 4 procent per år 2022–2024, vilket är betydligt lägre än den historiskt genomsnittliga tillväxttakten. Sammantaget väntas omvärldens BNP-tillväxt (KIX-vägd) dämpas från 2,7 procent 2022 till 1,1 procent 2023, för att sedan återhämta sig något kommande år.

Diagram 24. BNP i Sverige och omvärlden

Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



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

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

Inflationen i omvärlden dämpas nästa år men överstiger fortfarande centralbankernas inflationsmål

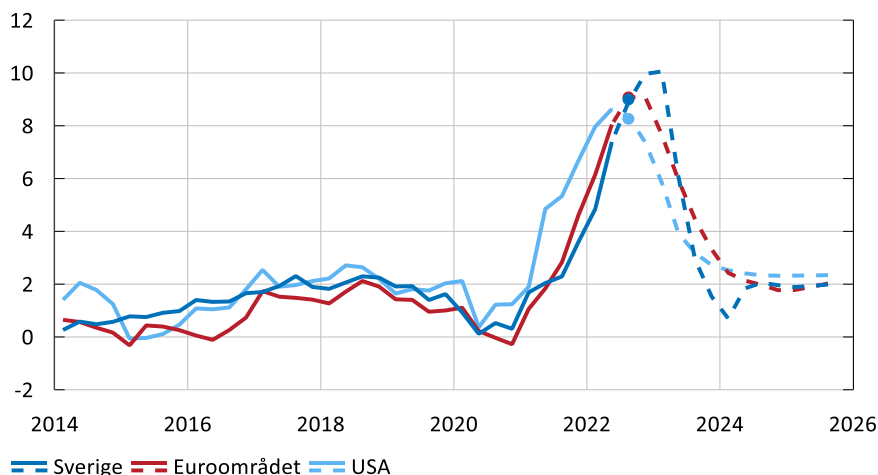
Inflationen i euroområdet har fortsatt att stiga och har varit hög under sommaren. I Baltikum överstiger inflationen nu 20 procent. Även i USA är inflationen hög, men de senaste månaderna har den fallit tillbaka något eftersom energipriserna har sjunkit. Att inflationen är så hög beror till stor del på utbudsstörningar, men även på god efterfrågan som gjort det möjligt för företagen att föra vidare sina ökade produktionskostnader till konsumentledet. I USA, där arbetsmarknaden är mycket stark, beror uppgången också på snabbt stigande löner.

Nästa år väntas inflationen i både USA och euroområdet falla tillbaka (se diagram 25).¹¹ Detta beror på att efterfrågan dämpas samtidigt som de pandemi-relaterade utbudsstörningarna i de globala produktionskedjorna avtar. Ett minskat globalt beroende av rysk energi väntas också medföra att energipriserna så småningom stiger i en mer normal takt. Den starka arbetsmarknaden gör att löneökningstakten för närvarande är relativt hög i euroområdet. I USA, där arbetsmarknaden är ännu starkare, är löneökningstakten mycket hög. Under 2023, när efterfrågan på arbetskraft blir mindre och arbetslösheten börjar stiga, bedöms löneökningstakten i USA avta. I euroområdet medför nytecknade löneavtal att löneökningstakten 2023 hålls uppe något och dämpas tydligare först under 2024. I både euroområdet och USA dröjer det till 2024 innan inflationen väntas vara nära 2 procent.

¹¹ I vinter väntas inflationen i Sverige bli något högre än i euroområdet. Det kan förklaras av att det är ett något större och snabbare genomslag från elpriser på konsumentpriserna i Sverige än i vissa andra europeiska länder, vilket delvis beror på att det i dessa länder finns inslag av administrativt satta priser. För mer information, se fördjupningen "Vilken effekt kan åtgärder för att dämpa elpriset få på inflationen?". Osäkerheten kring hur energipriserna i olika länder kommer att utvecklas i vinter är dock mycket stor.

Diagram 25. Konsumentpriser i olika länder och regioner

Årlig procentuell förändring



Anm. Konsumentpriser avser kvartalsdata i KPIF för Sverige, KPI för USA och HIKP för euroområdet. Prickarna avser månadsutfall för augusti. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

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

3.3 Den höga ekonomiska aktiviteten i Sverige dämpas

Hög privat konsumtion medförde stark svensk tillväxt under andra kvartalet

Trots att höga prisökningar har inneburit lägre köpkraft har svenska hushåll, i likhet med hushållen i euroområdet, konsumerat i snabb takt under andra kvartalet och tillväxten i sysselsättningen har varit stark. Utvecklingen beror troligen på en uppdämd vilja att konsumera och leva mer som tidigare – efter två år av pandemi och restriktioner. Detta återspeglas i en stark BNP-tillväxt som framför allt drevs av hög konsumtion bland hushållen och starka investeringar i näringslivet. På arbetsmarknaden medförde det att sysselsättningen inom bland annat hotell- och restaurangbranschen samt branscherna för kultur, nöje och fritid steg snabbt. Det är särskilt många unga som fått arbete under sommaren.¹²

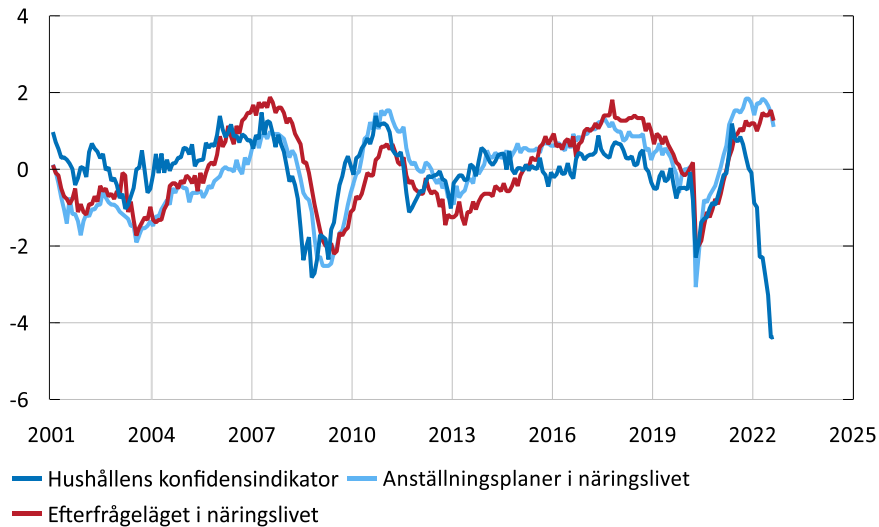
Under det andra halvåret bedöms hushållen minska sin konsumtion i takt med att deras konsumtionsutrymme fortsätter att krympa på grund av hög inflation och ökande räntekostnader samtidigt som tillgångspriserna utvecklas svagt. De allt kärvare förutsättningarna för hushållen återspeglas tydligt i hushållens konsumentförtroende som sjunkit till en historiskt låg nivå (se diagram 26), och många hushåll tror att deras ekonomi kommer att försämrans framöver. En närmare granskning av data visar dock

¹² I juli föll arbetslösheten enligt AKU från 7,6 procent till 7,0 procent, säsongrensat och jämfört med juni. En stor del av denna nedgång förklaras av att unga i åldern 15-19 år blev sysselsatta. Under somarmånaderna varierar sysselsättning och arbetslöshet starkt av säsongsmässiga skäl, och osäkerheten i AKU är större. Riksbanken antar att en del av den stora nedgången av arbetslösheten i juli är tillfällig.

att det främst är fråga om fler hushåll som tror att deras ekonomiska situation ska bli *något*, inte *mycket*, sämre (se faktaruta nedan).

Diagram 26. Indikatorer i Konjunkturbarometern

Standardiserade data, medelvärde = 0, standardavvikelse = 1



Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

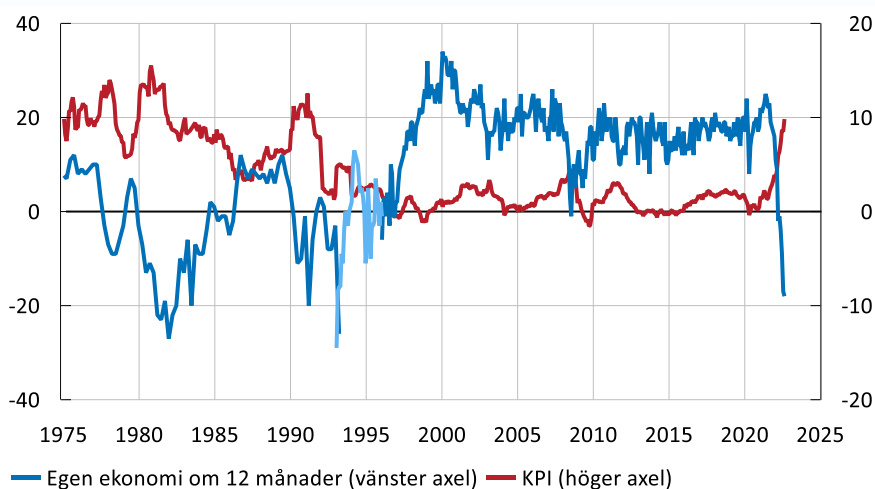
Även bostadsinvesteringarna, som började falla redan det andra kvartalet, bedöms fortsätta minska samtidigt som exporten dämpas i takt med att omvärldens efterfrågan, framför allt från Europa, växer långsammare. Sammantaget väntas därmed svensk BNP börja falla under avslutningen av året. Företagens anställningsplaner för de kommande tre månaderna har visserligen dämpats något men är likväl på en hög nivå. I takt med att efterfrågan minskar bedöms de emellertid falla tillbaka mer markant och även sysselsättningstillväxten dämpas mot slutet av året.

FAKTA – Perspektiv på det låga konsumentförtroendet

Hushållens konfidensindikator i Konjunkturbarometern har sjunkit till en historiskt låg nivå och indikerar att hushållen ser pessimistiskt på framtiden. Konfidensindikatorn består av makro- och mikroindex, som säger något om hur hushållen ser på Sveriges respektive sin egen ekonomi. Båda indexen är betydligt lägre än normalt, men mikroindex har fallit mer än dubbelt så mycket som makroindex. En av de fyra frågorna i mikroindex, där andelen positiva svar minskat kraftigt, är frågan om hushållens ekonomiska situation om ett år (se diagram 27).

Diagram 27. Förväntningarna på den egna ekonomin och inflationen enligt KPI

Nettotala respektive årlig procentuell förändring



Anm. Det är två tidsseriebrott i serien över den egna ekonomin. Mellan 1974 och 1993 visas serien i kvartalsfrekvens. Från 1993 visas serien i månadsfrekvens, men 1996 är det också ett tidsseriebrott. Under perioden mellan de båda tidsseriebrotten är serien ljusblå i diagrammet.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

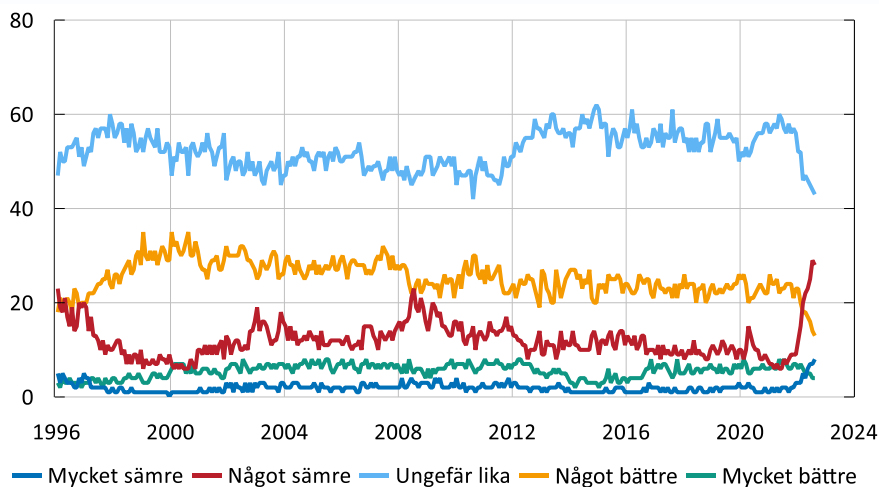
I diagram 28 framgår det att den ökade pessimismen framför allt beror på att fler hushåll tror att deras ekonomi kommer att bli "något sämre" om ett år. Denna svarsandel har stigit från knappt 10 till 30 procent. Samtidigt är det fortfarande få, endast 7 procent, som svarar att deras ekonomi kommer att bli "mycket sämre", även om den andelen också har stigit och är historiskt hög. Att den låga nivån i mikroindex i huvudsak beror på att det är fler hushåll som tror att det ska bli "något sämre" kan innebära att dämpningen i deras konsumtion blir mindre än om det hade varit fler som trodde att det skulle bli "mycket sämre".

I ljuset av stigande räntor och hög inflation är det inte heller förvånande att hushållen väntar sig att deras ekonomi ska bli något sämre. Det var decennier sedan inflationen steg och reallönerna sjönk så här snabbt. Om man går tillbaka till perioden före inflationsmålet finns det dock fler tillfällen då inflationen har stigit snabbt, och när det skett har hushållens förväntningar på den egna ekonomin om ett år, i likhet med nu, sjunkit (se diagram 27).¹³

¹³ På grund av tidsseriebrott bör man vara försiktig när man jämför nivåerna före och efter 1996.

Diagram 28. Svartsfördelning för hushållens förväntningar på den egna ekonomin

Andel i procent



Anm. "Vet ej" är exkluderat ur diagrammet, andelen som svarade vet ej uppgick till 4 procent i augusti.

Källa: Konjunkturinstitutet.

Negativ BNP-tillväxt och stigande arbetslöshet nästa år

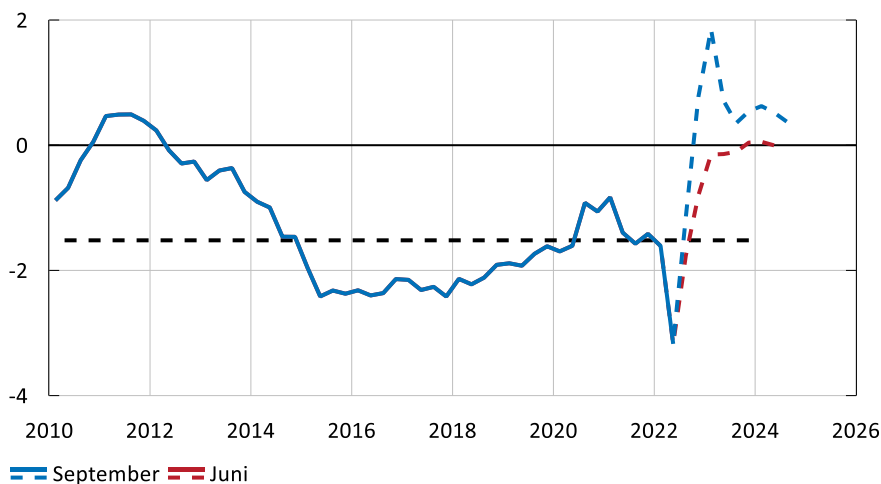
Utgångsläget för svensk ekonomi är starkt, men eftersom inflationen fortsätter att vara hög och penningpolitiken stramas åt ytterligare försvagas efterfrågan successivt och utvecklas svagt under stora delar av nästa år (se diagram 29 och diagram 24).¹⁴ Sammantaget blir BNP-tillväxten negativ 2023, vilket medför att även efterfrågan på arbetskraft blir svag och sysselsättningsgraden minskar samtidigt som arbetslösheten börjar stiga (se diagram 30).

Under 2024, när inflationen inte stiger lika snabbt, sker det en viss återhämtning av hushållens köpkraft och efterfrågan stärks. BNP-tillväxten ökar därför snabbare och arbetslösheten slutar att stiga. I slutet av prognosperioden väntas arbetslösheten i Sverige uppgå till drygt 8 procent.

¹⁴ Den tillfälligt höga realräntan i slutet av 2023 är en konsekvens av att KPIF-inflationen väntas vara tillfälligt låg till följd av fallande energipriser.

Diagram 29. Real styrränta

Procent

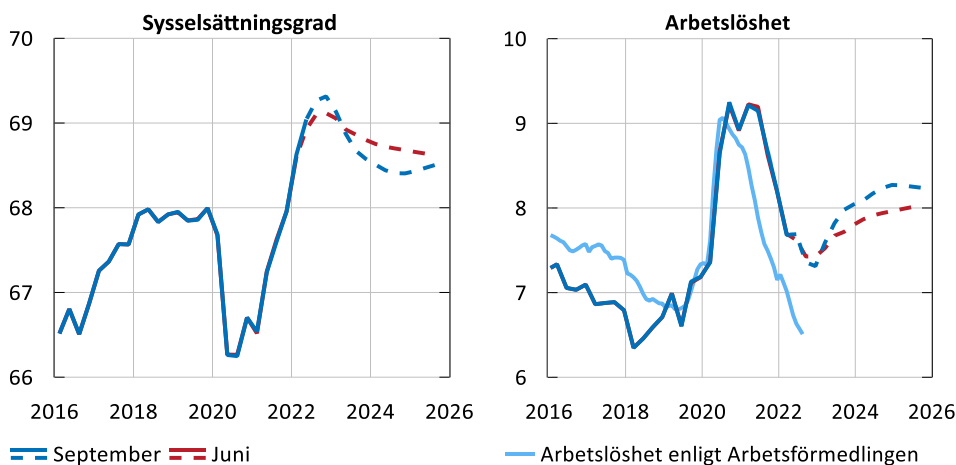


Anm. Den reala styrräntan är Riksbankens förväntade realränta, beräknad som ett kvartalsmedelvärde av Riksbankens styrränteprognos ett år framåt minus inflationsprognosen (KPIF) för motsvarande period. Eftersom realräntan är en framåtblickande variabel baseras även utfallen på prognoser. Utfallen beräknas utifrån de vid tidpunkten senast publicerade prognoserna. Den streckade linjen avser ett genomsnitt för 2012-2021.

