

# Penningpolitisk rapport

April 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 penningpolitik<sup>1</sup>. Rapporten innehåller en beskrivning av de framtida inflations- och konjunkturutsikterna baserad på den penningpolitik som Riksbanken för närvarande anser är väl avvägd.

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

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

---

Direktionen fattade beslut om den penningpolitiska rapporten den 27 april 2022. Rapporten går att ladda ned i pdf format på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se) där det också finns mer information om Riksbanken.

---

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

# Penningpolitiken i Sverige

---

## Penningpolitisk strategi

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

## Beslutsprocessen

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

## Presentation av penningpolitiskt beslut

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

# Innehållsförteckning

1	Penningpolitik för att värna inflationsmålet	6
1.1	Internationella priser stiger snabbt	7
1.2	Penningpolitiken behöver stramas åt för att inflationen ska återgå mot målet	11
1.3	Beredskap att anpassa penningpolitiken om inflationsutsikterna ändras	17
1.4	Många osäkerhetsfaktorer omgärdar även konjunkturutsikterna	19
	FAKTA – Riksbanken reformerar styrsystemet	23
	FAKTA – Riksbankens ekonomiska resultat påverkas av ränteförändringar	24
2	Högre räntor och stramare finansiella förhållanden på välfungerande marknader	25
2.1	Högre inflationsförväntningar och stor osäkerhet	25
2.2	Högre förväntad reporänta bidrar till dyrare lån för hushåll och företag	34
3	Snabbt stigande priser i världsekonomin	38
3.1	Den ryska invasionen dämpar den ekonomiska utvecklingen och spår på inflationen	38
3.2	BNP-tillväxten i Sverige bromsar in, men sysselsättningsgraden är rekordhög	46
	FAKTA – Länkade data av Arbetskraftsundersökningarna	60
	FÖRDJUPNING – Mycket talar för hög inflation i år och nästa år	61
	FÖRDJUPNING – Ekonomiska konsekvenser av kriget i Ukraina	69
	Prognostabeller	79

## I KORTHET – Penningpolitiken april 2022



Världsekonomin påverkas fortfarande av den stora störningen som pandemin inneburit. Nu tillkommer **Rysslands invasion av Ukraina**. Kriget har orsakat ett stort mänskligt lidande och drivit miljontals människor på flykt. De ekonomiska konsekvenserna syns i **nya störningar i globala värdekedjor, förvärrade leveransproblem och ökad osäkerhet** om tillgången på flera viktiga råvaror. Högre priser på energi och livsmedel pressar upp inflationen ytterligare i ett läge då prisökningstakten i flera länder redan är hög.



KPIF-inflationen uppgick till 6,1 procent i mars vilket är den högsta nivån sedan i början av 1990-talet. Förra årets inflationsuppgång förklarades till stor del av snabba prisökningar på el och drivmedel, men **sedan det penningpolitiska beslutet i februari har inflationen även bortsett från energipriserna blivit betydligt högre än väntat**. Utfallen pekar på att uppgången nu är bred.



Penningpolitiken kan inte påverka råvaru- eller fraktpriser. Det är därför oundvikligt att ökningstakten i konsumentpriserna på till exempel energi, livsmedel och vissa varor förblir hög under ännu en tid. Men Riksbanken kan agera med penningpolitiken för att motverka att den höga inflationen biter sig fast i pris- och lönebildningen. **Direktionen har därför beslutat att höja reporäntan från 0 till 0,25 procent**. Prognosen för reporäntan innebär att den höjs ytterligare två till tre gånger i år och ligger något under 2 procent i slutet av prognosperioden. Direktionen har också beslutat att sänka takten i köpen av värdepapper under andra halvåret så att innehavet börjar minska. Med denna penningpolitik väntas inflationen sjunka tillbaka under nästa år och från 2024 vara nära 2 procent.



# 1 Penningpolitik för att värna inflationsmålet

---

Världsekonomin påverkas fortfarande av den stora störning som pandemin inneburit. Nu tillkommer Rysslands invasion av Ukraina. Kriget har orsakat ett stort mänskligt lidande och drivit miljontals människor på flykt. De ekonomiska konsekvenserna syns i nya störningar i globala värdekedjor, förvärrade leveransproblem och ökad osäkerhet om tillgången på flera viktiga råvaror. Högre priser på energi och livsmedel pressar upp inflationen ytterligare i ett läge då den redan är hög i flera länder.

KPIF-inflationen uppgick till 6,1 procent i mars vilket är den högsta nivån sedan i början av 1990-talet. Förra årets inflationsuppgång förklarades till stor del av snabba prisökningar på energi, men sedan det penningpolitiska beslutet i februari har inflationen även bortsett från energipriserna blivit betydligt högre än i Riksbankens prognos. Utfallen tyder på att uppgången nu är bred.

Penningpolitiken kan inte påverka att råvaru- eller fraktpriser är höga. Det är därför oundvikligt att ökningstakten i konsumentpriserna på till exempel energi, livsmedel och vissa varor förblir hög under ännu en tid. Men Riksbanken kan agera med penningpolitiken för att motverka att den höga inflationen biter sig fast i pris- och lönebildningen. Direktionen har därför beslutat att höja reporäntan från 0 till 0,25 procent. Prognosen för reporäntan innebär att den höjs ytterligare två till tre gånger i år och ligger något under 2 procent i slutet av prognosperioden. Direktionen har också beslutat att sänka takten i köpen av värdepapper under andra halvåret så att innehavet börjar minska. Med denna penningpolitik väntas inflationen sjunka tillbaka under nästa år och från 2024 vara nära 2 procent. Riksbanken anpassar penningpolitiken efter den ekonomiska utvecklingen och är beredd att höja reporäntan snabbare om det behövs för att säkerställa att inflationen återförs till inflationsmålet.

---

## 1.1 Internationella priser stiger snabbt

### **Ökad osäkerhet och snabbt stigande priser i spåren av pandemin och kriget i Ukraina**

Pandemin har efter drygt två år börjat släppa sitt grepp om världsekonomin även om smittspridningen nu är omfattande i delar av Asien, till exempel i Kina. Många länder har mer än väl återhämtat de kraftiga nedgångar i BNP som skedde i början av 2020 och utfall och indikatorer under inledningen av innevarande år pekar på en fortsatt god tillväxt i såväl euroområdet som USA. Sedan Rysslands invasion av Ukraina har dock det säkerhetspolitiska läget i Europa försämrats avsevärt. Kriget har orsakat ett stort mänskligt lidande och drivit miljontals människor på flykt, men påverkar även ekonomin. De ekonomiska konsekvenserna är svåra att förutse men mycket talar för att kriget och västvärldens sanktioner mot Ryssland kommer att hålla tillbaka tillväxten i år (se fördjupningen "Ekonomiska konsekvenser av kriget i Ukraina").