Källa: Riksbanken.

Diagram 30. Sysselsättningsgrad och arbetslöshet i Sverige

Procent av befolkningen (vänster) respektive procent av arbetskraften (höger)



Anm. Sysselsättningsgrad och arbetslöshet enligt AKU i mörkblå och röd linje avser 15–74 år, arbetslöshet enligt Arbetsförmedlingen avser 16–64 år. Helt dragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: Arbetsförmedlingen, SCB och Riksbanken.

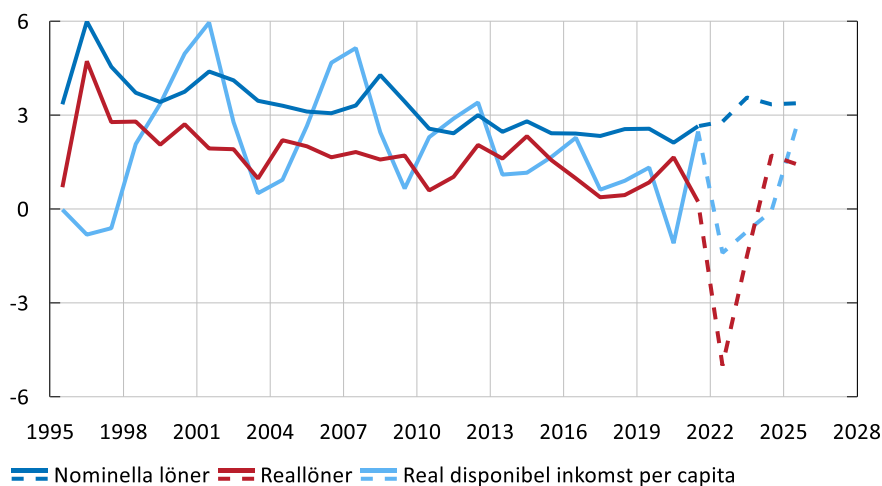
Hushållen pressas av fallande reallöner och stigande räntor

Hushållens ökade pessimism sammanfaller med den höga inflationen, stigande räntor och fallande bostadspriser. Löneökningstakten har förvisso också stigit under det

första halvåret i år, men är likväl tydligt lägre än inflationen.¹⁵ Den totala löneökningstakten bestäms både av de centralt avtalade lönerna och av lokala lönerevisioner samt lönesättning vid nyrekrytering, som bland annat påverkas av läget på arbetsmarknaden. Eftersom det är brist på arbetskraft och inflationen är hög, vilket bedöms medföra vissa kompensationskrav, väntas resultatet av de lokala lönerevisionerna bli högre under hösten och vintern. Det stöds även av lönestatistik för juni som visar att lönerna utöver centrala avtal har börjat öka snabbare. Sammantaget väntas därmed löneökningstakten bli något högre i år än ifjol. Uppgången i inflationen är dock betydligt större, vilket innebär att de reala lönerna, som stigit varje år sedan mitten av 1990-talet, faller tydligt i år (se diagram 31).

Diagram 31. Nominella och reala löner samt real disponibel inkomst per capita

Årlig procentuell förändring



Anm. Reallönerna är beräknade som differensen mellan löneökningstakten och ökningstakten i KPIF. Real disponibel inkomst är deflaterad med konsumtionsdeflatorn. Helderagna linjer avser utfall, streckade linjer avser Riksbankens prognos. Prognosen för 2025 är ett genomsnitt av årets tre första kvartal.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken.

Förhandlingarna om löneavtalen för 2023 och framåt inom industrin inleds i höst. Jämfört med när de nuvarande avtalen slöts, under pandemiåret 2020, är arbetslösheten nu lägre och inflationen betydligt högre, samtidigt som lönerna i omvärlden väntas öka snabbare än de senaste åren. Detta bidrar till att lönerna även i Sverige stiger snabbare kommande år, framför allt 2023. I kombination med att inflationen sjunker innebär detta att reallöneutvecklingen återhämtar sig från 2024 och framåt.

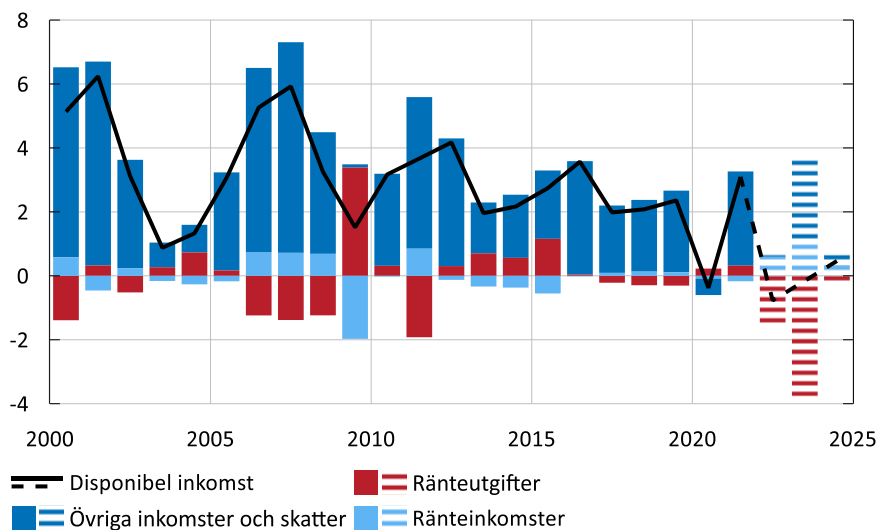
Det finns emellertid andra faktorer än löneutvecklingen som bidrar positivt till hushållens reala disponibla inkomster i år och nästa år, vilket illustreras i att den reala disponibla inkomsten per capita i år endast väntas minska med drygt 1 procent samtidigt som reallönerna faller med 5 procent (se diagram 31). Fler sysselsatta och högre

¹⁵ Uppgången under det första halvåret förklaras i huvudsak av profilen på de centralt avtalade lönerna. Från och med maj i år steg den avtalade löneökningstakten till cirka 2 procent efter att ha legat på drygt 1 procent under slutet av fjolåret och under inledningen av 2022. Den avtalade löneökningstakten väntas uppgå till cirka 2 procent till och med första kvartalet 2023, när många av de nuvarande avtalen löper ut.

kapitalinkomster är några exempel. Prisbasbeloppet, det vill säga det belopp som används vid beräkningar av ersättningsnivåer i socialförsäkringen och som även påverkar skattesystemet, höjs kraftigt i januari 2023 eftersom inflationen har varit hög.¹⁶ Det innebär att bland annat pensioner och studiemedel kommer att höjas och att många i praktiken får en sänkt skatt. Staten väntas utöver denna reguljära inflationsjustering även kompensera hushållen för höga elpriser, vilket också håller uppe hushållens köpkraft.¹⁷

Diagram 32. Bidrag till den årliga tillväxten för hushållens reala disponibla inkomst

Årlig procentuell förändring respektive procentenheter



Anm. Deflaterat med konsumtionsdeflatorn. Övriga inkomster avser lönesumma, utdelningar, transfereringar, m.m. Heldragen linje och stapel avser utfall, streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Eftersom inkomstutvecklingen är svag bedöms de hushåll som tidigare sparat en stor andel av sin inkomst dra ned på sitt sparande för att hålla uppe sin konsumtion. Men sammantaget väntas hushållens konsumtion ändå dämpas tydligt och falla något 2023. År 2024, när inflationen är lägre och hushållens köpkraft förbättras, väntas konsumtionen öka ungefär i linje med sitt historiska genomsnitt.

Något som däremot dämpar utvecklingen av hushållens disponibla inkomster är att deras ränteutgifter ökar (se diagram 32). Bolåneräntorna har stigit sedan början av året och väntas stiga ytterligare på grund av Riksbankens räntehöjningar och stigande marknadsräntor. Att hushållen under många år har ökat sina skulder innebär att förändringar av räntorna får ett större genomslag nu än tidigare (se fördjupningen "Högre räntekänslighet i den svenska ekonomin"). Hushållens ränteutgifter som andel av deras disponibla inkomster, den så kallade räntekvoten, väntas öka från cirka

¹⁶ Prisbasbeloppet beräknas av Statistiska centralbyrån och tar hänsyn till inflationen enligt KPI i juni varje år.

¹⁷ I prognosen antas elpriskompensationen till hushåll och företag för de ökade elkostnaderna uppgå till cirka 90 mdkr, eller cirka 1,5 procent av BNP, under 2023. Kompensationen antas finansieras av de överskott som genereras av kapacitetsavgifterna till Svenska kraftnät.

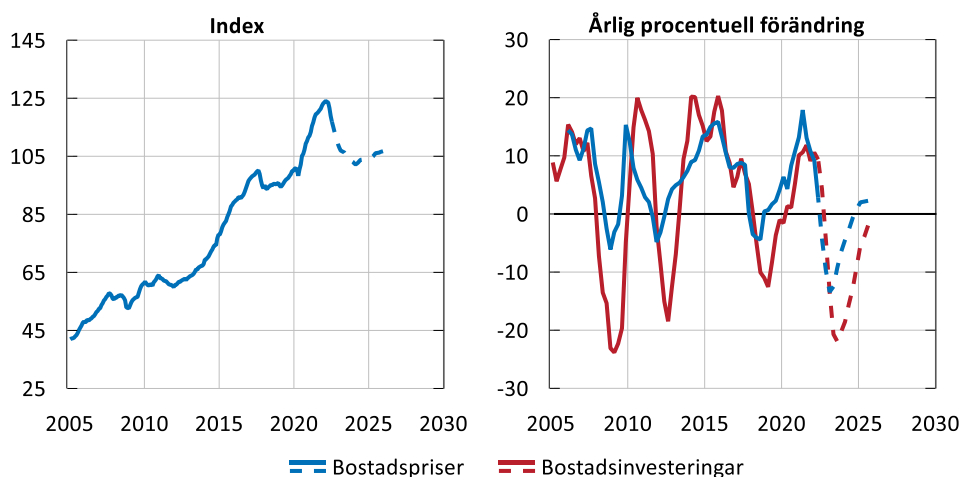
2,5 procent i år till 6 procent mot slutet av 2025 (se diagram 52). För en genomsnittlig ny bolånetagare med 2,8 miljoner kronor i lån innebär det att ränteutgifterna efter skatteavdrag ökar med knappt 5000 kronor per månad.¹⁸

Fallande bostadspriser och bostadsinvesteringar

Hushållens efterfrågan på bostäder ökade under 2020 och 2021 och bostadspriserna steg snabbt. Under 2022 har de allt högre bolåneräntorna och den svaga inkomstutvecklingen dämpat efterfrågan, och bostadspriserna har fallit under våren och sommaren. Trots att bostadspriserna väntas falla även nästa år innebär prognosen att prisnivån i slutet av 2024 likväl är något högre än före pandemin. De fallande bostadspriserna, i kombination med höga byggkostnader och ökade finansieringskostnader, påverkar även bostadsinvesteringarna. Byggföretagen väntas fortsätta att dra ned på byggandet i snabb takt och bostadsinvesteringarna faller med nästan 20 respektive 15 procent under 2023 och 2024 (se diagram 33).

Diagram 33. Bostadspriser och bostadsinvesteringar

Index 2019 kv4 = 100, säsongrensade data (vänster), årlig procentuell förändring (höger)



Anm. Bostadspriser avser prisindex HOX Sverige för bostadsrätter och villor, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: Valueguard och Riksbanken.

Resursutnyttjandet i svensk ekonomi bedöms vara högt

Mängden lediga resurser i ekonomin påverkar pristrycket och är därmed av stort intresse för penningpolitiken. Resursutnyttjandet kan dock inte mätas exakt och Riksbanken gör därför en bedömning utifrån en mängd data och indikatorer.

Mängden lediga resurser på arbetsmarknaden bedöms vara liten. Det stöds bland annat av att andelen företag som enligt Konjunkturbarometern uppger att de har brist på arbetskraft är på en rekordhög nivå samtidigt som antalet vakanser i ekonomin är

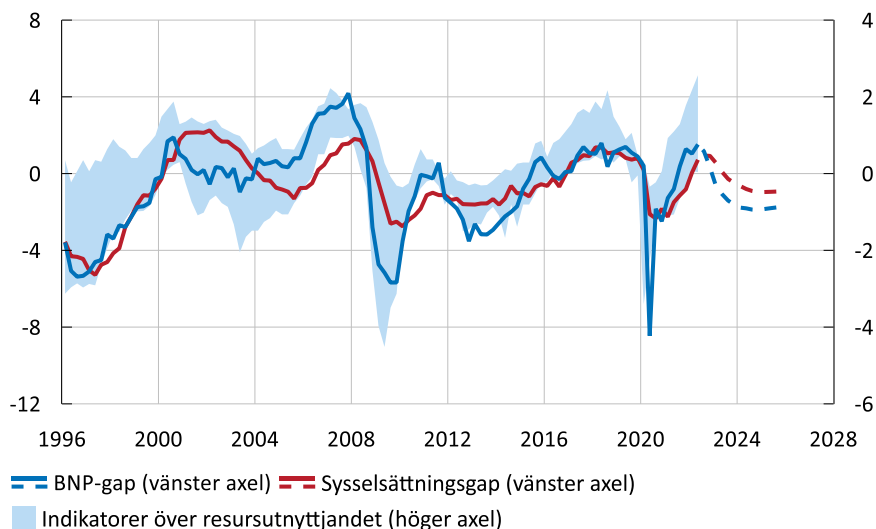
¹⁸ Genomsnittligt lånebelopp är hämtat från *Den svenska bolånemarknaden 2022*, april 2022, Finansinspektionen.

rekordstort i förhållande till antalet arbetslösa. Enligt SCB:s kortperiodiska sysselsättningsstatistik tycks också rörligheten på arbetsmarknaden vara hög bland de som har jobb. Både andelen sysselsatta som lämnade sitt jobb (frivilligt och ofrivilligt) och andelen nyanställningar var på höga nivåer under andra kvartalet.

Riksbankens sammantagna bedömning är att resursutnyttjandet i ekonomin för närvarande är högre än normalt. Det illustreras av att Riksbankens BNP- och sysselsättningsgap i diagram 34 båda är positiva, och bedömningen stöds av de indikatorer och data som Riksbanken följer.¹⁹ I takt med att penningpolitiken stramas åt dämpas efterfrågan och resursutnyttjandet väntas vara lägre än normalt från och med mitten av 2023.

Diagram 34. Mått på resursutnyttjandet

Procent respektive standardavvikelse



Anm. Fältet visar det högsta och lägsta utfallet för standardiserade indikatorer för resursutnyttjandet. Inkluderade serier är: Inverterad arbetslöshet enligt AKU respektive Arbetsförmedlingen; Kapacitetsutnyttjandet inom industrin/tillverkningsindustrin enligt SCB/Konjunkturbarometern; Konjunkturbarometerserier för näringslivet över bristtal, lönsamhetsomdöme samt efterfrågeläget. Gapen avser BNP:s och sysselsättningens avvikelse från Riksbankens bedömda trender. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: Arbetsförmedlingen, Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

Kronan påverkas av global osäkerhet

Den svenska kronan har försvagats sedan det penningpolitiska mötet i juni. Sommaren har präglats av hög volatilitet på de finansiella marknaderna och allt strammare penningpolitik i omvärlden. I en sådan miljö tenderar kronan att försvagas. Den reala växelkursen bedöms i nuläget vara svagare än vad man kan förvänta sig med tanke på bland annat den allmänna ekonomiska utvecklingen i Sverige jämfört med

¹⁹ Riksbankens olika gapmått avser BNP:s avvikelse från Riksbankens bedömda långsiktiga trender, och fångar därmed inte kortsiktiga fluktuationer i produktionskapaciteten som till exempel beror på brist på insatsvaror. Det innebär att BNP-gapet blir lägre i samband med produktionsstörningar, samtidigt som dessa produktionsstörningar leder till högre priser.

omvärlden. I handelsvägda nominella termer väntas kronan långsamt förstärkas de kommande åren (se diagram 35).

Diagram 35. 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. Sedan den 2022-03-28 är indexet beräknat mot 31 länder då den ryska rubeln exkluderats. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser prognos. Källa: Riksbanken.

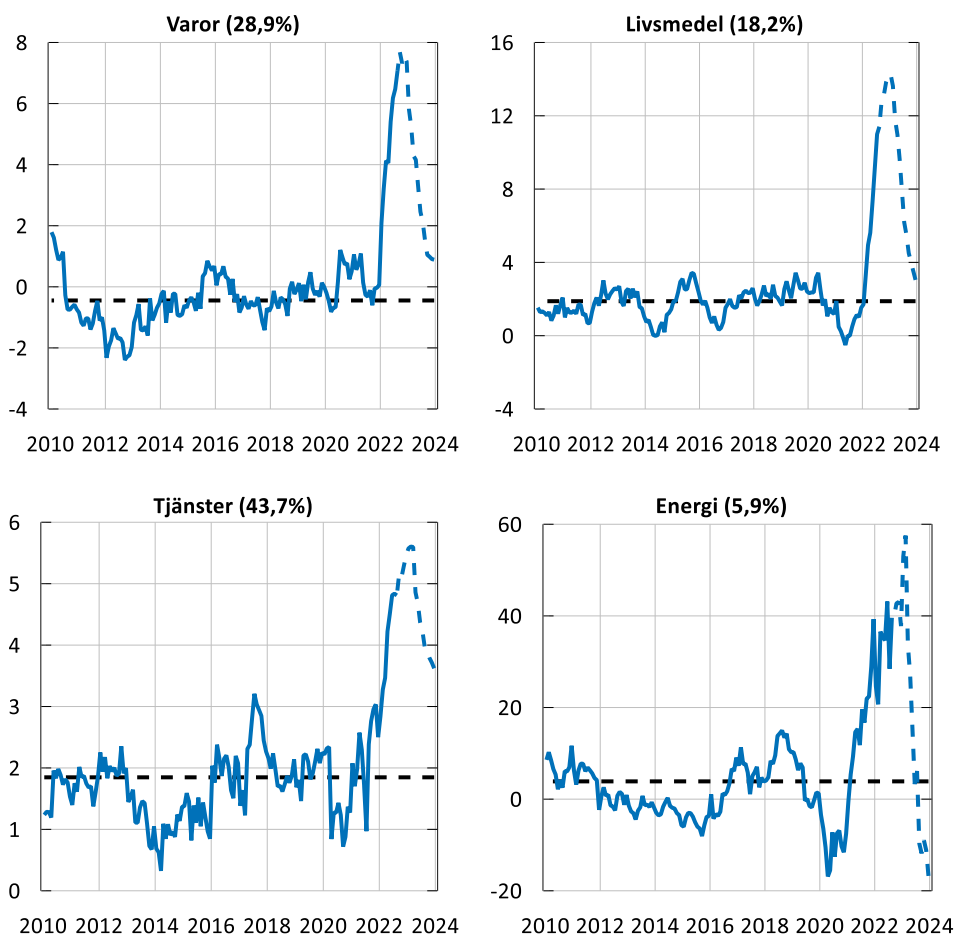
Inflationen stiger ytterligare den närmaste tiden

Inflationen har fortsatt att stiga snabbt under sommaren och uppgick till 9 procent i augusti medan KPIF exklusive energi ökade med 6,8 procent. Riksbankens prognos är att KPIF-inflationen stiger ytterligare och uppgår till nästan 11 procent i början av nästa år. Prognosen för inflationen i vinter är mycket osäker eftersom elpriset varierar kraftigt till följd av störningarna på energimarknaden i Europa. Även mätt exklusive energipriser väntas dock inflationen fortsätta att stiga från dagens redan höga nivå, och Riksbankens prognos är att inflationen mätt med KPIF exklusive energi uppgår till nästan 8 procent mot slutet av året.

Priserna inom delaggregaten livsmedel, andra varor och tjänster, och i synnerhet energi, har stigit snabbt det senaste året och ökningstakterna är ovanligt höga i förhållande till sina historiska snitt (se diagram 36). Livsmedel, andra varor och tjänster bidrar nu med omkring 2 procentenheter vardera till KPIF-inflationen, medan energi bidrar med nästan 3 procentenheter.

Diagram 36. Prognoser för olika delindex i KPIF 2022 och 2023

Årlig procentuell förändring



Anm. Varor avser varupriser exklusive energi och livsmedel. Parentes visar vikt i KPIF, enligt Riksbankens indelning. Här visas inte kapitalstocksindex som har vikten 3,4 procent. Horisontella streckade linjer avser medelvärden för perioden 2000–2019. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

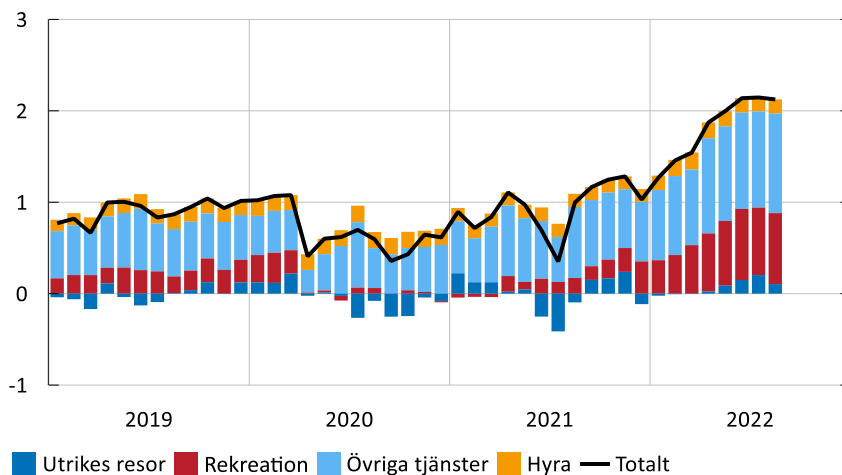
Att inflationen blivit så hög beror delvis på att den snabba ekonomiska återhämtningen efter coronakrisen pressade upp världsmarknadspriserna på många råvaror, centrala insatsvaror och transporter. En annan viktig orsak är kriget i Ukraina som innebar högre världsmarknadspriser på speciellt spannmål och andra jordbruksprodukter, energi och en del andra varor. Därutöver har de höga energipriserna inneburit indirekta effekter på inflationen via till exempel stigande priser på transporter, konstgödsel och andra insatsvaror för företagen.²⁰ God efterfrågan har också gjort det möjligt för företagen att föra vidare sina ökade produktionskostnader till konsumentledet. Tjänstepriserna har stigit tydligt inom sektorer som rekreation där efterfrågan efter coronakrisen ökat mycket snabbt (se diagram 37). Kommande månader är det

²⁰ Se fördjupningarna "Höga energipriser – hur kommer andra konsumentpriser att påverkas?" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2022, Sveriges riksbank samt "Mycket talar för hög inflation i år och nästa år" i *Penningpolitisk rapport*, april 2022, Sveriges riksbank.

framför allt energi- och livsmedelspriserna som väntas fortsätta stiga innan öknings-takterna dämpas mer påtagligt nästa år.

Diagram 37. Tjänsteprisernas bidrag till KPIF-inflationen

Bidrag i procentenheter till årlig procentuell ökningstakt i KPIF



Anm. I komponenten rekreation ingår nöjen, logi samt mat och dryck på restaurang. Vikten för tjänster i KPIF uppgår till 43,7 procent.

Källor: SCB och Riksbanken.

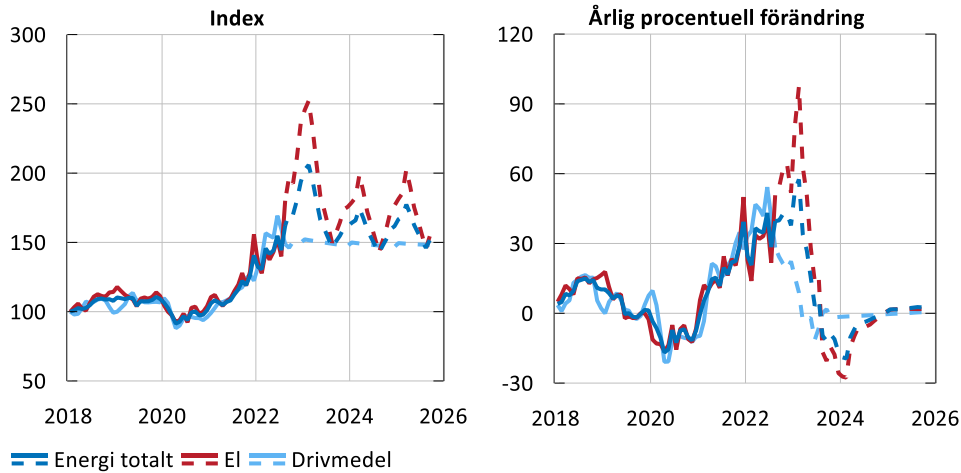
Mycket höga elpriser väntas i vinter

Eftersom den europeiska elmarknaden är sammankopplad och beroende av priset på naturgas som ökat kraftigt, har elpriset i Sverige stigit överraskande mycket den senaste tiden (se diagram 21 och diagram 38). I början av 2023 väntas de svenska konsumentpriserna på el vara nästan dubbelt så höga jämfört med föregående år. Redan ifjol hade elpriserna stigit till en hög nivå och den väntade prisnivån i vinter är därför mycket hög (se diagram 38).

Riksbanken baserar sin elprisprognos på prissättningen på terminsmarknaden, och enligt denna väntas elpriserna vintern 2023–2024 inte bli riktigt lika höga som kommande vinter. Det baseras sannolikt på förväntningar om både politiska åtgärder och energiinvesteringar på olika håll i Europa för att kunna öka produktionen utan att vara beroende av rysk gas. Drivmedelspriserna har samtidigt blivit något lägre än väntat sedan det penningpolitiska beslutet i juni. Även om prisnivåerna förblir höga antas ökningstakten i energipriserna avta i början av nästa år. Prognosen innebär att energiprisernas bidrag till inflationen dämpas och medför därmed att KPIF-inflationen faller tillbaka nästa år. På grund av energisituationen i Europa är dock prognosen mycket osäker.

Diagram 38. Energipriser i KPIF

Index, 2018-01-01 = 100 (vänster) och årlig procentuell förändring (höger)



Anm. År 2022 är vikterna följande, i procent: för energi totalt 5,9; för el 3,2 och för drivmedel 2,2. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Flera faktorer talar för att de största prisökningarna kan ligga bakom oss

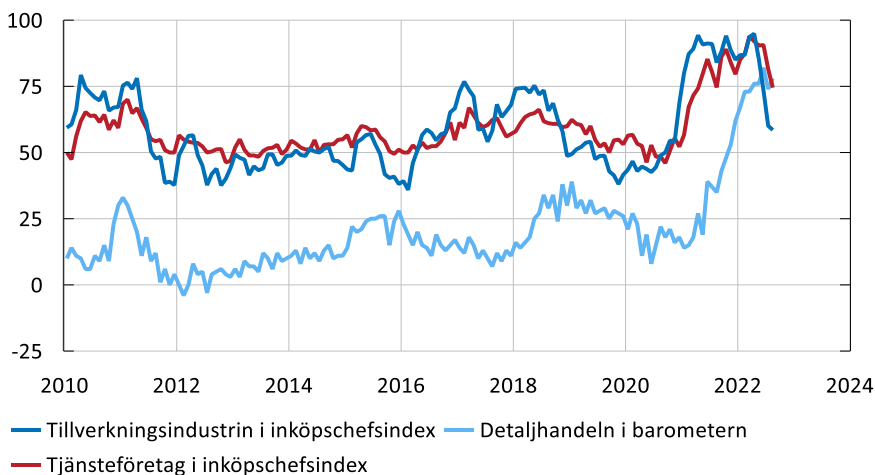
Sammantaget innebär Riksbankens prognos att inflationen kommer att vara fortsatt hög under resten av året för att sedan successivt dämpas under 2023. Det betyder inte att många priser väntas falla under nästa år, utan att de fortsätter att stiga men i en långsammare takt.

Den senaste tiden har också den månatliga prisökningstakten i konsumentpriserna dämpats (se diagram 47 och diagram 48 samt diskussionen i fördjupningen "Vad talar för att inflationen sjunker tillbaka nästa år?"). Även vissa andra indikatorer talar för att de största prisökningarna kan vara bakom oss. Exempelvis har vissa mått på globala fraktpriser slutat att stiga, medan andra har börjat falla. Flera råvarupriser har också sjunkit tillbaka successivt från de extremt höga nivåerna som noterades speciellt under 2021 och efter krigsutbrottet våren 2022 (se diagram 45). Även prisplanerna enligt inköpschefsindex har dämpats (se diagram 39). Prisplanerna enligt Konjunkturbarometern ligger dock kvar på höga nivåer.

Sammantaget väntas detta bidra till att prisökningarna i konsumentledet dämpas, och att den årliga ökningstakten i livsmedelspriser, övriga varupriser och tjänstepriser stannar av och börjar falla tillbaka under 2023. Inflationsprognosen är dock mycket osäker. Störningarna på energimarknaden i Europa kan leda till en annan utveckling och det gör det speciellt svårt att bedöma indirekta effekter av höga energipriser.

Diagram 39. Företagens prisplaner

Nettotal (barometern) respektive diffusionsindex (inköpschefsindex), procent



Anm. Frågan till tillverkningsindustrin handlar om hur de kommer förändra priserna de närmaste månaderna. Frågan till tjänsteföretagen handlar om hur de upplever att insatsvarupriserna har förändrats de senaste månaderna. Frågan till detaljhandeln handlar om hur företagen planerar att förändra priserna de närmaste 3 månaderna.

Källor: Konjunkturinstitutet och Silf/Swedbank.

Inflationen nära målet 2024

Att inflationen dämpas framöver beror delvis på att penningpolitiken fortsätter att stramas åt på många håll i världen vilket håller tillbaka efterfrågan. Dessutom fortsätter utbudstörningarna att avta gradvis, samtidigt som kronans växelkurs stärks från dagens nivåer. Sammantaget betyder det att prisökningstakten för företagens insatsvaror kommer att dämpas. Uppgången i tjänstepriserna, som även berott på den snabba efterfrågeökningen på vissa kontaktintensiva tjänster efter pandemin (se diagram 37), väntas också avta när efterfrågan blir lägre. Avgifter till bostadsrättsföreningar och hyror bedöms dock öka snabbare de närmaste åren, vilket istället väntas hålla inflationen uppe.

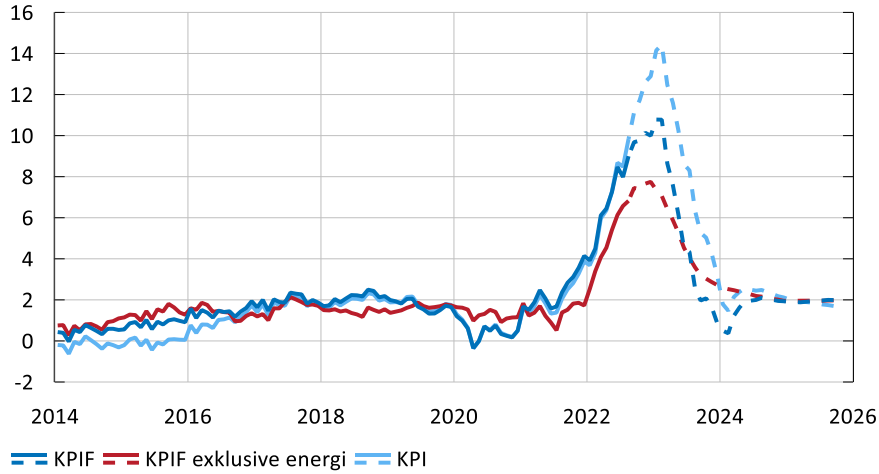
Även om de kortsiktiga inflationsförväntningarna har stigit tydligt och är höga, och lönerna nu ökar något snabbare än vad de har gjort de senaste åren, förefaller de långsiktiga inflationsförväntningarna och lönebildningen fortfarande vara förenliga med inflationsmålet. I Riksbankens prognos antas att förhandlingarna mellan arbetsgivar- och arbetstagarorganisationer och den lokala lönebildningen resulterar i att lönerna ökar något snabbare kommande år än under de senaste åren (se diagram 31). Framför allt väntas löneökningstakten 2023 bli något högre, då lönerna i omvärlden stiger snabbare samtidigt som den höga inflationen väntas medföra vissa kompensationskrav. Riksbankens åtstramning av penningpolitiken och tydliga kommunikation om att inflationsmålet ska nås inom rimlig tid antas dock innebära att effekterna av den nu höga inflationen på lönebildningen blir relativt begränsad.

När bolåneräntorna stiger ökar också hushållens räntekostnader, vilket medför att inflationen mätt med KPI blir högre än inflationen mätt med KPIF. Skillnaderna i

prognosen är dock som störst i närtid och mot slutet av prognosperioden är även inflationen mätt med KPI nära 2 procent (se diagram 40).

Diagram 40. KPIF, KPIF exklusive energi och KPI

Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken.

FÖRDJUPNING – Vilken effekt kan åtgärder för att dämpa elpriset få på inflationen?

Till följd av att Ryssland kraftigt begränsat leveranserna av naturgas till Europa har priset på naturgas stigit kraftigt. Detta har, som en följd av hur prissättningen på den europeiska elmarknaden fungerar, även dragit med sig elpriserna till exceptionellt höga nivåer i de flesta länder i Europa, så även i Sverige. På EU-nivå diskuteras nu därför åtgärder som ska frikoppla priset på el från priset på naturgas så att man kan få ner elpriserna. I Sverige och andra länder diskuteras dessutom olika förslag på hur man ska kunna skydda eller kompensera hushåll och företag från de höga elpriserna. Dessa åtgärder kan, om de fångas upp i SCB:s inflationsberäkningar, få en betydande effekt på den uppmätta KPIF-inflationen.

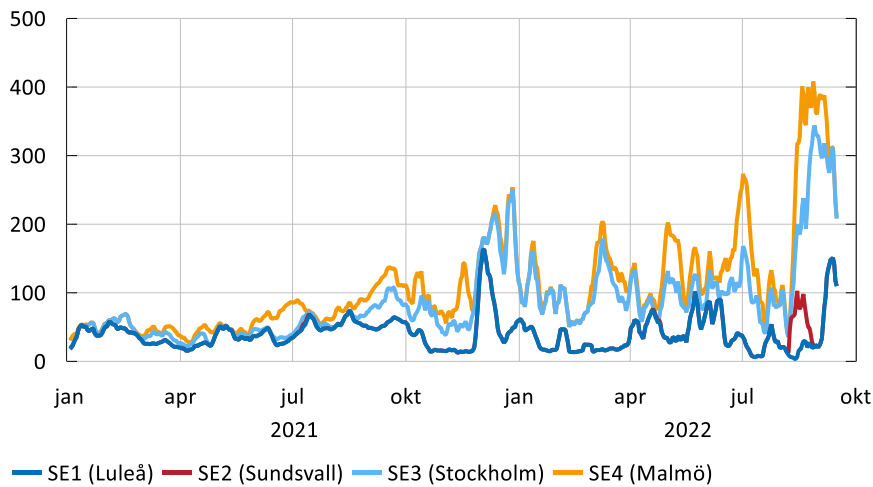
Varför är elpriserna så höga?