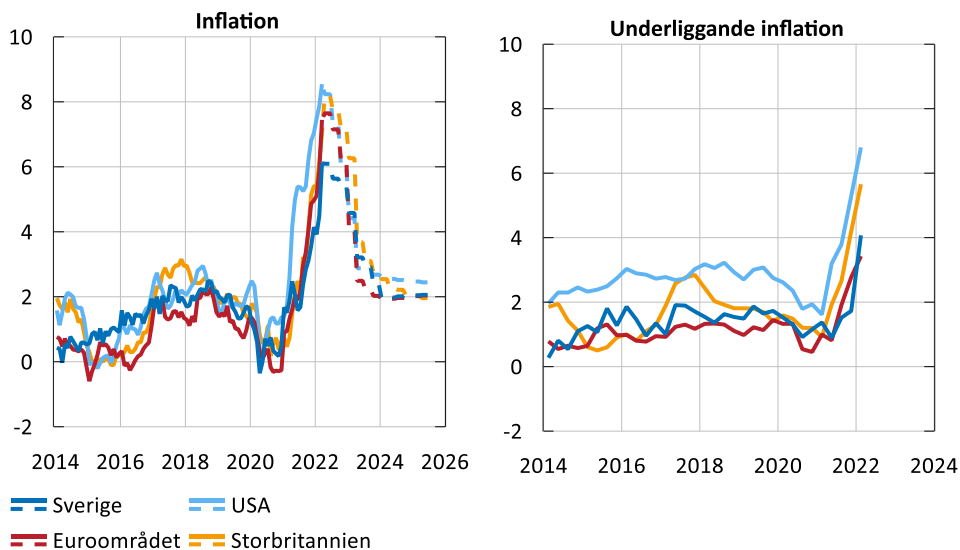
De stora svängningarna i efterfrågan under pandemin skapade störningar i globala värdekedjor. Under fjolåret medförde den snabba återhämtningen i världsekonomin i kombination med frakt- och produktionsstörningar att inflationen steg i många länder. Produktionsproblemen har förvärrats i och med nya nedstängningar i Kina och Rysslands invasion av Ukraina. Men den i dagsläget tydligaste effekten av kriget är att osäkerheten har ökat om tillgången på flera viktiga råvaror, exempelvis olja, naturgas och spannmål. Världsmarknadspriserna på fossila bränslen har stigit och i Europa har energipriserna ökat markant. Högre priser på energi och livsmedel väntas därmed pressa upp inflationen ytterligare i ett läge då den redan är hög i flera länder.

I USA, Storbritannien och euroområdet är inflationen nu nära 8 procent, vilket är de högsta noteringarna på flera decennier. Energipriserna är en viktig förklaring till detta men även den underliggande inflationen, där man bortser från energi och i vissa fall livsmedelspriser, har stigit i många länder. Prisökningarna har spridit sig allt mer och återspeglar inte enbart direkta effekter av höga olje- och gaspriser (se diagram 1). Särskilt i USA har den underliggande inflationen stigit snabbt och uppgick i mars till 6,5 procent.

Högre energipriser driver upp företagens kostnader. För hushållen innebär högre priser att de reala inkomsterna blir lägre, vilket leder till lägre konsumtion. Sammantaget väntas tillväxten bromsa in på kort sikt och bli lägre i år jämfört med bedömningen i februari. Det gäller inte minst i euroområdet. I många länder har samtidigt offentliga utgifter för migration ökat och olika former av finanspolitiska åtgärder har lanserats för att kompensera eller skydda hushåll och företag mot högre kostnader. I viss mån motverkar detta dämpningen i tillväxten. Högre inflation och högre räntor väntas dämpa efterfrågan och omvärldens BNP-tillväxt (KIX-vägd) växlar ner under prognosperioden, från 3 procent i år till drygt 2 procent 2024.

**Diagram 1. Inflation och underliggande inflation i olika länder och regioner**

Årlig procentuell förändring



Anm. Inflation avser KPIF för Sverige, KPI för USA och Storbritannien och HIKP för euroområdet. Heldragen linje avser månadsutfall, streckad linje avser Riksbankens kvartalsprognos. Underliggande inflation visar kvartalsutfall och avser KPIF exklusive energi för Sverige, HIKP exklusive energi för euroområdet, KPI exklusive energi för USA och Storbritannien.

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

I takt med att inflationen har stigit har många centralbanker höjt eller signalerat höjningar av styrräntan och anpassat köpen och innehaven av värdepapper i en åtstramande riktning. Särskilt gäller det i länder där den underliggande inflationen stigit påtagligt. I mars höjde till exempel den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, intervall för styrräntan med 0,25 procentenheter till 0,25–0,50 procent och den brittiska centralbanken, Bank of England, höjde styrräntan med 0,25 procentenheter till 0,75 procent. Den europeiska centralbanken, ECB, lämnade styrräntorna oförändrade vid mötet i april men har signalerat att man snart avser avsluta nettoköpen av tillgångar och därefter börja höja styrräntorna.

Eftersom marknadsaktörerna nu förväntar sig en snabbare penningpolitisk åtstramning har obligationsräntor stigit snabbt. Till exempel är de 5-åriga statsobligationsräntorna i Sverige och USA nu nästan 1 procentenhet högre än vid det penningpolitiska mötet i februari. Under 2023 väntas inflationen sjunka tillbaka och gradvis närma sig centralbankernas inflationsmål.

Trots tvära kast i prissättningen på vissa finansiella marknader i samband med den ryska invasionen har det så här långt funnits få tecken på problem med marknadernas funktionssätt. Hushållens och företagens möjligheter att finansiera sig bedöms hittills inte heller ha påverkats nämnvärt. Kronan försvagades i början av året, men har förstärkts sedan i mars. Till följd främst av de stigande obligationsräntorna bedöms de svenska finansiella förhållandena vara något mindre expansiva än vad de var vid det penningpolitiska beslutet i februari.



## Svensk tillväxt in i en lugnare fas

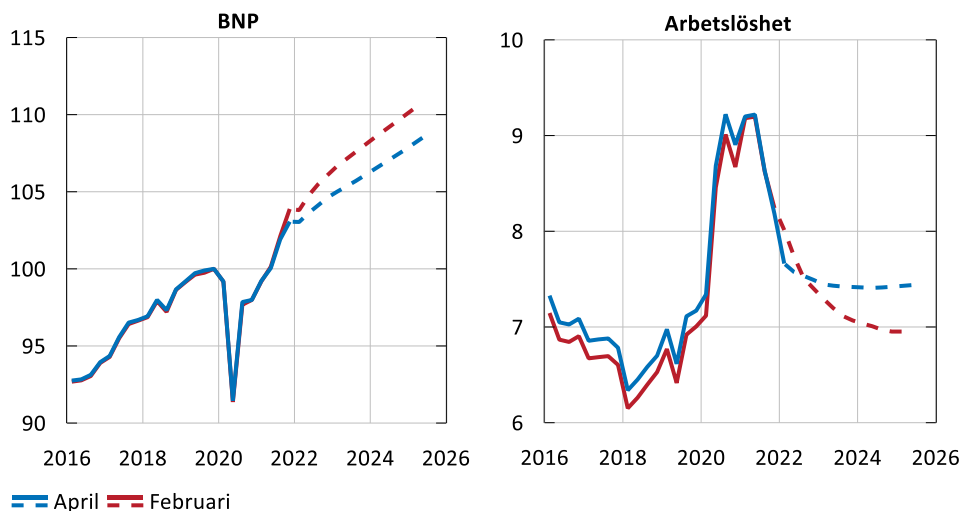
BNP ökade snabbt ifjol trots utbudsstörningarna, men tillväxten dämpades under inledningen av 2022 bland annat på grund av kriget i Ukraina. Riksbankens prognos utgår från att de nuvarande sanktionerna mot Ryssland ligger kvar under hela prognosperioden. Samtidigt bidrar flyktinginvandringen och försvarssatsningar till en högre efterfrågan, framför allt genom ökad offentlig konsumtion.

Hushållens sparande steg tydligt under pandemins inledning. Hushållens konsumtionsmönster började normaliseras i fjol, en utveckling som väntas fortsätta i år. Detta innebär ett minskat sparande hos hushållen, trots osäkerhet kopplad till kriget i Ukraina, och att konsumtionen utvecklas relativt starkt i närtid. Den höga inflationen hämmar dock hushållens konsumtion även om regeringens aviserade kompensation för höga el- och drivmedelspriser delvis motverkar de negativa effekterna.

Den höga inflationen innebär att penningpolitiken börjar stramas åt, vilket dämpar den ekonomiska aktiviteten i Sverige. Hög inflation och stigande räntor bidrar till att hushållens konsumtion och näringslivets investeringar utvecklas svagare jämfört med i februariprognosen. Den höga efterfrågan på bostäder dämpas och bostadspriserna väntas falla vilket även leder till en nedväxling i bostadsbyggandet. Prognosen för BNP-tillväxten är därför nedreviderad men tillväxten väntas ändå vara ganska god (se diagram 2). Även efterfrågan på arbetskraft är fortsatt förhållandevis hög de närmaste åren men arbetslösheten planar ut på en högre nivå än i föregående prognos (se diagram 2).

### Diagram 2. BNP och arbetslöshet enligt AKU i Sverige

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



Anm. Arbetslösheten före 2021 är nu justerad för det tidsseriebrott som uppstod i AKU i januari 2021, se faktaruta i slutet av kapitel 3. Helden linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

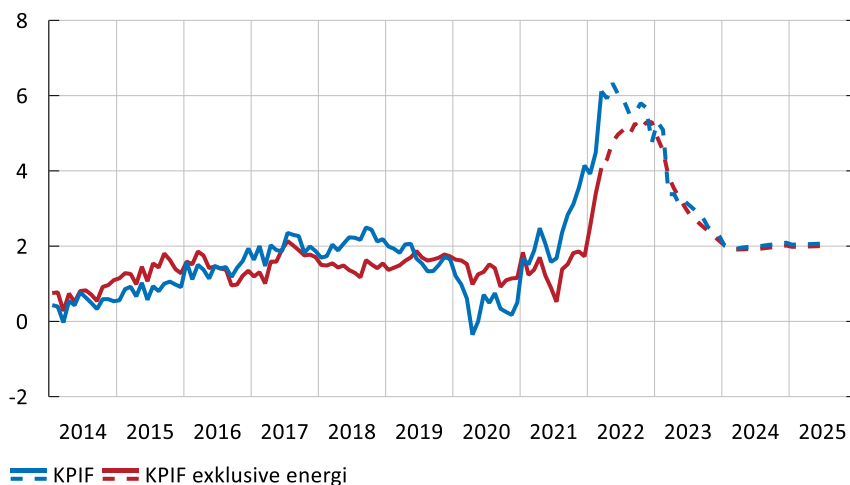
## Högre svensk inflation i år

Inflationen uppgick till 6,1 procent i mars, vilket är den högsta nivån som uppmätts i Sverige sedan början av 1990-talet. Inflationen i Sverige har stigit sedan mitten av förra året, vilket till stor del förklaras av snabba prisökningar på el och drivmedel. I februari bedömde Riksbanken att energipriserna inte skulle fortsätta att öka i år, men sedan den ryska invasionen av Ukraina har energipriserna stigit ännu mer (se fördjupningen "Ekonomiska effekter av kriget i Ukraina"). Energipriserna väntas därmed bidra till att KPIF-inflationen stiger ytterligare.

Rensat för energipriserna var inflationen relativt måttlig under fjolåret, men under inledningen av innevarande år steg den snabbt (se diagram 3). Mätt med KPIF exklusive energi uppmättes inflationen till 4,1 procent i mars. Särskilt priserna på livsmedel och övriga varor har bidragit till den snabba uppgången men även tjänstepriserna har ökat ovanligt snabbt. Den underliggande inflationen bedöms fortsätta att stiga den närmaste tiden och vara över 5 procent fram till slutet av året. De pandemirelaterade obalanserna mellan utbud och efterfrågan väntas gradvis avta. Enligt terminspriser kommer dessutom energipriserna att sjunka. Tillsammans med en stramare penningpolitik bidrar detta till att inflationen sjunker tillbaka och väntas vara nära två procent från 2024 (se diagram 3).

### Diagram 3. KPIF och KPIF exklusive energi

Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken.

### Viktigt med inflationsförväntningar förenliga med inflationsmålet

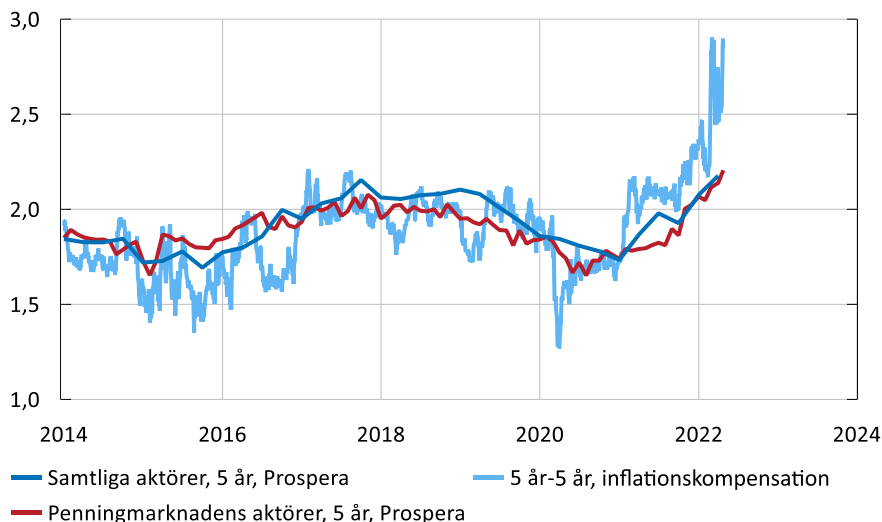
Inflationsförväntningar på kortare sikt hos aktörerna i ekonomin varierar normalt med den faktiska inflationen och har därför stigit betydligt det senaste året. Även de mer långsiktiga inflationsförväntningarna förefaller reagera på den faktiska inflationsutvecklingen, men inte i samma utsträckning. I början av pandemin föll de långsiktiga inflationsförväntningarna något men de började ganska snart att återhämta sig. I spåren av den snabba inflationsuppgången har förväntningarna fortsatt att stiga i såväl omvärlden som Sverige. De långsiktiga förväntningar som mäts genom

marknadpriserna på olika finansiella kontrakt har stigit snabbt i år och ligger tydligt över 2 procent (se diagram 4). Även förväntningarna enligt enkätmätningar har stigit men ligger fortsatt nära 2 procent.

Förtroendet för inflationsmålet avspeglas i de mer långsiktiga inflationsförväntningarna hos aktörerna i ekonomin. Den höga inflationen kan bidra till att pris- och löneförväntningarna fortsätter att stiga så att de inte längre är förenliga med inflationsmålet. Den samlade bilden av de långsiktiga förväntningarna är att de fortfarande är nära 2 procent men penningpolitiken behöver ta hänsyn till att förtroendet för inflationsmålet kan försvagas om inflationen avviker från målet under en lång period. Riksbanken är beredd att anpassa penningpolitiken för att säkerställa att inflationen återförs till inflationsmålet och att de långsiktiga inflationsförväntningarna hos aktörerna i ekonomin förblir nära 2 procent.

**Diagram 4. Långsiktiga inflationsförväntningar**

Procent



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

Källor: Kantar Sifo Prospera och Riksbanken.