Elpriserna har stigit kraftigt runt om i Europa de senaste månaderna och enligt prissättningen på eltermensmarknaden väntas de fortsätta stiga och bli exceptionellt höga under vintern. Det finns flera bidragande orsaker till detta men den dominerande faktorn är att Ryssland kraftigt begränsat sin export av naturgas till Europa, vilket har fått till följd att priset på naturgas har stigit kraftigt. Naturgas är viktig för elproduktionen i många länder i Europa och då den europeiska elmarknaden är gemensam och länderna sammankopplade ”importeras” det höga elpriset även till södra halvan av Sverige. Längst i söder var spotpriset på el i augusti nästan 4 gånger så högt som i augusti förra året, se diagram 41. Detta trots att elproduktionen i Sverige i princip inte har något beroende av naturgas och att det exporteras el från södra Sverige till övriga länder. Elpriserna i norra Sverige har dock än så länge inte påverkats på samma sätt som i den södra delen av landet.

För att förstå hur detta hänger ihop behöver man förstå hur elpriset bestäms i nuvarande prissättningsmodell. Inom EU har man valt ett system där marginalkostnaden för det dyraste produktionsslaget, som krävs för att möta efterfrågan på el, bestämmer priset. Efterfrågan på el är på kort sikt inte särskilt priskänslig då det är svårt att radikalt ändra sin förbrukning på kort tid. Om priset på det dyraste produktionsslaget stiger kraftigt ökar därför priset på el i stort sett samma utsträckning, även om övriga produktionsslag inte har fått ökade kostnader, vilket illustreras i diagram 42.

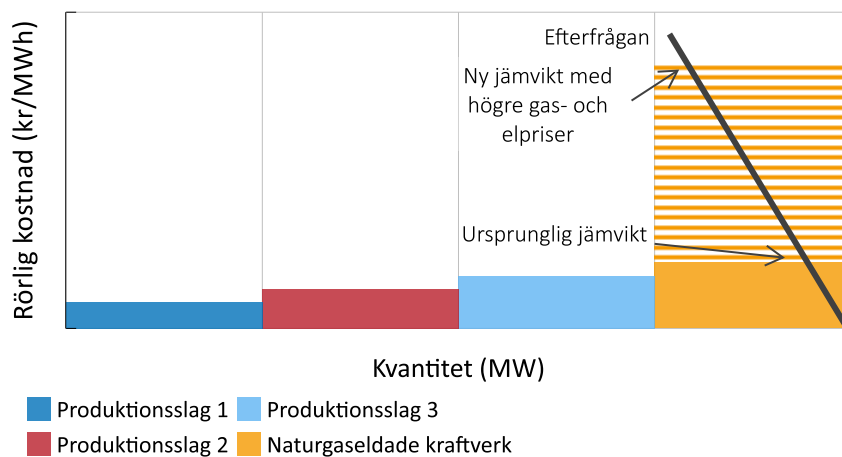
Diagram 41. Spotpriset på el i Sveriges olika elområden

Euro/MWh, 7-dagars glidande medelvärde



Källa: Nordpool.

Diagram 42. Illustration av effekten på elpriset av stigande pris på naturgas



Anm. Diagrammet illustrerar den rörliga kostnaden för olika produktionsslag som tillsammans utgör utbudskurvan för el och hur den skiftar upp när gaspriset stiger. Tillsammans med en relativt prisokänslig efterfrågakurva ger det en ny marknad jämvikt med något lägre elanvändning men kraftigt högre pris.

Källa: Riksbanken.

Den europeiska elmarknaden är uppdelad i olika elprisområden som binds samman med elkablar som kan överföra el mellan områdena. Om det inte finns någon typ av begränsningar i överföringskapacitet mellan olika områden så skulle elpriset i stort sett vara detsamma överallt. Då det i Europa som helhet allt som oftast är kostnaden för elproduktion i naturgaseldade kraftverk som är den dyraste blir det även den som, bortsett från begränsningar i överföringskapacitet, skulle bestämma priset. Detta har blivit tydligt nu när priset på naturgas har stigit kraftigt. Det har inte bara lett till höga elpriser i områden där naturgas är en viktig del i elproduktionen utan även i andra områden, exempelvis södra Sverige, som i princip helt saknar elproduktion som är beroende av naturgas. Anledningen att norra Sverige än så länge inte drabbats av

höga elpriser i samma utsträckning beror på att dessa områden har ett stort överskott av billig elproduktion, i form av vatten- och vindkraft, samtidigt som överföringskapacitet söderut är begränsad. När det inte går att överföra mer el från ett elområde blir det i mångt och mycket en stängd marknad och priset sätts då istället utifrån produktionskostnaden på den lokala marknaden.²¹

Omfattande åtgärder för att sänka elpriset väntas

I många länder i Europa, däribland Sverige, följer elpriset för hushåll och företag i stort svängningarna i grossistmarknadspriset på el.²² Men i flera länder, finns det även olika inslag av administrativt satta priser. Exempelvis har Frankrike ett stort inslag av statligt reglerade tariffer där prisökningstakten över tid är begränsad. För närvarande är den satt till 4 procent per år. Även Storbritannien har ett system med ett tak för det genomsnittliga hushållens årliga kostnad för energi (gas och el). Detta tak revideras regelbundet men medför att stigande marknadspriser inte får ett direkt genomslag på de priser hushållen möter.

För att till viss del mildra effekterna av de höga elpriserna har flertalet länder i Europa, även Sverige, aviserat eller beslutat om stöd till hushåll och företag.²³ Exempelvis har Spanien infört ett tak på priset på naturgas vilket fått ner elpriserna där och Tyskland har lanserat flera stödpaket riktat till hushåll och företag om sammantaget 95 miljarder euro (motsvarande cirka 2,5 procent av BNP).²⁴

På EU-nivå arbetar kommissionen med åtgärder för att gaspriserna ska ha mindre påverkan på elkostnaderna. De har föreslagit att införa ett tak för överskottsintäkterna för de företag som producerar el billigt, snarare än med dyr naturgas. Detta uppskattades kunna medföra intäkter på 140 miljarder euro för medlemsstaterna som kan användas för att stödja hushåll och företag. De arbetar även vidare med andra reformförslag som ytterligare ska minska kopplingen mellan elpriset och priset på naturgas. Energiministrarna från alla EU:s medlemsländer kommer närmast diskutera kommissionens förslag den 30:e september.

I Sverige har i stort sett alla politiska partier kommit med förslag för hur man kan kompensera hushåll och företag för de höga elpriserna som väntas i vinter. Många detaljer kring förslagets utformning är dock fortsatt oklara. Före valet beslutade den dåvarande regeringen att återföra 90 miljarder kronor (cirka 1,5 procent av BNP), som väntas tillfalla Svenska kraftnät i form av kapacitetsavgifter, till hushåll och företag under 2022 och 2023. Kapacitetsavgifterna uppstår när det finns stora flaskhalsar i överföringen av el och att det därmed blir skillnad på elpriset mellan elområden.

²¹ För mer information om hur elmarknaden fungerar, se exempelvis, <https://ei.se/konsument/el/sa-har-fungerar-elmarknaden>.

²² I Sverige går det att binda priset på exempelvis 1 till 3 år men då till priser som reflekteras av priset på grossistmarknaden.

²³ Många länder, däribland Sverige, har även lanserat statliga lånegarantier riktade till elproducenter som kan få brist på likvida medel då de säkerheter de måste ställa till den centrala motparten för handel med elderivat, i Sverige Nasdaq Clearing AB, har ökat kraftigt till följd av höga och volatila elpriser. Dessa åtgärder är inte avsedda att påverka priset på el utan att garantera stabiliteten i handeln med elderivat.

²⁴ För en sammanställning över åtgärder i olika länder, se exempelvis <https://www.bruegel.org/dataset/national-policies-shield-consumers-rising-energy-prices>.

Kapacitetsavgiften utgörs av skillnaden av det pris som köparen betalar i elområdet med högt elpris och det pris som producenten erhåller i elområdet med lägre elpris. Nu när prisskillnaden mellan framför allt södra och norra Sverige är hög samtidigt som stora mängder el överförs från norr till söder har dessa intäkter blivit stora och beräknas i nuläget landa på totalt cirka 90 miljarder för 2022 och 2023. Dessa intäkter brukar i vanliga fall vara små och är tänkta att användas till att förstärka nätet och/eller sänka nätavgifterna men nu överskrider de med råge det som bedömts behövas för dessa behov och kan därför återföras till hushåll och företag. Svenska kraftnät ska enligt beslutet senast 15 november återkomma med förslag på lämplig utformning av stödet.²⁵ Bland övriga förslag finns sänkt eller slopad energiskatt och moms samt att införa ett pristak på el där staten står för en relativt stor andel av kostnaden när elpriset når över en viss nivå. Även här kan det antas att en stor del av finansieringen kommer från kapacitetsavgifter från Svenska kraftnät men även andra finansieringskällor har diskuterats.

Dessa förslag skulle, beroende på hur det utformas, kunna få en relativt stor påverkan på elpriset för hushåll och företag. Exempelvis skulle en slopad moms, allt annat lika, sänka elpriset för hushåll med 20 procent. Sänkt moms bidrar dock inte till lägre kostnader för företag. Effekten av ett pristak är beroende av prisnivån och hur taket är konstruerat men kan potentiellt ha betydligt större påverkan på elpriset än vad man kan få med enbart slopad moms. Exempelvis skulle ett förslag om att hushåll och företag själva betalar endast 25 procent av kostnaden när spotpriset på el överstiger 1 kr/KWh sänka kostnaderna med cirka 25 procent under vintern givet nuvarande marknadsprissättning. Den procentuella kostnadsminskningen blir större (mindre) om elpriset stiger (sjunker) och/eller pristaket sätts lägre (högre).

Vad blir effekten på den uppmätta inflationen

Elprisstödet för vintern 2021-2022 fångades inte i inflationsstatistiken eftersom stödet i mångt och mycket var retroaktivt och inte direkt kopplat till priset på el.²⁶ Hur ett kommande stöd kommer att behandlas i SCB:s inflationsstatistik beror på när beslutet fattas och hur stödet är utformat. Om stödet är konstruerat som någon typ av prisdämpande åtgärd såsom till exempel lägre energiskatt, slopad moms eller pristak kommer det sannolikt att räknas in i KPI om stödets utformning är känt i förväg. Men om stödet är konstruerat som ett inkomststöd så torde det inte inkluderas. Då det ännu är oklart hur stödet kommer utformas har det inte beaktats i Riksbankens prognos.

För att illustrera vilken effekt de olika förslagen kan få på inflationen visas i diagram 43 två beräkningar som utgår från att momsen helt slopas respektive att ett pristak införs där staten står för 75 procent av spotpriset på el över 1 kr/KWh. Dessa beräkningar ska ses som räkneexempel då stödets utformning ännu inte är känt men de ger

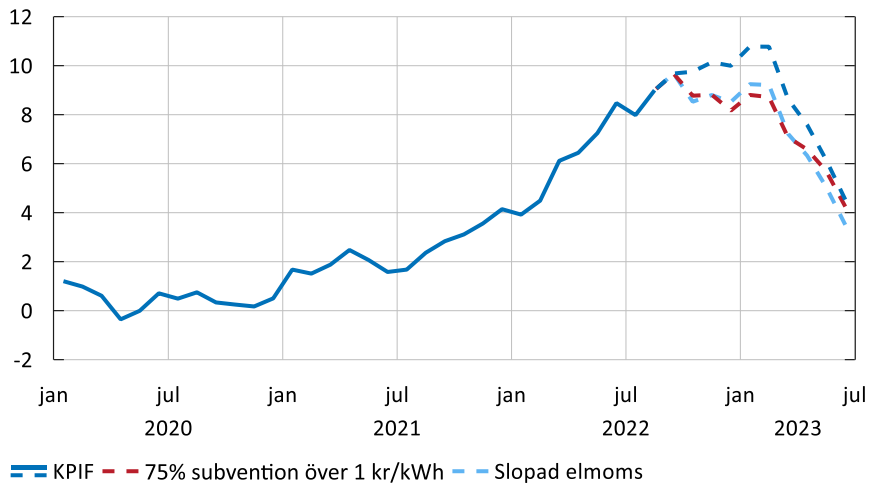
²⁵ Mer om beslutet går att läsa här, <https://www.regeringen.se/regeringsuppdrag/2022/08/uppdrag-att-ansoka-om-att-anvanda-intakter-fran-overbelastning-for-att-finansiera-nodatgarder-for-konsumenter-och-foretag/>.

²⁶ Mer om beslutet går att läsa i SCB:s PM "Hantering av särskild kompensation för höga elpriser i KPI och relaterade mått", som släpptes i samband med publicering av KPI för januari 2022.

en fingervisning av vilka effekter som man kan vänta sig. Beräkningarna utgår från den rådande terminsprisättningen på el, i likhet med Riksbankens inflationsprognoser, och fångar bara den direkta effekten på KPIF från lägre elpriser för hushåll. Det är troligt att ett elprisstöd även kan ge indirekta effekter på inflationen exempelvis genom att företag får lägre produktionskostnader. Men de eventuella effekterna fångas inte här.

Diagram 43. KPIF med olika antaganden om elprisstöd

Årlig procentuell förändring



Anm. Blå heldragen och streckad linje visar utfall och prognos för KPIF. Röd streckad linje visar vad prognosen skulle bli om staten från och med oktober står för 75 procent av kostnaden för ett spotpris på el över 1 kr/kWh. Ljusblå streckad linje visar vad prognosen skulle bli om momsens på el slopas från och med oktober.

Källor: SCB och Riksbanken.

Vid nuvarande prissättning får exemplet med ett pristak störst effekt på inflationen under vintern och drar ned KPIF-inflationen med som mest cirka 2 procentenheter. Effekten är i båda fallen beroende av nivån på elpriset och avtar därför under våren när elpriset åter väntas sjunka. Om elpriset skulle bli högre (lägre) än i detta scenario kommer effekten av elprisstödet på uppmätt inflation bli större (mindre). I detta exempel har stödet implementerats redan från oktober men oavsett när det kommer blir den direkta effekten på den uppmätta inflationen för en given månad densamma. Exempelvis skulle effekten på inflationen i januari vara oberoende av om stödet införs direkt eller om det kommer först i december.

FÖRDJUPNING – De ekonomisk-politiska ramverken underlättar en återgång till målet

Inflationen har varit oväntat hög oväntat länge. Den ligger idag på nivåer som påminner om de under 1970- och 1980-talet. Starten på den internationellt höga inflationen då, med kraftigt ökade energipriser till följd av oroligheter och produktionsstörningar i Mellanöstern, är inte helt olik situationen idag. Jämfört med denna period är dock förutsättningarna att åter kunna bringa ned inflationen till låga nivåer idag väsentligt bättre. Riksbanken har idag ett inflationsmål och kan agera för att dämpa inflationen och de långsiktiga inflationsförväntningarna är bättre förankrade. Centralbankerna har dessutom överlag reagerat tidigare och mer samordnat än på 1970-talet, då inflationsimpulsen från höga oljepriser tilläts sprida sig i ekonomierna och påverka de långsiktiga inflationsförväntningarna.

Inflationen högre och mer varaktig än förväntat

Inflationen har det senaste året blivit betydligt högre och varit hög under längre tid än vad många, Riksbanken inkluderad, väntade sig. Det beror till stor del på omvärldsfaktorer som varit svåra att förutsäga, som pandemin och den ryska invasionen av Ukraina.

Pandemin innebar stora omsvängningar i den ekonomiska aktiviteten i hela världen. Efterfrågan sjönk dramatiskt under våren 2020, men återhämtningen blev också mycket snabb. I USA och Europa sattes stora finans- och penningpolitiska åtgärder in för att stödja hushåll och företag, vilket bidrog till den snabba uppgången i såväl efterfrågan som inflationen.

Under 2021 steg oljepriset successivt på grund av ökad efterfrågan och produktionsbegränsningar. Samtidigt blev leveranserna av naturgas från Ryssland oväntat små, vilket påverkade elpriserna kraftigt i Sverige och övriga Europa. Kriget i Ukraina förvärrade problemen ytterligare. Energipriserna har bidragit till högre inflation delvis via en direkt effekt, eftersom priser på drivmedel och el ingår i de vanliga måtten på inflation. Men det finns också fördröjda, eller indirekta, effekter av prishöjningarna, som är svårare att mäta. Ett exempel är när högre bränslekostnader leder till dyrare transporter och därmed till högre priser på de produkter som transporteras. Företagen har också påverkats av flaskhalsar i transporter, högre råvarupriser och brist på olika insatsvaror.

Att inflationen har ökat beror således i hög grad på utbudsfaktorer, men prisökningarna på energi och råvaror har också spridit sig till andra priser i ekonomin. Den expansiva finans- och penningpolitiken som fördes i många länder i samband med pandemin har stimulerat efterfrågan och bidragit till att återhämtningen efter pandemin blev oväntat stark. I denna miljö har företagen haft möjlighet att i stor utsträckning föra vidare de kraftiga kostnadsökningar som utbudsstörningarna inneburit.²⁷ Eftersom de krafter som pressat inflationen uppåt har varit oväntat starka och varaktiga har prognosfelen blivit stora.²⁸

Inflationen är för tillfället uppe på nivåer som påminner om de under 1970- och 1980-talet, då den genomsnittliga inflationen var 8,3 procent. Syftet med denna fördjupning är att belysa hur förutsättningarna för att åter kunna bringa ned inflationen till en nivå i linje med målet skiljer sig från de under denna period.