## 1.2 Penningpolitiken behöver stramas åt för att inflationen ska återgå mot målet

### Mycket högre inflation än väntat

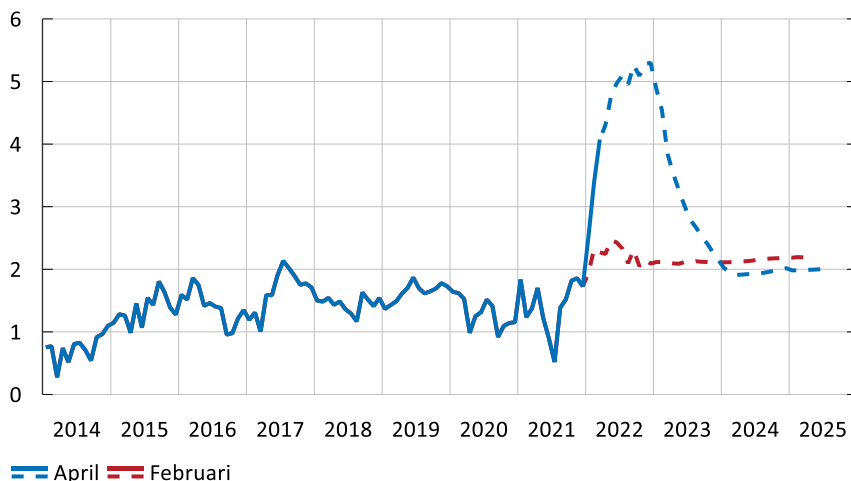
Under andra halvåret 2021 steg inflationen till följd av energiprisuppgången, men det fanns inte några tydliga tecken på att energipriserna spred sig vidare i en bredare prisuppgång. De höga energipriserna i kombination med fortsatta störningar i globala värdekedjor, höga frakt- och råvarupriser, högre konsumentpriser i omvärlden samt en svagare kronkurs förväntades ändå leda till högre underliggande inflation i år.

Riksbanken har sedan i höstas dessutom betonat osäkerheten kring spridningseffekter

och varaktigheten i den höga inflationen.<sup>2</sup> Den underliggande inflationen har under början av året stigit avsevärt mer än väntat (se diagram 5). Utfallen pekar på att uppgången nu är bred. Förutom energipriser syns en tydlig uppgång i prisökningstakten för såväl livsmedel som övriga varor och tjänster.

### Diagram 5. KPIF exklusive energi

Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken.

Penningpolitiken kan inte påverka att de internationellt bestämda råvaru- och fraktpriserna är höga. Det är därför oundvikligt att ökningstakten i konsumentpriserna på till exempel energi, livsmedel och vissa varor förblir hög under ännu en tid (se fördjupningen "Mycket talar för hög inflation i år och nästa år"). Riksbankens prognos för den underliggande inflationen det kommande året är därför tydligt uppreviderad (se diagram 5). Men Riksbanken kan agera med penningpolitiken för att motverka att den höga inflationen biter sig fast i pris- och lönebildningen och se till att inflationen återgår till målet efter en tid.

### Gradvisa räntehöjningar inleds

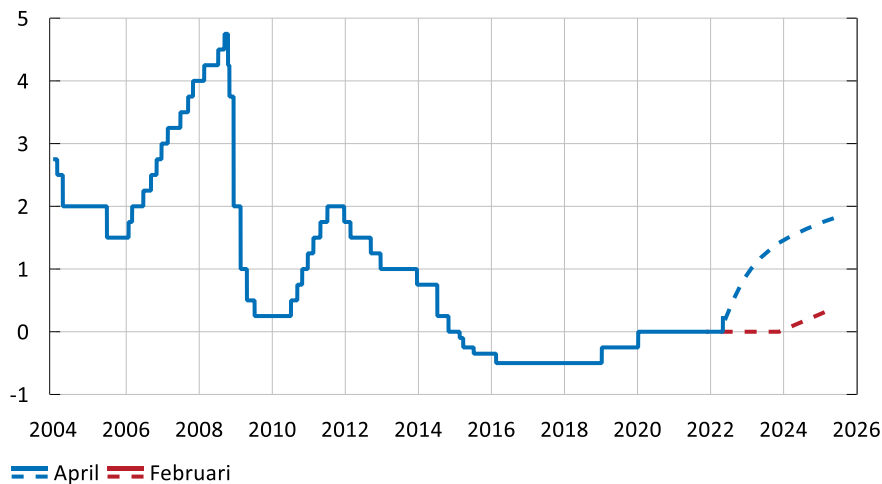
De priser som hittills har ökat snabbt hänger på ett eller annat sätt ihop med de högre internationella priserna. Ännu finns inga tydliga tecken på spridning till mer långsiktiga inflationsförväntningar och löneökningar. Men risken för att detta ska ske har ökat som en följd av den senaste tidens snabba inflationsuppgång. Skulle förväntningar om mer varaktigt högre inflation påverka aktörerna i ekonomin så att pris- och lönebildningen börjar baseras på en inflation över målet och större ökning blir mer accepterade kan en uppåtgående inflationsspiral sättas igång. Penningpolitiken måste därför reagera så att inflationen sjunker tillbaka och pris- och lönesättare i ekonomin fortsatt kan använda inflationsmålet som riktmärke.

<sup>2</sup> Se fördjupningarna "En högre inflation – tillfälligt eller varaktigt?" i Penningpolitisk rapport, november 2021, Sveriges riksbank och "Höga energipriser – hur kommer andra konsumentpriser att påverkas?" i Penningpolitisk rapport, februari 2022, Sveriges riksbank.

Direktionen har därför beslutat att höja reporäntan från 0 till 0,25 procent. Prognosen för reporäntan innebär att den höjs ytterligare två till tre gånger i år och ligger något under 2 procent i slutet av prognosperioden (se diagram 6). Med denna penningpolitik väntas inflationen sjunka tillbaka under nästa år och från 2024 vara nära 2 procent (se diagram 7). Jämfört med tidigare perioder med räntehöjningar höjs reporäntan i relativt måttlig takt.

**Diagram 6. Reporänta**

Procent

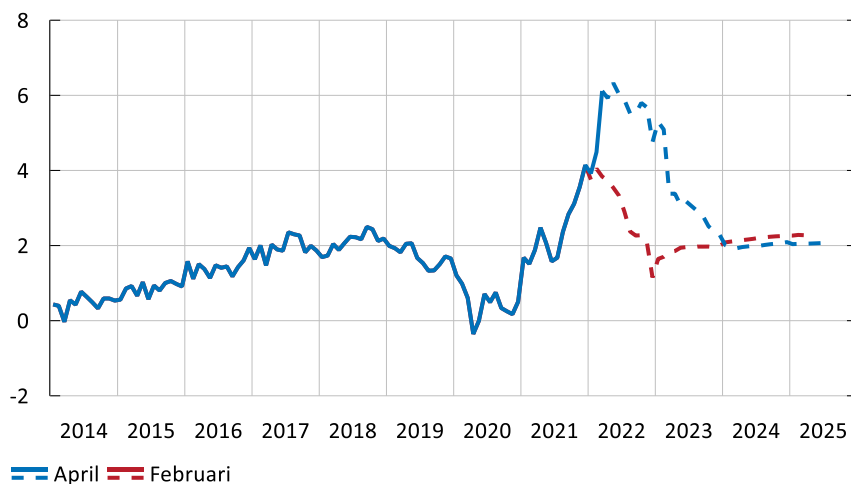


Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos. Utfall är dagsdata och prognos avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken.