Likheter med inflationsuppgången på 1970-talet

Starten på den internationellt höga inflationen under 1970- och 1980-talet är inte helt olik situationen idag. En viktig omständighet var att energipriserna under 1970-talet ökade kraftigt till följd av politiska oroligheter och produktionsstörningar i Mellanöstern, ungefär på samma sätt som energi- och råvarupriser idag har pressats upp i spåren av pandemin och kriget i Ukraina.

En viktig förklaring till den varaktigt höga inflationen under denna period var de förväntningar som ekonomins aktörer hade om inflationen. Om hushåll och företag förväntar sig hög inflation framöver så påverkar detta pris- och lönesättningen i ekonomin. Den inflation som sedan realiserar bekräftar förväntningarna och påverkar i sin tur de uppdaterade förväntningarna om inflationen i framtiden. Den höga inflationen blir på så sätt en självgenererande process.

Ett skäl till att den höga inflationen byggdes in i förväntningarna hos hushåll och företag var att detta inte motverkades i tillräcklig utsträckning av den samlade ekonomiska politiken. I stället blev denna systematiskt alltför expansiv.

Sverige hade under denna tid en fast växelkurs. Tanken var att detta skulle ha en disciplinerande effekt på pris- och lönebildningen, men den inhemska inflationstrenden blev trots det alltför stark. Om svenska priser och löner steg snabbare än i omvärlden förväntade sig ekonomins aktörer att de kostnadskriser och den arbetslöshet som blev resultatet skulle avhjälpas genom att kronans värde skrevs ned, det vill säga att vi devalverade. Genom återkommande devalveringar uppfylldes också de höga

²⁷ I den penningpolitiska rapporten i juni diskuterades huruvida inflationen hade pressats uppåt till följd av att företag hade höjt priserna utöver kostnadsökningarna. Konjunkturen försvagas framöver, så i de fall företagen har ökat marginalerna historiskt så kommer det bli svårare framöver. Regeringen har nyligen gett Konjunkturinstitutet i uppdrag att analysera om priserna förändrats mer än vad som kan motiveras av företagets ökade kostnader under den senaste tiden. Konjunkturinstitutet ska redovisa uppdraget senast den 5 december 2022.

²⁸ För en mer detaljerad analys av de faktorer som har påverkat inflationen det senaste året och Riksbankens prognosfel, se J. Johansson, M. Löf, P. Stockhammar och I. Strid (2022), "Vad förklarar Riksbankens prognosfel för inflationen?", *Staff memo*, juni, Sveriges riksbank.

inflationförväntningarna. Lönebildningen fungerade dessutom dåligt på grund av bristande samordning mellan arbetsmarknadens parter.

Eftersom ambitionen var att hålla en fast växelkurs fanns det inga större möjligheter att dämpa inflationstrenden genom räntehöjningar. Finanspolitiken var heller inte tillräckligt stram. Denna ekonomiska miljö var en grogrund för varaktigt hög inflation. Medan inflationstrenden i exempelvis USA bröts i samband med en omläggning av penningpolitiken i början av 1980-talet, så bröts den i Sverige först i samband med krisen i början av 1990-talet och de förändringar i de ekonomisk-politiska ramverken som denna föranledde.

Bättre institutionella förutsättningar idag

De ramverk som infördes efter 1990-talskrisen har visat sig fungera väl när det gäller att hantera kriser, som den globala finanskrisen för drygt tio år sedan. När det gäller att komma till rätta med hög inflation sätts de dock nu på prov på allvar för första gången. Förutsättningarna är emellertid idag annorlunda än på 1970- och 1980-talet. Till skillnad från då är växelkursen idag rörlig och det finns ett inflationsmål som Riksbanken har i uppdrag från riksdagen att uppnå. Detta har stor betydelse för förväntningarna. Att den globala inflationen skulle stiga så snabbt och mycket var svårt att förutse och motverka. Men förväntningarna på inflationen på några års sikt verkar vara relativt väl i linje med målet. De tycks visserligen för närvarande ligga något över 2 procent, men i ljuset av den mycket höga faktiska inflationen måste de betraktas som väl förankrade. Medan det inte fanns något egentligt trovärdigt ankare för inflationen under 1970- och 1980-talet finns ett sådant alltså idag.

Det finanspolitiska ramverk som sjösattes efter 1990-talskrisen har gjort att de svenska offentliga finanserna numera är i gott skick. Detta har ökat marknadens tilltro till Sveriges förmåga att hålla ordning på sina räkenskaper och finanspolitiken befaras inte längre, såsom var fallet under 1970- och 1980-talet, i sig vara en bidragande orsak till ihållande hög inflation.

Vidare fungerar lönebildningen numera betydligt bättre än vad som tidigare var fallet, mycket som ett resultat av Industriavtalet och inflationsmålet. Det fungerar som en inbyggd broms i systemet och minskar risken för pris-lönespiraler, vilket är viktigt både för att stabilisera konjunktursvängningarna och hålla inflationförväntningarna nära målet.

Sammanfattningsvis är förutsättningarna goda för att undvika långvarigt hög inflation och att få inflationen att återgå till målet relativt snart. Att ramverk numera är väl utformade är en stor fördel, men det krävs också att ekonomisk-politiska beslutfattare och andra aktörer agerar inom ramen för dem. Riksbankens uppgift är, liksom andra centralbankers, att föra inflationen tillbaka till målet och förhindra att den höga inflationen införlivas i förväntningarna hos ekonomins aktörer. De räntehöjningar som krävs kommer att bli kännbara för hushåll och företag. Men om penningpolitiken agerar på ett sätt som förhindrar att inflationen biter sig fast i förväntningarna, såsom var fallet på 1970- och 1980-talet, gynnar detta i längden svensk ekonomi.

Kostnaden för att värna inflationsmålet blir också lägre när ekonomins aktörer samspelar på ett bra sätt. I ett läge med vikande konjunktur men samtidigt alltför hög inflation kan finanspolitiska åtgärder underlätta för särskilt drabbade grupper. Detta kan visserligen innebära att styrräntan behöver höjas något mer för att inflationsmålet ska kunna upprätthållas, men en sådan policymix kan ändå vara motiverad utifrån ett samhällsekonomiskt perspektiv. Det viktiga är att finanspolitiken inte innebär breda efterfrågestimulanser, som på ett uppenbart sätt gör det svårare att nå inflationsmålet, riskerar att bidra till att långsiktiga inflationsförväntningar justeras upp och gör så att styrräntan behöver höjas mycket kraftigt. Lönebildningen kan å sin sida underlätta genom att ha ett fortsatt långsiktigt perspektiv som utgår från att den höga inflationen är tillfällig och att inflationen relativt snart är tillbaka vid målet.

Viktigt att inflationsmålet nås

Dagens höga inflation har ställt Riksbanken och andra centralbanker inför utmaningar som de inte ställts inför på länge. Samtidigt är förutsättningarna goda för att klara dessa utmaningar. Centralbanker har under lång tid haft till uppgift att hålla inflationen låg och stabil och de långsiktiga inflationsförväntningarna är bättre förankrade än under tidigare perioder med hög inflation. I kombination med att faktorer som tillfälligt har pressat upp inflationen minskar i betydelse talar detta för att inflationen relativt snart kommer att börja sjunka ned mot målet (se fördjupningen "Vad talar för att inflationen sjunker tillbaka nästa år").

Den långa perioden med låg och stabil inflation har varit gynnsam för svensk ekonomi. Det är därför viktigt att värna förtroendet för inflationsmålet och inte låta den höga inflationen idag påverka de ekonomiska aktörernas långsiktiga inflationsförväntningar. Om inflationen inte utvecklas som Riksbanken nu prognostiserar utan visar tecken på att vara fortsatt hög kommer penningpolitiken att anpassas ytterligare.

FÖRDJUPNING – Vad talar för att inflationen sjunker tillbaka nästa år?

Flera faktorer talar för att inflationen sjunker relativt snabbt under prognosperioden. Centralbankerna agerar nu på många håll kraftfullt för att dämpa effekterna av inflationsimpulserna. Dessutom väntas de faktorer som under en tid pressat upp den allmänna prisnivån successivt avta i betydelse. Det gäller exempelvis råvarupriserna, som redan har fallit tillbaka. Detta bör efter hand slå igenom även på konsumentpriserna. Osäkerheten kring energipriserna är dock betydande i dagsläget, även om terminsmarknaden indikerar en nedgång. Om energipriserna i stället fortsätter att stiga kan detta dämpa nedgången i inflationen och samtidigt göra att ekonomin i Sverige och omvärlden utvecklas svagare.

En förenklad tankeram

Syftet med denna fördjupning är att förklara varför det i dag finns skäl att förvänta sig att inflation inte biter sig fast på den nuvarande höga nivån, utan relativt snabbt faller tillbaka. Inflationen uppgår idag till 9,0 procent men väntas enligt Riksbankens prognos sjunka tillbaka till nära 2 procent 2024, givet att penningpolitiken stramas åt på det sätt som prognosen indikerar. En förenklad tankeram som gör det lättare att resonera kring inflationen i svensk ekonomi framöver kan se ut så här:

Inflationen kan delas upp i olika delar. En är *internationella prisökningar på vissa produkter*, till exempel energi och vissa livsmedel. Dessa påverkas ofta av utbudsfaktorer, till exempel kriget i Ukraina, men även av samtida och förväntad framtida efterfrågan.²⁹ Detta är egentligen fråga om förändringar i priset på vissa produkter relativt priset på andra.

En annan del är *inflationen i omvärlden* i vidare bemärkelse, eller den internationella inflationen. I samband med pandemin sjösatte många länder, inte minst USA, omfattande stimulanspaket. Detta bidrog till att efterfrågan i ekonomierna ökade och gjorde att inflationsimpulsen från de höga energi- och råvarupriserna lättare spreds till andra delar av ekonomin. Hög internationell inflation påverkar den svenska inflationen via exempelvis högre importpriser.

En tredje del är den inflation som främst genereras på de *svenska inhemska marknaderna*. Ett exempel är prisökningar i tjänstesektorn. Det är denna del av inflationen som Riksbankens penningpolitik främst kan påverka, genom att dels påverka efterfrågan i ekonomin, dels förväntningarna om inflationen framöver. Om förtroendet för

²⁹ Förväntningar om efterfrågan kan till exempel påverka oljepriset.

inflationens målet upprätthålls bidrar detta också till att förankra förväntningarna på den svenska arbetsmarknaden och förhindra pris- och lönespiraler.

De två första delarna kan Riksbanken inte påverka direkt. Däremot kan *genomslaget* på inflationen i Sverige av internationella prisökningar och hög inflation i omvärlden påverkas av penningpolitiken via dess effekter på växelkursen. Och prisökningar på världsmarknaden för vissa produkter till följd av störningar på utbudssidan, som olika typer av flaskhalsproblem, kan dämpas och reverseras om dessa flaskhalsar löses upp.

Den internationella inflationen påverkas av centralbankernas penningpolitiska respons mer generellt. Världens centralbanker har reagerat kraftfullt och ungefär samtidigt under den här inflationsuppgången. Det faktum att styrräntor överlag är på väg uppåt bidrar till att hålla inflationen nere globalt.

Energipriserna började stiga från låga nivåer redan under andra halvåret 2020 och under de senaste ett och ett halvt åren har prisökningstakten varit exceptionellt hög. Under 2021 och speciellt 2022 har också många livsmedels- och övriga varupriser bidragit till inflationsuppgången. Under fjolåret började även vissa tjänstepriser höjas mer än vanligt. Inflationen har stigit betydligt snabbare än väntat och uppgången är bred. Vad talar då för att de här priskomponenterna ska öka långsammare framöver?

Indikatorer tyder på att prisökningstakten dämpas

För att inflationen ska bli lika hög 2023 krävs att priserna ökar lika snabbt de nästkommande tolv månaderna som de har gjort under det senaste året. För att inflationen ska bli permanent högre krävs alltså att prisnivån inte bara blir högre utan också följer en brantare trend framöver än tidigare. Man kan säga att prisbildningen i det sistnämnda fallet, med en permanent stigande inflation, behöver förändras mer fundamentalt.³⁰ I Riksbankens prognos minskar istället inflationen förhållandevis snabbt. Det beror inte på att priserna väntas sluta stiga utan på att de inte bedöms stiga lika mycket som de har gjort under det senaste året. Det beror i sin tur på att effekterna från vissa utbudsfaktorer klingar av och att inflationen i omvärlden dämpas. Vidare antas att penningpolitiken anpassas så att en inhemsk genererad pris-lönespiral undviks.

Elpriset i Sverige, som började stiga tydligt redan under fjolåret, har nu nått exceptionellt höga nivåer. Prisutvecklingen kan förklaras av en mängd olika utbudsfaktorer, men huvudförklaringen är att den europeiska elmarknaden är tätt sammanlänkad och att flera länder på kontinenten har ett stort beroende av naturgas.³¹ Samtidigt har oljepriset fallit tillbaka och drivmedelspriserna har blivit något lägre än väntat jämfört med bedömningen i den penningpolitiska rapporten i juni. Den utvecklingen kan också förklaras av internationellt bestämda utbuds- och efterfrågefaktorer. Även om prisnivåerna förblir höga antas ökningstakten i energipriserna avta i början av 2023, i linje

³⁰ För en diskussion om detta se faktarutan "Sambandet mellan prisnivå och inflationstakt" i *Peningpolitisk rapport*, september 2021, Sveriges riksbank.

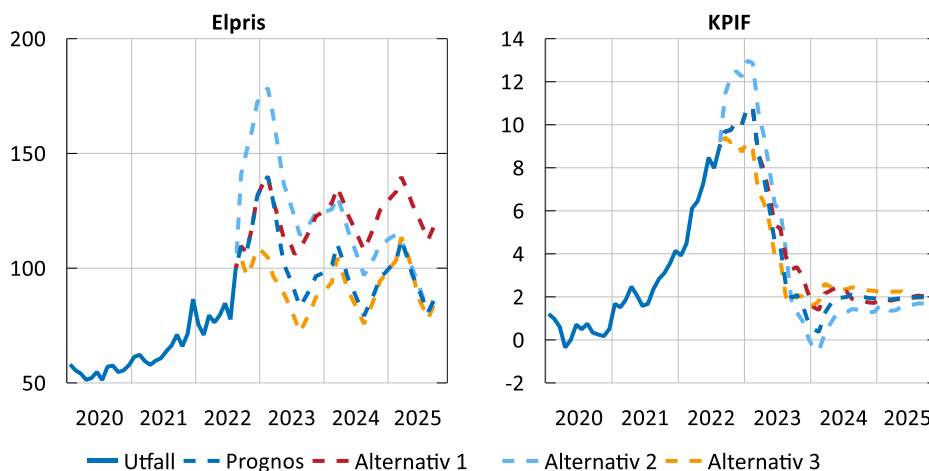
³¹ För en diskussion om varför elpriserna är så höga se fördjupningen "Vilken effekt kan åtgärder för att dämpa elpriset få på Inflationen?" i den här rapporten.

med prissättningen på terminsmarknaderna (se diagram 38). Det i sin tur innebär att energipriserna successivt bidrar mindre till inflationstakten från och med våren 2023.

Osäkerheten om utvecklingen av elpriset är extremt stor just nu. Den pågående krisen på energimarknaden är en faktor som kan leda till en helt annan utveckling än den terminspriserna just nu pekar på. I diagram 44 nedan visas effekten på KPIF-inflationen om elpriset utvecklas enligt tre alternativa scenarier. I alternativ 1 antas elpriserna stiga i linje med huvudscenariot fram till och med första kvartalet 2023. Därefter antas elprisnivån ligga relativt konstant under resten av prognosperioden, bortsett från säsongsmässiga variationer. I alternativ 2 stiger elpriset betydligt snabbare fram till första kvartalet 2023 för att sedan nå samma nivå som i huvudscenariot mot slutet av prognosperioden. I alternativ 3 stiger inte elpriset lika snabbt under det närmaste halvåret och ligger därefter ungefär oförändrat under resten av prognosperioden. I diagrammet visas också Riksbankens prognos. I samtliga fall, förutom alternativ 3, stiger KPIF-inflationen ytterligare under 2022, men toppar på olika nivåer. Likaså dämpas inflationen under 2023, men lägstanivån under ingången av 2024 skiljer sig åt i de olika alternativen.

Diagram 44. Effekter på KPIF-inflationen under olika antaganden om elpriset

Index, 2022-08-01 = 100 (vänster) och årlig procentuell förändring (höger)



Anm. Blå heldragen linje avser utfall, streckad blå linje avser Riksbankens prognos.

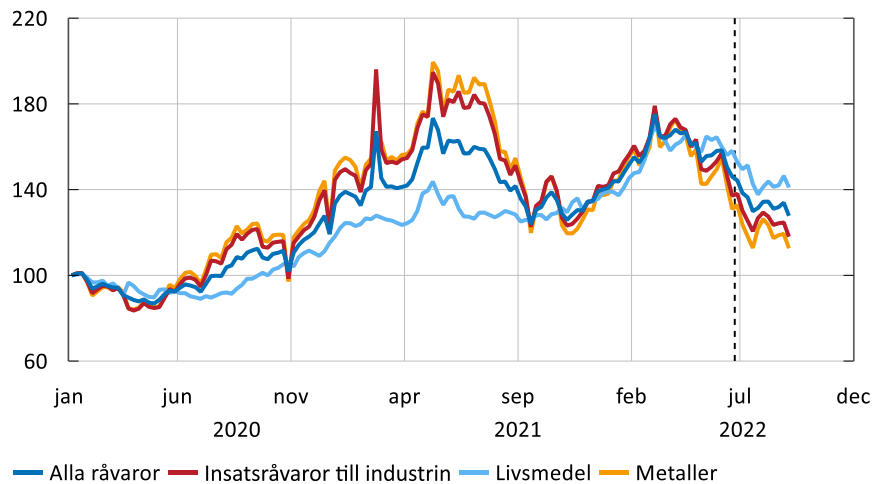
Källor: SCB och Riksbanken.

Liksom för energi har priser på livsmedel påverkats av mer internationellt bestämda utbudsfaktorer som sämre skördar för vissa råvaror till följd av extremväder, svår torka i delar av Europa, högre kostnader för bland annat energi och Rysslands invasion av Ukraina. Ökningstakten i livsmedelspriserna väntas stiga ytterligare några månader innan den dämpas under inledningen av 2023 (se diagram 36). De livsmedelsrelaterade råvarupriserna, som priser på spannmål, har sjunkit ganska tydligt och de procentuella månadsförändringarna i livsmedelspriserna i producentledet har också dämpats något, även om de fortsatt är större än normalt (se diagram 45 och diagram 46). Att råvarupriserna sjunker och priserna i producentledet nu ökar i en något långsammare takt borde innebära att priserna i konsumentledet också kan förväntas öka

långsammare framöver, även om det kan ta lite tid.³² Men, liksom i bedömningen av energipriserna är osäkerheten större än vanligt. Framför allt gäller det omfattningen av de indirekta effekterna om störningarna på energimarknaden blir mer utdragna och fler klimatrelaterade störningar inträffar. Många svenska lantbrukare och livsmedelsproducenter har redan nu pressade marginaler. Ytterligare höjningar av el- och bränslepriser kommer att sätta tydliga spår i verksamheten och prissättningen.

Diagram 45. Råvarupriser

Index, 2020-01-07 = 100



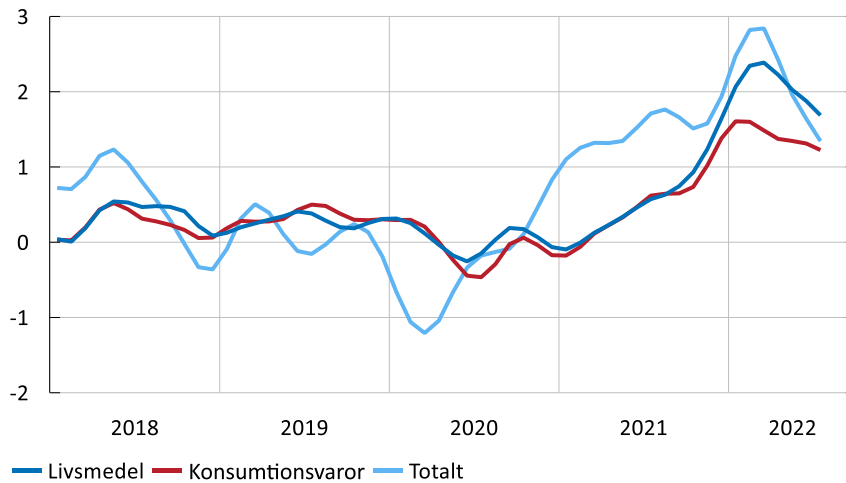
Anm. Den streckade linjen markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i juni.

Källa: The Economist.

³² Priserna i producentledet kan vara bundna av kontrakt, vilket i sin tur kan fördröja genomslaget till konsumentledet. Se bland annat artikel i Dagens Nyheter den 1/9, <https://www.dn.se/ekonomi/globala-matpriserna-faller-tillbaka-pa-normala-nivaer/>.

Diagram 46. Priser i producentled

Utjämnade procentuella månadsförändringar



Anm. Här visas månatliga procentuella förändringar av den skattade trendcykeln för de olika serierna. Trendcykeln är framtagen i säsongrensningsprogrammet X12 och kan ses som en mer utjämnad säsongrensad serie där även tidsseriens slumpterm har filtrerats bort. Samtliga serier avser ITPI (prisindex för inhemsk tillgång).

Källor: Riksbanken och SCB.

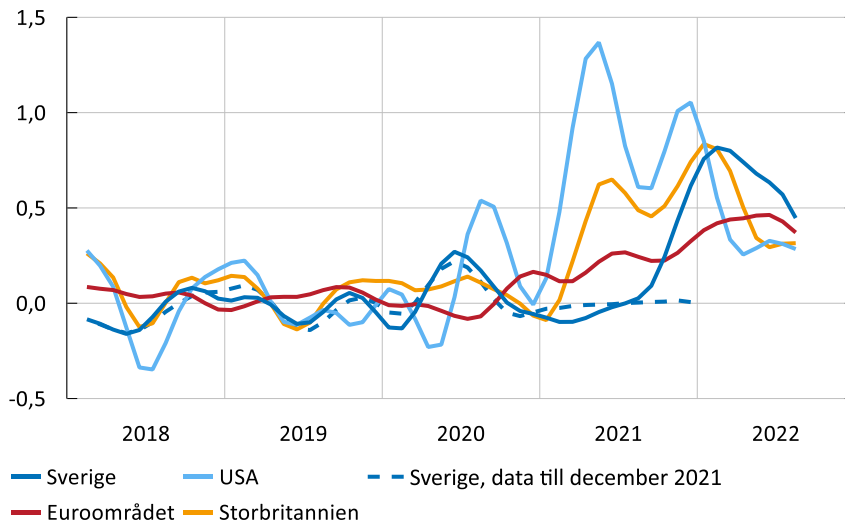
I diagram 47 visas utjämnade procentuella månadsförändringar för varupriser exklusive livsmedel i olika länder och regioner. Resultaten tyder på att varupriserna började öka snabbare, jämfört med åren innan, i USA och i Storbritannien redan under 2021. I Sverige började de månatliga prisförändringarna öka något senare och uppgången skedde från mycket låga nivåer (se diagram 47). Sådana här vändpunkter är ofta mycket svåra att datera i realtid. Själva utjämningsmetoden, som är grov och ger en förenklad bild, kan också bli missvisande när man försöker tolka den historiska utvecklingen, speciellt de sista observationerna. Till exempel tycks varupriserna i Sverige stiga relativt snabbt redan under andra halvåret 2021 enligt den utjämnade serien (se heldragen blå linje i diagram 47). Om man bara använder den data som fanns till hands då den penningpolitiska rapporten i februari publicerades fångar metoden inte upp någon vändpunkt överhuvudtaget under fjolåret (se streckad blå linje i diagram 47).

Prisuppgången på varor kan sannolikt förklaras av vissa utbudsfaktorer, som till exempel högre transportkostnader och brist på insatsvaror i kombination med prisimpulser kopplade till en stark internationell efterfrågan. Man kan säga att det är en blandning av del 1 och 2 av inflationen enligt den enkla tankeramen ovan. Även om resultatet skall tolkas med försiktighet tyder det på att de månatliga prisökningarna har dämpats, speciellt i USA och Storbritannien, men också i Sverige. Om inga ytterligare utbudsstörningar uppstår, bör detta vara en indikation på att de största prisjusteringarna på varor redan kan ha genomförts. Men risken för högre energipriser,

och en ny våg av kostnadsökningar och indirekta effekter, skapar osäkerhet kring den bedömningen.³³

Diagram 47. Procentuella månadsförändringar för varupriser

Utjämnade procentuella månadsförändringar



Anm. Här visas månatliga procentuella förändringar av den skattade trendcykeln för de olika serierna. Trendcykeln är framtagen i säsongrensingsprogrammet X12 och kan ses som en mer utjämnad säsongrensad serie där även tidsseriens slumpterm har filtrerats bort.

Källor: SCB och Riksbanken.

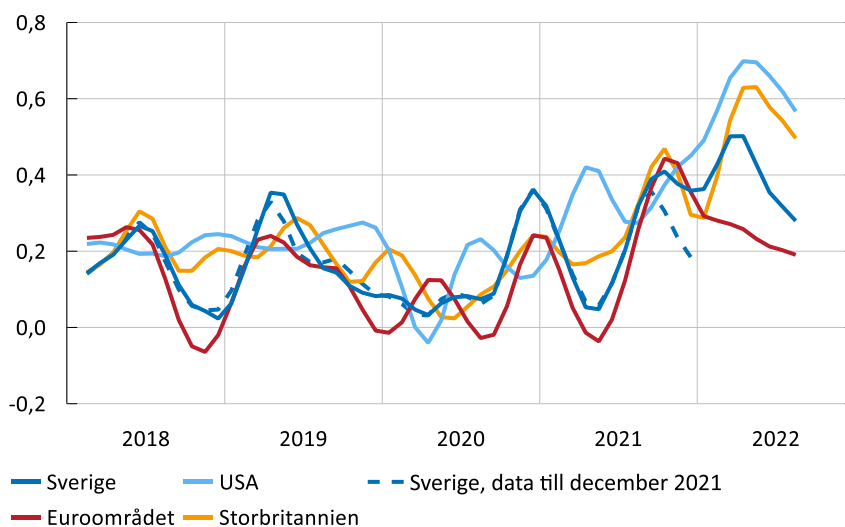
Pandemin har fått tjänstepriserna att variera ovanligt mycket. När olika restriktioner infördes höll de tillbaka prisutvecklingen på tjänster, till exempel hotell och restaurang. När restriktionerna sedan lättade innebar det att efterfrågan på tjänster ökade snabbt och priserna steg. Flera företag har också upplevt svårigheter att åter- eller nyrekrytera personal, som under pandemin bytt bransch eller skolat om sig. Vidare har branschen mött högre kostnader generellt.³⁴ Tjänstepriserna väntas dock inte stiga lika snabbt framöver. Dels antas en lägre efterfrågan, tillsammans med en stramare penningpolitik, bidra till en lägre prisökningstakt framöver. Kostnaderna väntas inte heller stiga lika snabbt framöver. Liksom för varor exklusive livsmedel har de månatliga prisökningarna för tjänster i konsumentledet dämpats något i USA och i Storbritannien, men ännu tydligare i Sverige och i euroområdet (se diagram 48). Sammantaget finns det indikatorer som talar för att priserna inte kommer stiga lika mycket som de har gjort under den senaste tiden.

³³ Riksbanken har tidigare analyserat hur svenska konsumentpriser utvecklas över tid i förhållande till motsvarande priser i omvärlden. Se fördjupningen "Mycket talar för hög inflation i år och nästa år" i *Penningpolitisk rapport*, april 2022, Sveriges riksbank.

³⁴ Se till exempel "Hittar man en komponent, är det en annan som saknas", *Riksbankens företagsundersökning*, september 2021, Sveriges riksbank.

Diagram 48. Procentuella månadsförändringar tjänstepriser

Utjämnade procentuella månadsförändringar



Anm. Här visas månatliga procentuella förändringar av den skattade trendcykeln för de olika serierna. Trendcykeln är framtagen i säsongrensingsprogrammet X12 och kan ses som en mer utjämnad säsongrensad serie där även tidsseriens slumpterm har filterats bort.

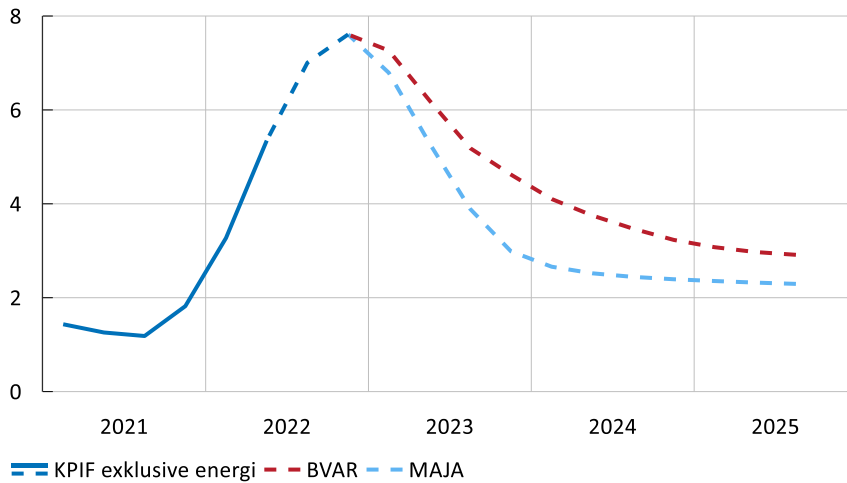
Källor: SCB och Riksbanken.

Bedömningen att inflationen ska sjunka under nästa år stöds även av framskrivningar från olika modeller som Riksbankens brukar använda i prognosarbetet. I diagram 49 nedan visas två sådana modellprognoser som båda tar avstamp i Riksbankens bedömning av inflationen och den realekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden för i år. Modellen som benämns MAJA indikerar att inflationen ska falla tillbaka något snabbare, medan tidsseriemodellen BVAR genererar en prognos som ligger högre under prognosperioden.³⁵ Enligt MAJA förklaras nedgången i inflationen i huvudsak av att negativa utbudsstörningar, som också bidragit till att pressa upp inflationen, klingar av successivt under nästa år. Långsiktiga inflationsförväntningar som faller tillbaka relativt långsamt enligt modellen, tillsammans med en svagare växelkurs bidrar istället till att bromsa inflationsnedgången. I BVAR-modellen är det främst den gradvis lägre inflationen i omvärlden som driver nedgången i inflationen i Sverige. Att tidsseriemodellen pekar på en högre inflationsnivå än MAJA framöver beror på att de skattade parametrarna i BVAR påverkas i större utsträckning av den senaste tidens snabba uppväxling av inflationen.

³⁵ MAJA är en så kallad dynamisk stokastisk allmän jämviktsmodell som tar hänsyn till Sveriges utlandsberoende medan BVAR är en enklare tidsseriemodell. I BVAR ingår 8 inhemska variabler (arbetslöshet, sysselsättning, BNP, löner, KPIF, KPIF exklusive energi, real växelkurs och styrränta) tillsammans med 3 omvärldsvariabler (handelsvägd BNP, inflation och policyränta). Framskrivningen i BVAR-modellen baseras på exogena prognoser för omvärldsvariablerna. Prognoserna för omvärlden har alltså tagits fram utanför själva modellen i det fallet. För en presentation av MAJA se V. Corbo, och I. Strid, (2020), "MAJA: a two-region DSGE model for Sweden and its main trading partners", *Working Paper No. 391*, Sveriges riksbank och för BVAR se J. Iversen, S. Laséen, H. Lundvall och U. Söderström, (2016), "Real-Time Forecasting for Monetary Policy Analysis: The Case of Sveriges Riksbank", *Working Paper 16/318*, Sveriges riksbank.

Diagram 49. Modellprognoser för KPIF-inflationen exklusive energi

Årlig procentuell förändring



Anm. Blå heldragen och streckad linje avser Riksbankens prognos för KPIF exklusive energi. Modellprognoserna tar avstamp från bedömningen fram till och med kvartal 4 2022.

Källor: SCB och Riksbanken.

Riksbanken bedömer att inflationen sjunker relativt snabbt under nästa år

Sammantaget talar flera faktorer för att inflationen sjunker relativt snabbt redan under nästa år. Det är inte ett uttryck för att priserna slutar stiga utan för att de inte väntas stiga lika mycket som de har gjort under det senaste året. Det är i sin tur ett kombinerat resultat av att effekterna från vissa utbudsfaktorer klingar av, att inflationen i omvärlden dämpas och att penningpolitiken anpassas så att en inhemsk genererad pris-lönespiral undviks.

Osäkerheten kring prognosen är dock betydande i dagsläget. Ett exempel är utvecklingen av energipriserna, där terminsmarknaden indikerar en nedgång. Om energipriserna i stället fortsätter att stiga kan detta leda till en ny våg av kostnadsökningar och indirekta effekter som i sin tur kan dämpa nedgången i inflationen.

FÖRDJUPNING – Högre räntekänslighet i den svenska ekonomin

Räntekänsligheten i den svenska ekonomin har ökat trendmässigt de senaste trettio åren. Hushållen har lånat allt mer till sina bostadsköp över tid. Dessutom är räntebindningstiden på bolånen kort. När styrräntan höjs påverkas kassaflöden för hushåll med lån, samtidigt som lägre bostadspriser begränsar låneutrymmet för bolånetagare. Bland företagen är det framför allt i den kommersiella fastighetssektorn som skuldsättningen och räntekänsligheten har ökat.

Riksbankens analyser visar att den ökade skuldsättningen bland hushållen har gjort att penningpolitiken nu har ett större genomslag på efterfrågan i ekonomin. Styrräntan behöver inte höjas lika mycket för att få samma åtstramande effekt på ekonomin som tidigare, vilket är en viktig aspekt att beakta i de penningpolitiska besluten.

Hög skuldsättning ökar ekonomins räntekänslighet

Enligt traditionell ekonomisk teori påverkar penningpolitiken efterfrågan i ekonomin huvudsakligen genom att påverka den reala räntan och avvägningen mellan konsumtion idag och i framtiden. Den traditionella penningpolitiska analysen baseras på ett representativt hushåll, men modernare analys har alltmer betonat även andra kanaler och att hushåll skiljer sig åt. Man kan förenklat tänka sig två typer av hushåll: å ena sidan låntagare och å andra sidan sparare. Låntagarna antas ha en högre konsumtionsbenägenhet än spararna på grund av kreditbegränsningar, vilket gör att deras konsumtion påverkas mer av inkomst- och ränteförändringar. När räntan ändras sker en inkomstöverföring mellan låntagare och sparare – en så kallad *kassaflödeseffekt*.³⁶ Att den totala konsumtionen påverkas beror på att låntagarnas konsumtionsbenägenhet är högre. Om låntagarna dessutom är högt skuldsatta och har kort räntebindningstid på sina lån blir effekterna större och kommer snabbare. Eftersom räntan påverkar bostadspriserna kan den också påverka hushållens möjlighet att konsumera genom att ta lån med bostaden som säkerhet – en så kallad *lånesäkerhetseffekt*.³⁷ Denna effekt blir större om låntagarna är högt skuldsatta i förhållande till bostadens värde.