**Diagram 7. KPIF**

Årlig procentuell förändring



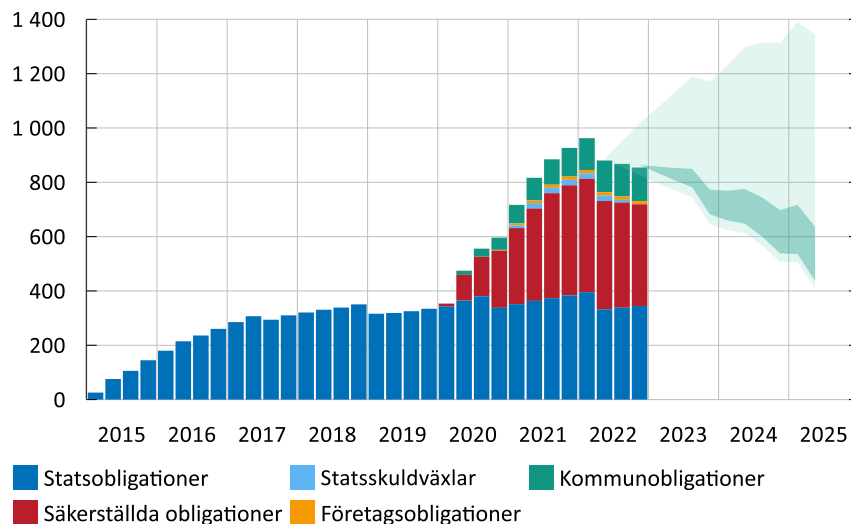
Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

I år förfaller obligationer i Riksbankens värdepappersportfölj till ett värde av ungefär 154 miljarder kronor, eller i genomsnitt ungefär 38 miljarder kronor per kvartal. I enlighet med beslutet i februari kommer Riksbanken att köpa obligationer under andra kvartalet 2022 för 37 miljarder kronor för att kompensera för förfall. Direktionen bedömer nu att Riksbankens köp av värdepapper därefter ska inriktas på att innehavet gradvis minskar framöver och har beslutat att Riksbanken under andra halvåret kommer att köpa hälften så mycket obligationer som under det första halvåret (se diagram 8 och 9). Därefter väntas innehavet fortsätta att minska. Intervallet som visas i diagram 8 är bredare än i tidigare prognos för att illustrera att den förnyade osäkerheten, inte minst om omvärldsutvecklingen, skulle kunna innebära att köp i en betydligt högre takt inte kan uteslutas även om risken för detta är liten.

### Diagram 8. Riksbankens innehav av värdepapper och prognos för innehav

Nominellt belopp, miljarder kronor



Anm. Staplar avser genomförda och beslutade köp. Intervallets nedre gräns är en framskrivning av innehavet under antagande att inga fler tillgångsköp görs efter 2022 kv2. Dess övre gräns reflekterar en utveckling där Riksbankens tillgångsköp fortgår i samma takt som under 2021. Det mörkare områdets nedre gräns är en framskrivning av innehavet under antagande att inga fler tillgångsköp görs efter 2022 medan dess övre gräns visar innehavets utveckling vid en köptakt som kompenseras för hälften av förfallen under respektive år.

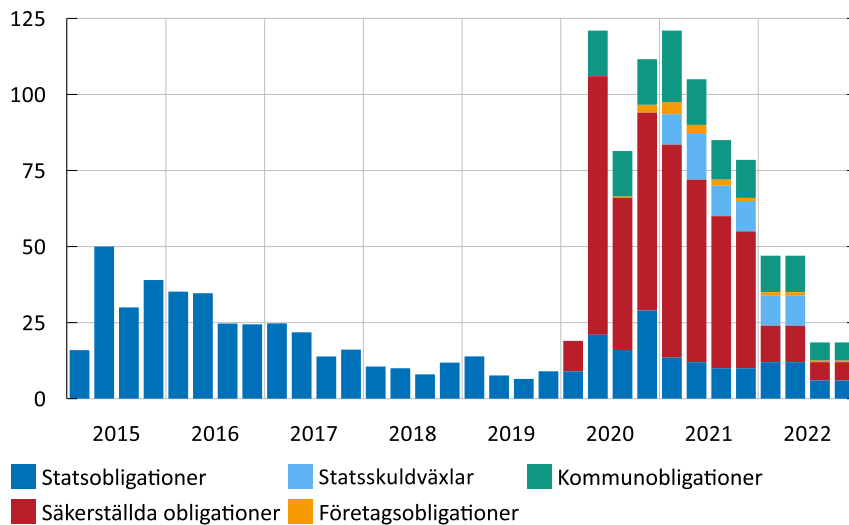
Källa: Riksbanken.

Beslutet innebär att Riksbanken kommer att köpa obligationer det andra halvåret 2022 till ett sammanlagt nominellt belopp om 37 miljarder kronor (se diagram 9). Riksbanken kommer att köpa svenska statsoptioner till ett nominellt belopp om 12 miljarder kronor, kommunobligationer till ett nominellt belopp om 12 miljarder kronor, säkerställda obligationer till ett nominellt belopp om 12 miljarder kronor samt företagsobligationer till ett nominellt belopp om 1 miljard kronor. Direktionen har också beslutat att Riksbanken ska sluta köpa svenska statsskuldväxlar från och med den 28 april 2022.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> De förväntade reporäntehöjningarna under prognosperioden medför en stor påverkan på Riksbankens förväntade resultat (se faktarutan "Riksbankens ekonomiska resultat påverkas av ränteförändringar").

### Diagram 9. Riksbankens köp av värdepapper

Nominellt belopp, miljarder kronor



Anm. Avser genomförda och beslutade köp.

Källa: Riksbanken.

### Långdragen period med låginflationsmiljö förefaller vara över

Världen över har gemensamma trender med till exempel ökad globalisering och digitalisering under lång tid bidragit till låg inflation. Dessutom har den långsiktiga realräntan fallit i utvecklade ekonomier, vilket har bidragit till ett dämpat inflationstryck trots styrräntor på historiskt låga nivåer. Även om de globala trender som bidragit till en låginflationsmiljö bedöms kvarstå i viss utsträckning så illustrerar inflationsutvecklingen och Riksbankens prognoser att den långdragna perioden med inflation under målet förefaller vara över i såväl Sverige som omvärlden, i varje fall under ett antal år framöver. Därmed är det rimligt att omvärdera och anpassa penningpolitiken. Precis som på flera andra håll i världen behöver penningpolitiken i Sverige röra sig i en mer åtstramande riktning de kommande åren.

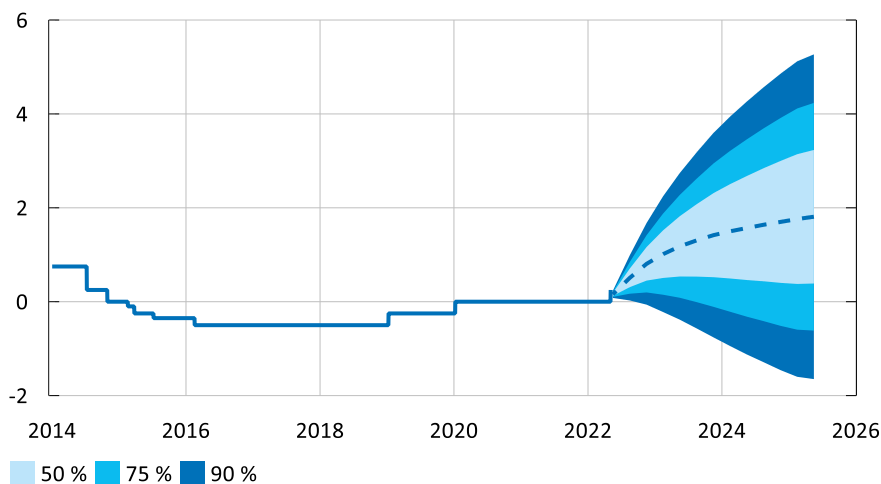
Det är svårt att i dagsläget bedöma hur mycket räntan behöver höjas framöver för att inflationen ska återgå till målet i ett rimligt tidsperspektiv. Osäkerheten illustreras med ett intervall runt prognosen för reporäntan i diagram 10. Med den planerade penningpolitiken kommer realräntan gradvis bli mindre negativ (se diagram 11). Flera av de faktorer som trycker ned den långsiktiga globala realräntan bedöms dock finnas kvar.<sup>4</sup> År 2017 publicerade Riksbanken ett bedömt intervall för den långsiktiga styrräntan på 2,5–4 procent. I dagsläget är det rimligt att anta att räntan på längre sikt kommer att vara i nedre delen eller något under detta intervall.<sup>5</sup>

<sup>4</sup> Se fördjupningen "Låga globala realräntor även framöver?" i den penningpolitiska rapporten november 2021, Sveriges riksbank.