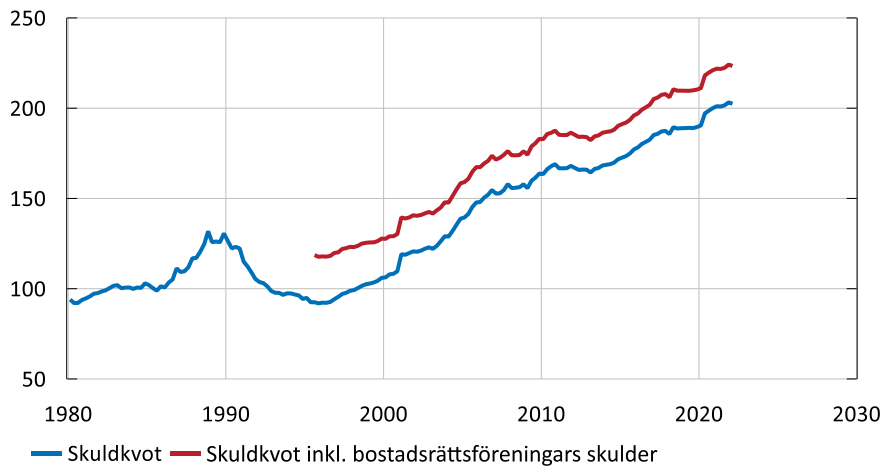
³⁶ För en beskrivning och uppskattning av kassaflödeseffekter på svenska data, se exempelvis P. Gustafsson, M. Hesselman och B. Lagerwall (2017), "Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av högre räntor?", *Staff memo*, december, Sveriges riksbank och M. Flodén, M. Kilström, J. Sigurdsson och R. Vestman (2021), "Household Debt and Monetary Policy: Revealing the Cash-Flow Channel", *The Economic Journal*, 131 (636).

³⁷ Se exempelvis K. Walentin (2016), "Housing collateral and the monetary transmission mechanism", *Scandinavian Journal of Economics*, 116 (3).

Riksbanken analyserar sedan en lång tid den ökade räntekänsligheten i den svenska ekonomin, bland annat eftersom den påverkar effekterna av penningpolitiken.³⁸ Skulderna bland de svenska hushållen har ökat trendmässigt under decennier (se diagram 50). Hushåll som bor i bostadsrätt har även indirekta skulder via bostadsrättsföreningarnas lån. Riksbanken har också återkommande påtalat risker förknippade med de ökade skulderna. De är höga i såväl ett historiskt som internationellt perspektiv.

Diagram 50. Hushållens skulder

Procent av årlig disponibel inkomst



Anm. Hushållens totala skulder som andel av deras disponibla inkomster summerade över de senaste fyra kvartalen. Före september 2010 har bostadsrättsföreningarnas skulder skattats utifrån lån från bostadsinstitut.

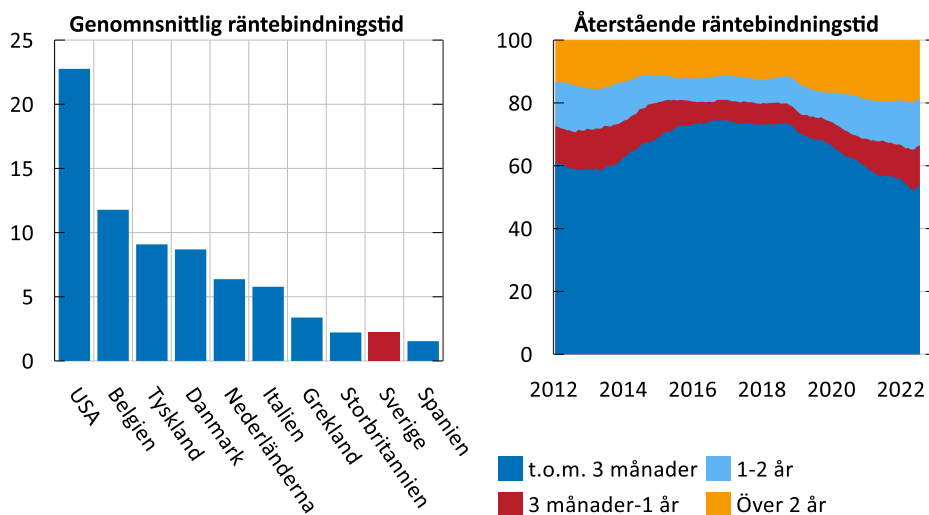
Källor: SCB och Riksbanken.

Jämfört med många andra länder är räntebindingstiden mycket kort i Sverige. Andelen bolån med rörlig ränta steg från under 10 procent 1996 till cirka 60 procent 2015. Även om andelen bundna lån av de totala lånen har ökat något på senare tid har ungefär 80 procent av lånen en återstående räntebindingstid på 2 år eller mindre (se diagram 51). Det här gör att ränteförändringar påverkar hushållens efterfrågan i ekonomin mer och snabbare. Och det gäller både jämfört med de flesta andra länder och jämfört med tidigare perioder då Riksbanken ändrat räntan.

³⁸ Se J. Johansson, B. Lagerwall och H. Lundvall (2011), "Större andel rörliga bolån – hur påverkas penningpolitikens genomslag?", Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden, Sveriges riksbank; fördjupningen "Hushållens räntekänslighet", i *Penningpolitisk rapport*, oktober 2014, Sveriges riksbank; P. Gustafsson, M. Hesselman och B. Lagerwall (2017), "Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av högre räntor?", *Staff Memo*, december, Sveriges riksbank; fördjupningen "Hur påverkas hushållen av stigande räntor?", i *Penningpolitisk rapport*, december 2017, Sveriges riksbank samt fördjupningen "Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av stigande räntor?", i *Penningpolitisk rapport*, december 2018, Sveriges riksbank.

Diagram 51. Genomsnittlig räntebindningstid i olika länder samt återstående räntebindningstid för hushåll på totala lån från MFI

Antal år (vänster) respektive procent (höger)



Anm. Värdena är beräknade som viktade medelvärden av intervallgenomsnitt, se C. Badarinza, J.Y. Campbell och T. Ramadorai (2018), "What Calls to ARMs? International Evidence on Interest Rates and the Choice of Adjustable-Rate Mortgages", *Management Science* 64. Genomsnitten avser perioden 2003–2013 för merparten av länderna. Den genomsnittliga räntebindningstiden för Sverige är beräknad med rörlig ränta definierad som 3 månader och två ytterligare intervall (3 månader till 5 år och över 5 år); för beräkningen för Sverige, se U. Holmberg, H. Janzén, L. Oscarius, P. van Santen och E. Spector (2015), "En analys av räntebindningstiden på svenska bolån", *Ekonomiska kommentarer nr 7*, Sveriges Riksbank. Källor: Badarinza m.fl. (2018), SCB och Riksbanken.

Också företagens skulder har ökat över tid. Diagram 52 illustrerar effekten på den svenska företags- och hushållssektorn av högre räntor. För företagssektorn är det svårt att göra en prognos för räntekvoten, eftersom företagen lånar via flera finansieringskällor och använder sig av räntederivat. Uppskattningar av Riksbanken från i våras indikerade att en uppgång i det allmänna ränteläget med 3 procentenheter skulle göra att räntekvoten är tillbaka på ungefär de nivåer som rådde kring 2012, då styrräntan var mellan 1 och 2 procent. Det tyder på att företagen överlag inte är särskilt räntekänsliga.³⁹ Man bör ha i åtanke att nämnaren i företagets räntekvot, alltså rörelseresultatet, kan sjunka i ett försämrat konjunkturläge och bidra till att räntekvoten stiger mer än vad som framgår i diagram 52.⁴⁰ Det finns också stora skillnader mellan olika företag och branscher. Som vi kommer att se längre fram är de kommersiella fastighetsbolagen särskilt räntekänsliga.

I den högra bilden i diagram 52 ser vi att då styrräntan stiger i enlighet med Riksbankens prognos kommer hushållens räntekvot om tre år att vara i paritet med nivåerna i mitten av 1990-talet, då styrräntan var över 8 procent. Den höga räntekänsligheten tillsammans med att hushållens konsumtion utgör ungefär hälften av

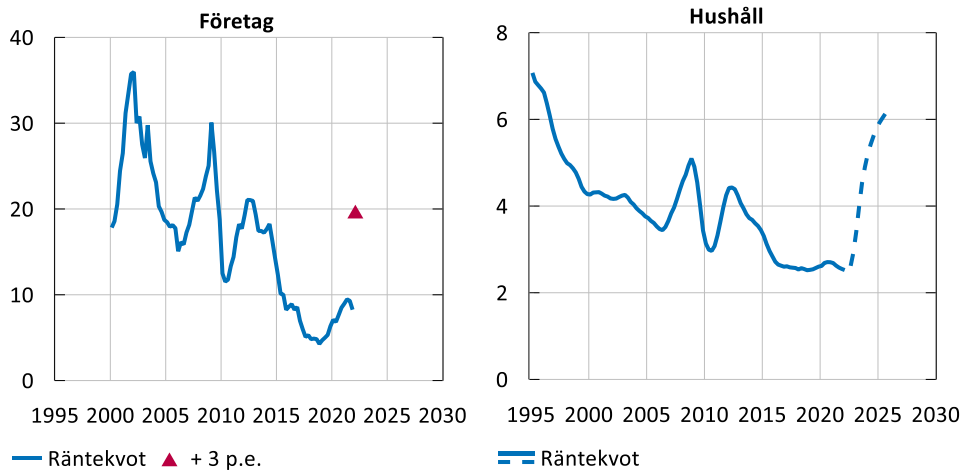
³⁹ Se *Finansiell stabilitet*, 2022:1, Sveriges riksbank.

⁴⁰ I scenariot med stigande ränta antas rörelseresultatet vara oförändrat.

BNP är förklaringar till att så mycket av den tidigare analysen fokuserat på just hushållens situation. Även denna fördjupning ägnas till största delen åt hushållen, även om företagens räntekänslighet också diskuteras.

Diagram 52. Företagens och hushållens räntekvot i Sverige

Procent



Anm. För företagen är räntekvoten beräknad som räntekostnader efter ränteavdrag i förhållande till rörelseresultat, för alla icke-finansiella företag. I scenariot med högre ränta antas rörelseresultatet vara oförändrat. För hushållen är räntekvoten beräknad som hushållens ränteutgifter som andel av deras disponibla inkomst och utgår från att alla kan nyttja 30 procentens ränteavdrag. De disponibla inkomsterna är uttryckta som fyra kvartals glidande summa. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Konsekvenser för hushåll och företag när räntan stiger

Högt skuldsatta bolånetagare får stora negativa kassaflödeseffekter...

Bakom den aggregerade skuldkvoten på cirka 200 procent döljer sig mycket stora skillnader mellan hushållen, bland annat beroende på var i landet de bor och om de äger sin bostad.⁴¹ Cirka hälften av hushållen i Sverige har bolån, och bland dem är skuldkvoten nästan dubbelt så hög som för hushållssektorn som helhet. Allt fler nya bolånetagare har också skuldsatt sig mycket i relation till sina inkomster (se diagram 53).⁴² Nästan 60 procent har belånat sig mer än 300 procent av bruttoinkomsten, motsvarande ungefär 400 procent av den disponibla inkomsten. Att hushållen är mer skuldsatta betyder att kassaflödeseffekten blir större än tidigare när Riksbanken höjer räntan. För högt skuldsatta bolånetagare kan konsumtionsutrymmet minska påtagligt när räntan stiger i linje med Riksbankens prognos (se diagram 53).

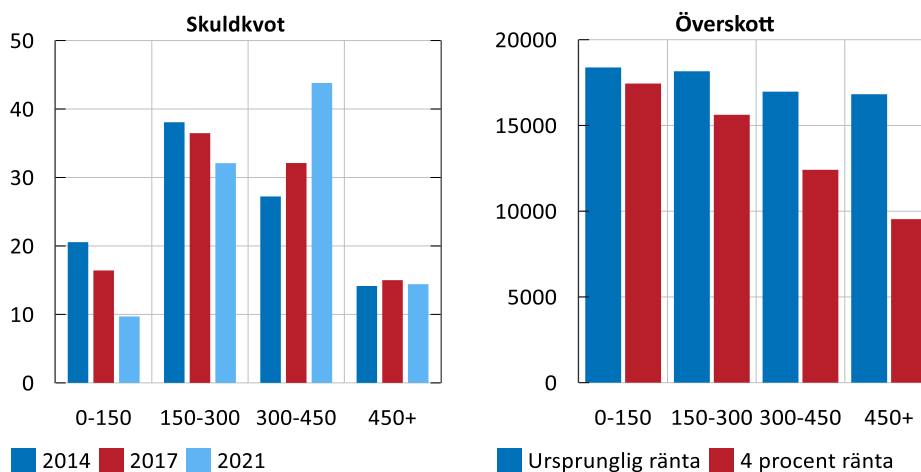
⁴¹ Se S. Laséen (2022), "Hushållens skuldsättning och penningpolitik: ett regionalt perspektiv", *Staff memo*, september, Sveriges riksbank samt P. van Santen och D. Ölcer (2017), "Hushållens skuldsättning: ett regionalt perspektiv", *Ekonomiska kommentarer* nr 3, Sveriges riksbank.

⁴² Se *Den svenska bolånemarknaden 2022*, april 2022, Finansinspektionen. Nya bolånetagare avser hushåll som köper bostad, utökar sitt bolån eller byter bank.

I och med att räntebindningstiden är så kort bland svenska bolånetagare sker också genomslaget snabbt, vilket framgår i diagram 52.

Diagram 53. Andel av nya bolånetagare med viss skuldkvot över tid samt månadsöverskott vid ursprunglig ränta hösten 2021 och 4 procents ränta

Procent (vänster) respektive kronor (höger)



Anm. Grafen till vänster avser skuldkvot beräknad med bruttoinkomst, det vill säga inkomst före skatt, för nya lån (bolån för bostadsköp, tilläggs lån och bankbyte). I grafen till höger visar storleken på staplarna medianen av månadsöverskottet vid en KALP-kalkyl med ursprunglig boränta hösten 2021, som uppgick till 1,38 procent i genomsnitt, samt en uppskattning vid 4 procent bolåneränta, vilket ungefär motsvarar Riksbankens prognos för hushållens bo-ränta för tredje kvartalet 2025. Beräkningarna inkluderar även övriga lån, och räntan på dessa antas också stiga. Uppskattningen är en interpolering utifrån beräkningarna i Finansinspektionens bolånerapport 2022.

Källor: Finansinspektionen och Riksbanken.

...och får minskat låneutrymme när bostadspriserna sjunker

När Riksbanken höjer styrräntan påverkas även bostadspriserna. Att bostadspriserna sjunkit den senaste tiden, och förväntas fortsätta göra det i Riksbankens prognos, hänger ihop med att hushållen både möter högre bolåneräntor i närtid och har reviderat upp sina förväntningar om räntenivån på längre sikt.⁴³ De sjunkande bostadspriserna har i sin tur en effekt på hushållens konsumtion via lånesäkerhetseffekten.

Många av de nya bolånetagarna är hushåll som utökar lånen på sin befintliga bostad för att finansiera till exempel konsumtion och renovering av bostaden.⁴⁴ Trots att priserna stigit kraftigt under lång tid har många nya bolånetagare en hög skuld mätt som andel av bostadens värde, alltså en hög belåningsgrad (se diagram 54). Det gör att utrymmet för att ta nya lån kan begränsas kraftigt vid sjunkande bostadspriser.

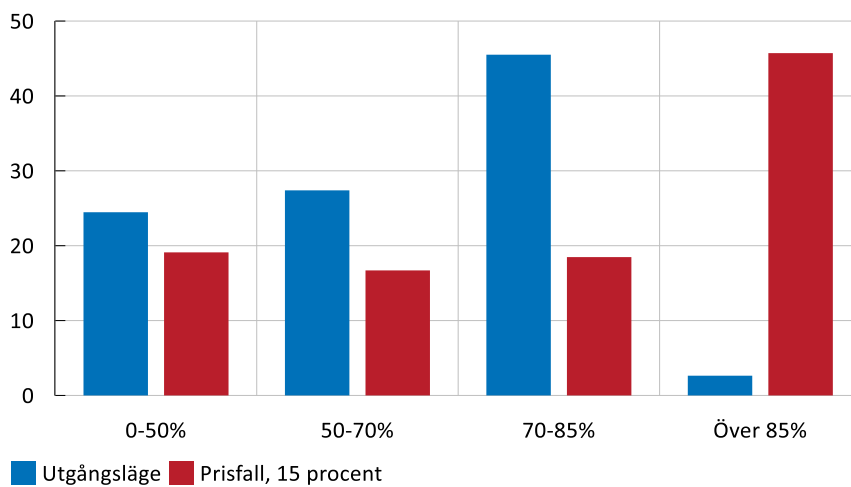
⁴³ För en diskussion om sambandet mellan ränteförväntningar och bostadspriser, se J. Almenberg, M. Ankarhem, K. Blom och T. Jansson (2022), "Bostadspriser och ränteförväntningar", *Ekonomiska kommentarer* nr 10, Sveriges riksbank.