<sup>5</sup> Se fördjupningen "Reporäntan på lång sikt" i den penningpolitiska rapporten februari 2017, Sveriges riksbank.

**Diagram 10. Reporänta med osäkerhetsintervall**

Procent

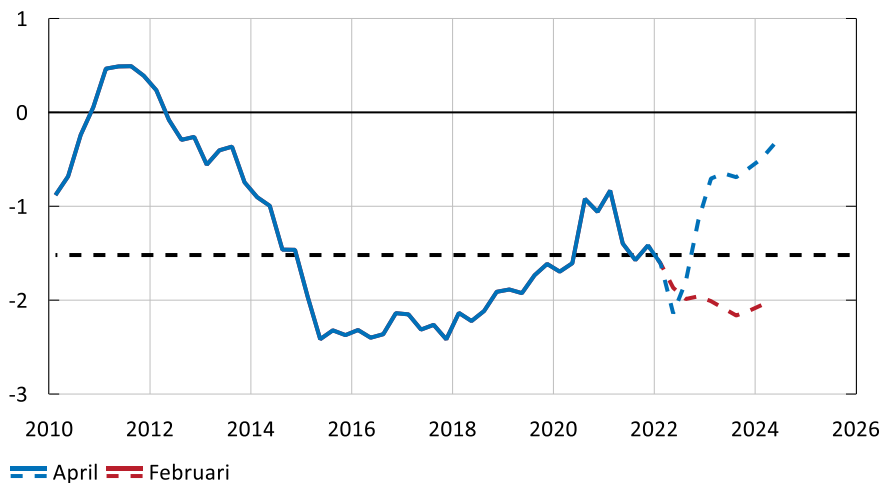


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel samt på riskpremiejusterade terminsräntors prognosfel för perioden 1999 till dess att Riksbanken började publicera prognoser för reporäntan under 2007. Osäkerhetsintervallen tar inte hänsyn till att det kan finnas en nedre gräns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

Källa: Riksbanken

**Diagram 11. Real reporänta**

Procent



Anm. Den reala reporäntan är Riksbankens förväntade realränta, beräknad som ett kvartalsmedelvärde av Riksbankens reporänteprognos ett år framåt minus inflationsprognosen (KPIF) för motsvarande period. Utfall baseras på vid tidpunkten senast publicerade prognoser. Den streckade svarta linjen avser ett genomsnitt för 2012–2021.

Källa: Riksbanken.



## Lugnare ekonomisk aktivitet dämpar inflationen

För att slå vakt om förtroendet för inflationsmålet behöver penningpolitiken stramas åt. Med penningpolitiken i Riksbankens huvudscenario bedöms pris- och lönebildningen förbli i linje med inflationsmålet och den ekonomiska aktiviteten kommer att dämpas något, men det innebär inte att det krävs någon påtaglig inbromsning i ekonomin.

De snabbt stigande energi- och livsmedelspriserna är dock kännbara för företag och hushåll. De som är högt skuldsatta kommer framöver också påverkas tydligt av högre räntor på bolån, konsumtionskrediter, studielån och andra lån. Efter den långa perioden med mycket låga räntor är det osäkert hur väl rustade ekonomins aktörer är för att hantera stigande räntor. Riksbanken utvärderar löpande både varaktigheten i den högre inflationen och hur stigande priser och räntor påverkar utvecklingen i ekonomin i övrigt och kommer vid behov att anpassa penningpolitiken.

För att värna förtroendet för inflationsmålet är penningpolitiken fullt inriktad på att säkerställa att inflationen inte blir varaktigt högre än målet. I en avvägning kan detta innebära negativa kortsiktiga realekonomiska effekter, men på lång sikt skapar ett trovärdigt inflationsmål förutsättningar för god och hållbar tillväxt. Med ett riktmärke som vägleder förväntningarna som finns i ekonomin om den framtida inflationen blir det lättare för hushåll och företag att planera och fatta välgrundade ekonomiska beslut. En pris- och lönebildning som kännetecknas av stabilitet och förutsägbarhet gynnar den ekonomiska utvecklingen.

## 1.3 Beredskap att anpassa penningpolitiken om inflationsutsikterna ändras

De stora svängningarna i inflationen innebär att det är ovanligt osäkert hur inflationen kommer att utvecklas i närtid. Det är också osäkert vilka avtryck den höga inflationen i dagsläget kommer att sätta på pris- och lönebildningen framöver. Det finns faktorer som skulle kunna orsaka högre inflation det närmaste året, till exempel en högre inflation i omvärlden, fortsatt stigande råvarupriser och ännu större leveransproblem eller ytterligare spridningseffekter i form av till exempel löneglidning. Om det handlar om överraskningar i förhållande till Riksbankens prognos som bedöms vara tillfälliga skulle penningpolitiken inte nödvändigtvis behöva anpassas. Men om det finns anledning att tro att inflationsutvecklingen mer varaktigt kommer att avvika från Riksbankens prognos kommer Riksbanken att reagera med stramare penningpolitik för att säkerställa att inflationen återförs till målet.

Inflationen kan även bli lägre än i prognosen. Exempelvis skulle tillväxten kunna bromsa in snabbare än väntat som en följd av högre priser och räntor och/eller på grund av den geopolitiska osäkerheten. I ett sådant scenario kan inflationen falla tillbaka snabbt (som i början av pandemin) och Riksbanken kan avvakta med fortsatta räntehöjningar eller sänka räntan.

Riskbilden för inflationen är dock på uppsidan, framför allt i närtid. I diagram 12 visas därför ett alternativt scenario för den ekonomiska utvecklingen där den underliggande inflationen stiger ännu mer det närmaste året jämfört med Riksbankens huvudscenario. I scenariot antas utvecklingen dessutom innebära ett högre inflationstryck på lite sikt då högre inflationsutfall i närtid medför att pris- och lönesättare börjar förvänta sig att inflationen mer varaktigt kommer att överstiga 2 procent. Med reporäntan i huvudscenariot skulle företagen då börja höja sina priser tydligt mer och löneglidningen skulle stiga påtagligt snabbare än i Riksbankens huvudscenario och resultera i en varaktigt högre inflation.

Det krävs då en högre reporänta än i huvudscenariot för att säkerställa att inflationen sjunker tillbaka och är nära 2 procent från 2024. Exakt hur hög reporäntan behöver vara beror bland annat på hur realekonomin och inflationen i slutänden påverkas av högre räntor. En möjlig utveckling illustreras i diagram 12.<sup>6</sup> Penningpolitikens uppgift är att stabilisera inflationen nära 2 procent och Riksbanken kommer att göra vad som krävs för att åstadkomma detta. I detta scenario krävs en betydligt kraftigare åtstramning för att få tillbaka inflationen till målet. Den stramare penningpolitiken i scenariot innebär större påfrestningar för realekonomin. BNP-tillväxten blir lägre och arbetslösheten högre under prognosperioden.

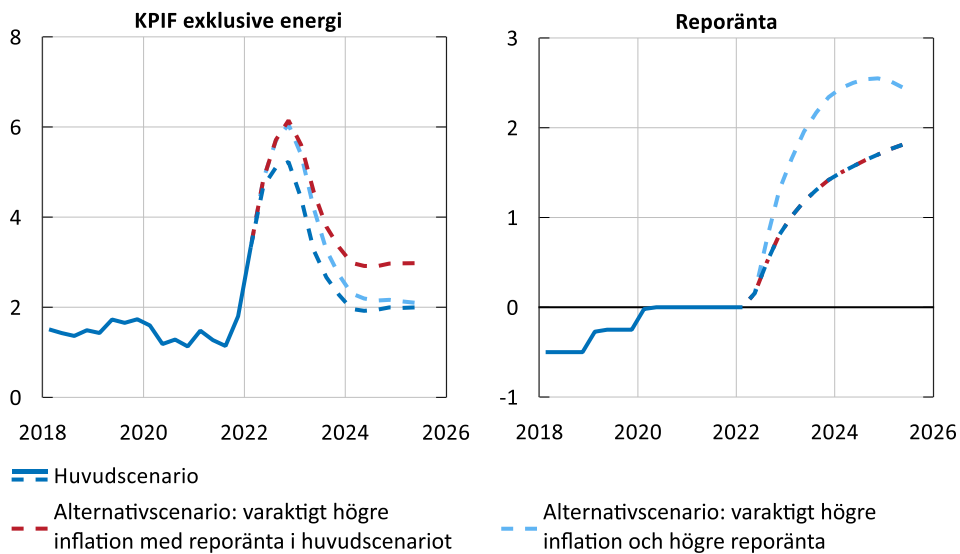
Under pandemin när inflationen varit låg och penningpolitiken begränsats av sin effektiva nedre gräns har penningpolitiken och finanspolitiken kompletterat varandra och på så sätt mer effektivt kunnat bidra till en god ekonomisk utveckling. Med den nu höga inflationen förändras denna situation. Breda finanspolitiska efterfrågestimulanser kan bidra till att inflationen stiger ytterligare och att penningpolitiken därmed behöver stramas åt mer. Men i ett läge där den penningpolitiska åtstramningen orsakar negativa realekonomiska effekter kan finanspolitiken agera med till exempel arbetsmarknadspolitiska insatser som förbättrar matchningen på arbetsmarknaden och på så sätt mer direkt underlättar för utsatta grupper. Riktade finanspolitiska åtgärder kan också minska risken för att löneglidningen blir stor. Det i sin tur kan minska behovet av penningpolitisk åtstramning.

---

<sup>6</sup> En av flera källor till osäkerhet om dessa effekter är hur högt skuldsatta hushåll och företag reagerar på räntehöjningar som inte bara kommer tidigare men också går snabbare. Reporäntebanan i scenariot är framtagen med hjälp av en skattad modell vilket innebär att effekterna av penningpolitiken bygger på genomsnittliga historiska mönster. Den penningpolitiska responsen kan i praktiken bli en annan än vad som antas i scenariot, när alla specifika omständigheter som råder vid beslutstillfället har beaktats.

**Diagram 12. Alternativscenarier**

Årlig procentuell förändring (vänster) respektive procent (höger)



Källor: SCB och Riksbanken.

## 1.4 Många osäkerhetsfaktorer omgärdar även konjunkturutsikterna

Det finns ett antal osäkerhetsfaktorer kring konjunkturutvecklingen i omvärlden och Sverige, som i förlängningen även kan påverka de svenska inflationsutsikterna.

Den fortsatta utvecklingen av kriget i Ukraina – och dess ekonomiska effekter – är förknippad med stor osäkerhet. Även om Sveriges direkta handel med Ryssland och Ukraina är liten medför kriget påtagliga effekter på utvecklingen i euroområdet, som utgör en betydande del av Sveriges utrikeshandel. I Riksbankens prognos förväntas tillväxten i euroområdet dämpas på kort sikt, men någon recession förutspås inte. Men beroende på såväl krigets utveckling som på euroländernas respons, bland annat när det gäller sanktioner och den inhemska energiförsörjningen, kan utvecklingen bli både starkare och svagare än i Riksbankens prognos.<sup>7</sup>

Inflationen har stigit till mycket höga nivåer i de flesta ekonomierna i omvärlden den senaste tiden. En betydande osäkerhetsfaktor är hur mycket centralbankerna behöver höja styrräntorna för att tämja den höga inflationen och vilka konsekvenser den penningpolitiska åtstramningen får på realekonomin. Efter många år med mycket låga räntor, stigande tillgångspriser och allt högre skuldsättning är det osäkert hur ekonomins aktörer påverkas av en snabb uppgång i ränteläget. Många tillväxtekonomier kommer dessutom att påverkas särskilt mycket både av stigande energi- och livsmedelspriser och av att ränteläget i omvärlden stiger. Det skulle kunna leda till både politisk oro och att den inhemska valutan försvagas. Även om de direkta ekonomiska kon-

<sup>7</sup> Se fördjupningen "Ekonomiska konsekvenser av kriget i Ukraina".

sekvenserna för Sverige av en sådan utveckling bedöms vara små, kan det inte uteslutas att problemen sprids via de finansiella marknaderna och på så sätt får större negativa konsekvenser även för svensk ekonomi.

Det finns också en rad osäkerhetsfaktorer kring den inhemska efterfrågan i Sverige. Riksbanken har under lång tid uppmärksammat riskerna på den svenska bostadsmarknaden. Flera av de faktorer som bidragit till stigande bostadspriser de senaste åren väntas vändas till sin motsats de kommande åren. Efter en lång period med mycket låga boräntor väntas dessa stiga framöver. Dessutom bedömer Riksbanken att den kraftiga boprisuppgången under pandemin till stor del berodde på ändrade preferenser hos hushållen för större bostadsyta och att många av dem spenderat mycket tid i hemmen och tvingats hålla igen på annan konsumtion.<sup>8</sup> I och med att restriktionerna nu avskaffats förväntas denna utveckling till stor del reverseras. Till detta kommer att det byggts ett stort antal nya bostäder de senaste åren, vilket höjt utbudet. Riksbankens prognos är att bostadspriserna dämpas under prognosperioden men fortfarande 2024 är på en högre nivå än före pandemin. En risk är att anpassningsförloppet blir abrupt och att bostadspriserna sjunker betydligt. Det skulle kunna få såväl hushållens konsumtion som bostadsinvesteringarna att utvecklas svagare än i prognosen.