⁴⁴ Se *Den svenska bolånemarknaden, 2022*, Finansinspektionen; J. Li, P. van Santen och X. Zhang (2020), "Home equity extraction activities in Sweden", Staff Memo, maj, Sveriges riksbank samt R. Emmanuelsson, G. Katinic och E. Spector (2018), "Utvecklingen på bostadsmarknaden och dess bidrag till hushållens skulder", *Ekonomiska kommentarer* nr 14, Sveriges riksbank.

I diagram 54 visas att ett prisfall på 15 procent jämfört med hösten 2021, vilket är i linje med Riksbankens prognos, gör att ungefär 45 procent av de nya bolånetagarna får en belåningsgrad över 85 procent och därmed slår i bolånetaket. Att sjunkande bostadspriser påtagligt kan begränsa möjligheterna att belåna bostaden kan öka penningpolitikens genomslag på konsumtionen framöver. Det är samtidigt viktigt att framhålla att belåningsgraden är lägre för stocken av samtliga bolånetagare än för nya sådana, eftersom bostadspriserna tidigare steg under en lång period.⁴⁵ Även dessa hushåll får dock ett minskat låneutrymme enligt samma mekanismer då bostadspriserna faller.

Diagram 54. Fördelning av belåningsgrader bland nya bolånetagare 2021

Procent



Källa: Finansinspektionen.

Bolånetagare påverkas överlag mer än andra hushåll när räntorna stiger. Konjunkturinstitutets barometerundersökning visar att det är villaägare som har blivit mest pessimistiska kring sin ekonomiska situation den närmaste framtiden och när det gäller inköp av kapitalvaror (se diagram 55).⁴⁶ Ny analys från Riksbanken indikerar också att köpen av personbilar påverkas mer av högre räntor i kommuner där hushållens skuldsättning är hög.⁴⁷

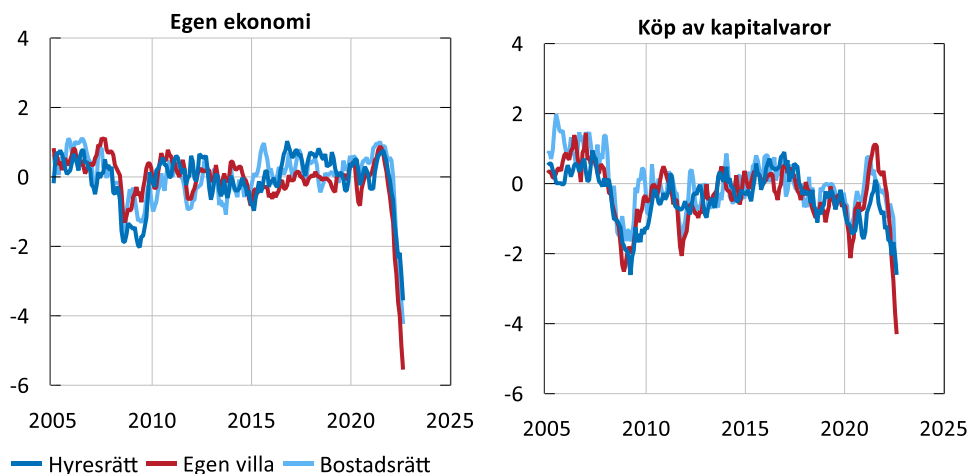
⁴⁵ Enligt Finansinspektionens bolåneundersökning från 2022 är den genomsnittliga belåningsgraden i stocken av bolånetagarna 53 procent, att jämföra med 64,5 procent bland de nya bolånetagarna i urvalet.

⁴⁶ En tänkbar förklaring är att villaägare sedan tidigare har lagt en betydligt större andel av sin disponibla inkomst på boendeutgifter än bostadsrättsägare; se *Den svenska bolånemarknaden, 2022*, Finansinspektionen. Det minskar marginalerna för att möta exempelvis stigande räntor. Ytterligare en tänkbar förklaring är att villaägare även påverkas mycket av exempelvis stigande energipriser.

⁴⁷ Se S. Laséen (2022), "Hushållens skulder och penningpolitik: ett regionalt perspektiv", Staff Memo, september, Sveriges riksbank.

Diagram 55. Hushållens syn på sin egen ekonomi om 12 månader och köp av kapitalvaror, uppdelat på bostadstyp

Standardiserade data, medelvärde = 0, standardavvikelse = 1



Anm. Graferna visar 3 månaders glidande medelvärden.

Källa: Konjunkturinstitutet.

Att det saknas aktuella mikrodata över hushållens tillgångar och sparande försvårar bedömningen av hur hushållens konsumtion kommer att reagera då räntorna stiger. Ett sätt att hantera stigande räntor för hushållen är att använda sitt sparande. Även om hushållssektorn som helhet har ett betydande innehav av likvida tillgångar tyder uppskattningar på att det är mycket ojämnt fördelat.⁴⁸ Riksbanken har under lång tid efterlyst aktuella mikrodata över hushållens skulder och tillgångar, inte minst för att bättre förstå olika kanaler från penningpolitiken till hushållens konsumtionsbeslut.

Den ökande skuldsättningen bland företagen drivs av kommersiella fastighetsbolag

Som vi såg i diagram 52 förefaller inte räntekänsligheten i företagssektorn som helhet vara anmärkningsvärt hög, sett till de direkta effekterna på räntekostnaderna. Hushållens höga räntekänslighet kan däremot påverka företagen indirekt genom förändringar i efterfrågan.

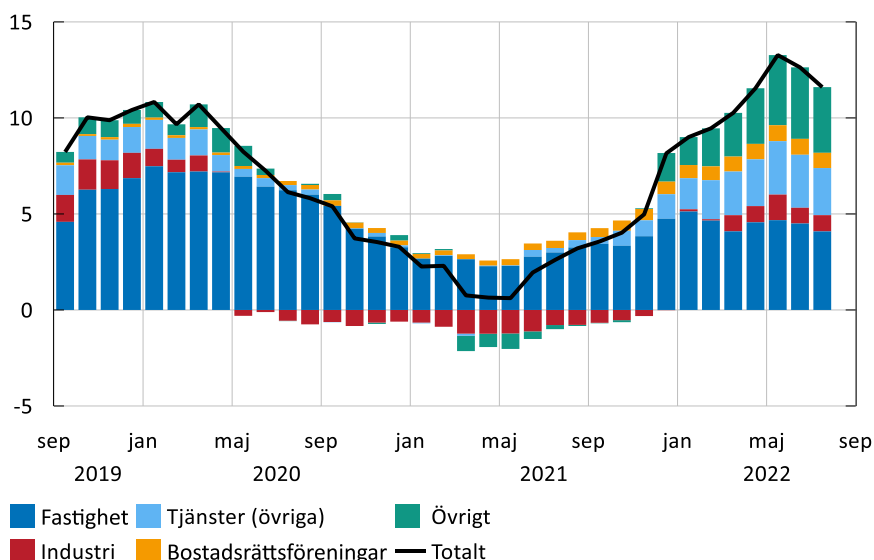
I företagssektorn utmärker sig fastighetsbolagen påtagligt.⁴⁹ De är mer skuldsatta än övriga företag överlag och har drivit mycket av den ökade skuldsättningen bland företagen de senaste åren (se diagram 56). Ökningen har skett både via banklån och marknadsfinansiering i form av räntebärande värdepapper. Många fastighetsbolag påverkas därför mycket av stigande räntor. Riksbankens analys från i våras tyder på att fastighetsbolagen skulle se sin räntekvot stiga från 25 till 60 procent om ränteläget stiger med 3 procentenheter. Det är betydligt högre nivåer än för företagssektorn som helhet (se diagram 52).

⁴⁸ Se exempelvis M. Andersson och R. Vestman (2021), "Svenska hushålls likvida tillgångar", FI-analys 28, Finansinspektionen.

⁴⁹ Se exempelvis *Finansiell stabilitet* 2022:1, Sveriges riksbank.

Diagram 56. Tillväxt i företagens skulder uppdelat på bransch

Årlig procentuell förändring respektive procentenheter



Anm. Linjen avser årlig procentuell förändring av företagens totala lån (lån från MFI och emitterade företagsobligationer och företagscertifikat). Staplarna avser respektive branschbidrag i procentenheter till den totala skuldutvecklingen. "Övrigt" är branscherna transport, hotell, restaurang, handel, bygg och energi. Definitioner av branscher är hämtade från Krita-databasen.

Källa: SCB (KRITA och SVDB).

Fastighetsbolagen kan komma att behöva anpassa sin verksamhet till följd av att räntorna stiger de kommande åren.⁵⁰ Det kan de bland annat göra genom minskade investeringar i befintliga eller nya fastigheter, främst hyres- och kontorsfastigheter. Stigande räntor kan också, i kombination med stramare kreditvillkor och en försvagad konjunktur, leda till att värdet på bolagens fastigheter faller och att resultatet försämrar. I och med att de svenska bankerna har stora exponeringar mot fastighetsbolagen kan eventuella problem bland dessa bolag påverka den finansiella stabiliteten kraftigt negativt.⁵¹ Problem i fastighetsbolagen kan leda till ökade kreditförluster i de svenska bankerna och minskade kapitalnivåer, vilket i sin tur kan få konsekvenser för kreditförsörjningen i ekonomin. I förlängningen skulle en sådan utveckling få stor betydelse för såväl makroekonomin som penningpolitiken.

Penningpolitiska slutsatser – räntehöjningar har större effekt än tidigare

En slutsats av att räntekänsligheten i ekonomin trendmässigt har ökat under de senaste trettio åren är att penningpolitiken fått ett allt större genomslag och att det

⁵⁰ Se *Finansiell stabilitet* 2022:1, Sveriges riksbank.

⁵¹ Detta har uppmärksammats av både Riksbanken och Finansinspektionen. I januari 2020 beslutade Finansinspektionen att höja kapitalkraven för bankernas utlåning till kommersiella fastigheter.

behövs mindre ränteförändringar för att uppnå samma stabiliseringspolitiska effekt jämfört med tidigare. Men hur stor är den kvantitativa betydelsen?

Diagram 57 baseras på ny analys från Riksbanken och visar effekten på hushållens konsumtion av en räntehöjning för olika delperioder som är sorterade efter den genomsnittliga skuldkvoten.⁵² Skuldkvoten är i dagsläget ungefär 200 procent, vilket är högre än den genomsnittliga skuldkvoten för den sista delperioden i diagrammet som är 170 procent. En grov uppskattning utifrån sambandet i diagrammet tyder på att en höjning av styrräntan med en procentenhet i dagsläget medför att konsumtionen dämpas ungefär dubbelt så mycket som för 15 år sedan då skuldkvoten var runt 150 procent. Även om de här resultaten inte kan visa att den större konsumtions-effekten till fullo orsakats av en högre skuldsättning bland hushållen finns det goda argument för detta från andra studier.⁵³ Högt skuldsatta hushåll har alltså fått en allt större betydelse för den penningpolitiska transmissionen.⁵⁴

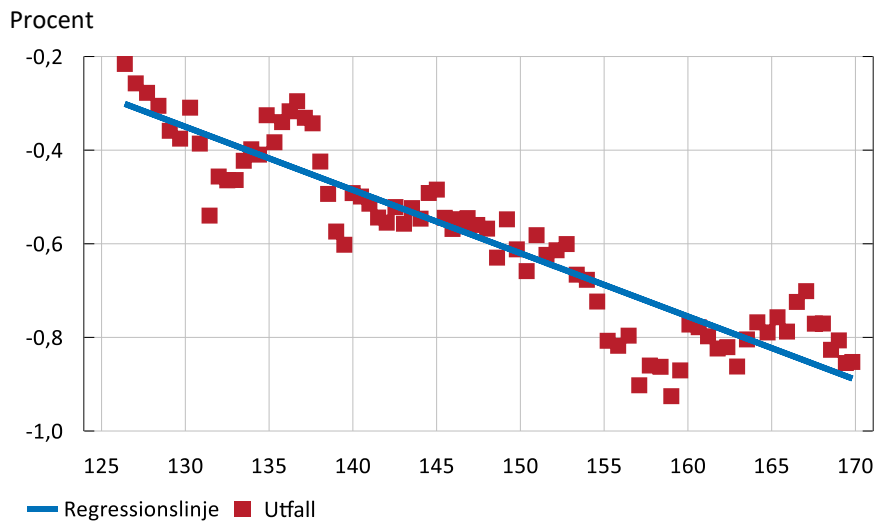
Sammantaget tyder Riksbankens analys på att styrräntan inte behöver höjas lika mycket som tidigare för att få samma åtstramande effekt på ekonomin. Även om styrräntan väntas stiga mycket på kort sikt är uppgången sett till hela räntecykeln ändå relativt begränsad i ett historiskt perspektiv.

⁵² Se P. Stockhammar, I. Strid och T. Tornese (2022), "Hur har konsumtionens räntekänslighet förändrats när skuldkvoten har stigit?", *Ekonomisk Kommentarer* nr 9, Sveriges riksbank.

⁵³ Se exempelvis D. Finocchiaro, M. Jonsson, C. Nilsson och I. Strid (2016), "Samhällsekonomiska effekter av att minska hushållens skuldsättning", *Penning- och Valutapolitik*, 2016:2, Sveriges riksbank samt P. Di Casola och J. Iversen (2019), "Monetary policy with high household debt and low interest rates", *Staff Memo*, October, Sveriges riksbank.

⁵⁴ En ny studie från Riksbanken visar också att räntehöjningar påverkar disponibelinkomsterna och antalet nyregistrerade bilar mer i kommuner med relativt högt skuldsatta hushåll. Se S. Laséen (2022), "Hushållens skuldsättning och penningpolitik: ett regionalt perspektiv", *Staff memo*, september, Sveriges riksbank.

Diagram 57. Skattad effekt på hushållens konsumtion av en styrräntehöjning med 1 procentenhet vid olika nivåer på skuldkvoten



Anm. Y-axeln visar maximal effekt på konsumtionen efter en styrräntehöjning med en procentenhet. Modellen skattas för 81 delperioder mellan 1996kv1 och 2019kv4. X-axeln visar genomsnittlig skuldkvot för delperioden.

Källa: P. Stockhammar, I. Strid och T. Tornese (2022), "Hur har konsumtionens räntekänslighet förändrats över tid?", Ekonomiska kommentarer nr 9, Sveriges riksbank.

Prognostabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Styrränteprogno

Procent, kvartalsmedelvärden

	2022kv2	2022kv3	2022kv4	2023kv3	2024kv3	2025kv3
Styrräntan	0,16 (0,16)	0,82 (0,76)	1,90 (1,36)	2,53 (1,94)	2,47 (2,01)	2,35

Källa: Riksbanken.

Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

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

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

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 3. BNP och efterfrågan

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

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

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 4. Produktion och sysselsättning

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

* Procent av arbetskraften

** Procentuell avvikelse från Riksbankens bedömda potentiella nivåer

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

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

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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken.

Tabell 6. Internationella prognoser

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2020	2021	2022	2023	2024
Euroområdet	0,12	0,47	-6,2 (-6,5)	5,2 (5,3)	3,2 (2,9)	0,2 (1,7)	1,5 (1,7)
USA	0,16	0,09	-3,4 (-3,4)	5,7 (5,7)	1,7 (2,5)	0,8 (1,6)	1,7 (1,5)
Kina	0,19	0,09	1,8 (1,7)	8,6 (8,5)	3,3 (4,0)	4,9 (5,2)	5,0 (5,1)
KIX-vägd	0,75	1,00	-4,7 (-4,8)	5,6 (5,6)	2,7 (2,7)	1,1 (2,0)	2,0 (2,2)
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	-3,1 (-3,1)	6,1 (6,1)	3,1 (3,3)	2,9 (3,3)	3,4 (3,4)

Anm. Kalenderkorrigerade tillväxttakter. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen för 2022 enligt IMF. KIX-vikter avser vikter i Riksbankens kronindex (KIX) för 2022. 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)	2,6 (2,6)	8,1 (7,3)	5,3 (3,2)	2,1 (2,0)
USA	1,2 (1,2)	4,7 (4,7)	8,1 (7,8)	3,9 (3,6)	2,4 (2,4)
KIX-vägd	1,1 (1,1)	3,1 (3,1)	7,6 (7,0)	4,5 (3,3)	2,3 (2,3)

	2020	2021	2022	2023	2024
Styrränta i omvärlden, procent	-0,3 (-0,3)	-0,3 (-0,3)	0,5 (0,3)	2,4 (2,0)	2,3 (2,0)
Råoljepris, USD/fat Brent	43,3 (43,3)	70,7 (70,7)	100,9 (109,2)	88,5 (100,8)	81,4 (89,6)
Svensk exportmarknad	-7,9 (-8,0)	9,1 (9,1)	6,3 (6,4)	2,0 (3,4)	3,5 (3,7)

Anm. Styrränta i omvärlden avser en sammanvägning av styrräntor i USA, euroområdet, Norge och Storbritannien. I euroområdet har dagslåneräntan ESTR ersatt EONIA som referensränta sedan 2022-01-01.

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
Riksbankens styrränta	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,7 (0,6)	2,5 (1,9)	2,5 (2,0)
10-årsränta	0,0 (0,0)	0,3 (0,3)	1,5 (1,5)	2,1 (2,2)	2,4 (2,4)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	118,5 (118,5)	114,3 (114,3)	119,9 (119,7)	119,3 (119,8)	117,4 (118,2)
Offentligt finansiellt sparande, procent av BNP	-2,8 (-2,7)	-0,1 (-0,3)	0,7 (-0,1)	0,0 (-0,1)	-0,3 (-0,3)

Källor: SCB och Riksbanken.



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK

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