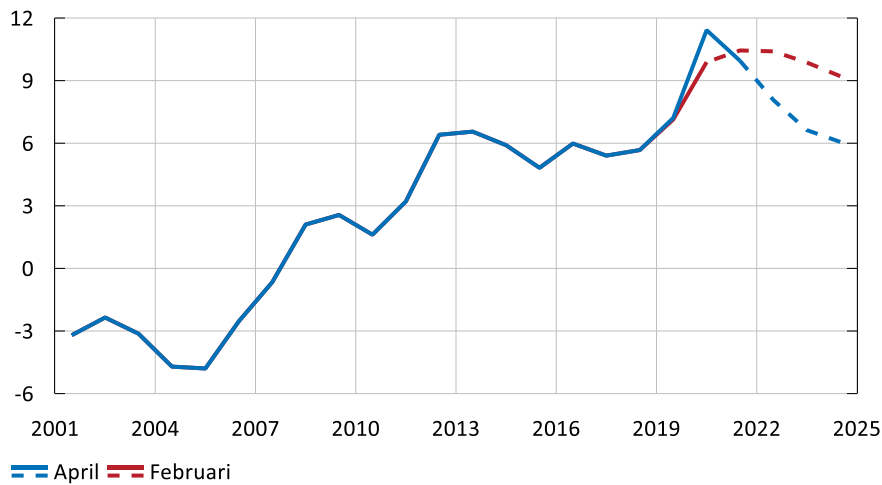
En relaterad osäkerhetsfaktor rör hushållens konsumtionsefterfrågan de kommande åren. Riksbankens prognos innebär att de avskaffade restriktionerna leder till att hushållen successivt drar ned sitt sparande till nivåerna som rådde före pandemin (se diagram 13). Men utvecklingen kan bli både svagare och starkare. En nedåtrisk är att förväntningar om högre bostadsräntor, stigande boendekostnader i övrigt och en ökad osäkerhet till följd av kriget i Ukraina gör att hushållen inte minskar sitt sparande i den omfattning som förväntas i prognosen. En uppåtrisk är att hushållen skulle vilja använda sitt uppbyggda sparande under pandemin för att ta igen förlorad konsumtion under de senaste två åren, speciellt om osäkerheten kring krigets ekonomiska effekter skulle klinga av. Då skulle sparandet kunna sjunka till en ännu lägre nivå än i prognosen och konsumtionen utvecklas starkare.

---

<sup>8</sup> Se "Snabbt stigande bostadspriser trots coronakris", fördjupning i Penningpolitisk rapport, april 2021, Sveriges riksbank.

**Diagram 13. Hushållens sparande i Sverige**

Procent av disponibel inkomst



Anm. Hushållens sparande avser sparkvot exklusive kollektivt försäkringssparande. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

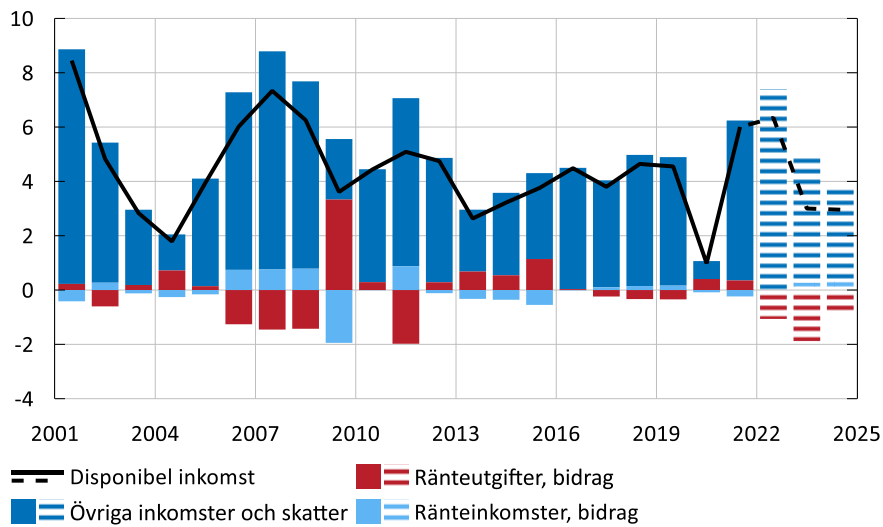
Ytterligare en osäkerhetsfaktor rör hur de högbelånade hushållen i Sverige kommer påverkas av stigande räntor. Jämfört med tidigare åtstramningscykler innebär prognosen för reporäntan en ganska måttlig ränteuppgång (se diagram 6). Riksbanken bedömer att hushållssektorn som helhet kommer kunna hantera stigande räntor under prognosperioden. Bland annat stigande löner gör att den nominella disponibelinkomsten förväntas växa framöver, trots ökade ränteutgifter (se diagram 14). Men andelen högt skuldsatta nya bolånetagare har ökat påtagligt de senaste åren.<sup>9</sup> För de lägst skuldsatta hushållen kommer effekten av stigande boräntor knappt att bli märkbar, medan de mest skuldsatta hushållen kan få se sin disponibla inkomst dämpas kraftigt även av en måttlig ränteuppgång.<sup>10</sup> Eftersom det saknas aktuella mikrodata över hushållens tillgångar och sparande är det svårt att bedöma hur hushållen kommer att anpassa sin konsumtion till de nya förutsättningarna. Om de högst skuldsatta hushållen också är de med högst konsumtionsbenägenhet skulle skillnaderna i skuldsättning kunna bidra ytterligare till att förstärka kassaflödeseffekterna på konsumtionen, så att den utvecklas svagare än i Riksbankens prognos.

<sup>9</sup> Se Bolånerapport 2022, Finansinspektionen.

<sup>10</sup> Riksbanken har under tidigare år försökt kartlägga kassaflödeseffekter av stigande räntor. Se exempelvis "Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av stigande räntor?", fördjupning i Penningpolitisk rapport, december 2018, Sveriges riksbank samt "Hur påverkas hushållen av stigande räntor?", fördjupning i Penningpolitisk rapport, december 2017, Sveriges riksbank.

**Diagram 14. Bidrag till hushållens disponibla inkomst**

Årlig procentuell förändring respektive procentenheter



Anm. 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.

## FAKTA – Riksbanken reformerar styrsystemet

Riksbankens penningpolitiska styrsystem är det operationella ramverk som styr korta marknadsräntor. Styrsystemet består av de penningpolitiska instrument som Riksbanken kan använda, de motparter som Riksbanken kan ingå finansiella transaktioner med och de säkerheter som Riksbanken kräver för att ge krediter. Genom att bestämma räntan på in- och utlåning i Riksbanken styr Riksbanken dagslåneräntan, vilket i sin tur påverkar prisbildningen för nära substitut till dessa placeringar på marknaden. Styrsystemets primära mål är att korta marknadsräntor ska hamna nära Riksbankens styrränta. Förändringar i korta marknadsräntor sprider sig sedan till övriga räntor i ekonomin och påverkar i förlängningen den ekonomiska utvecklingen mer generellt.

I juli 2019 började Riksbanken reformera det penningpolitiska styrsystemet. Den 22 mars i år beslutade direktionen att genomföra det andra och avslutande steget.<sup>11</sup> Förändringarna sker mot bakgrund av utvecklingen i det finansiella systemet, framför allt på betalmarknaden. De syftar inte till att ändra inriktningen på den förda penningpolitiken. Syftet är att göra styrsystemet enklare, mer automatiserat och flexibelt samt mindre känsligt för förändringar i faktorer utanför styrsystemet som påverkar banksystemets likviditetsposition gentemot Riksbanken och som kan störa Riksbankens möjligheter att stabilisera dagslåneräntan nära styrräntan. Förändringarna som nu genomförs innebär att Riksbanken från och med den 8 juni 2022:

- byter namn på Riksbankens reporänta till Riksbankens styrränta,
- skärper kraven på säkerheter för Riksbankens stående utlåningsfacilitet, där räntan liksom tidigare är 0,10 procentenheter högre än styrräntan, till att endast omfatta statspapper och centralbanksfordringar (benämnd primär säkerhetsmassa),
- inrättar en kompletterande likviditetsfacilitet i vilken Riksbanken erbjuder kredit över natten mot övriga av Riksbanken accepterade säkerheter (benämnd sekundär säkerhetsmassa) till en ränta motsvarande styrräntan med ett tillägg om 0,75 procentenheter.

Genom den högre räntan i den kompletterande likviditetsfaciliteten stärks incitamenten för motparterna att i första hand använda statspapper och centralbanksfordringar som säkerhet vid krediter från Riksbanken samt att söka marknadslösningar för sin likviditetshantering.

I samband med reformeringen av styrsystemet är det lämpligt att ändra namnet på den ränta som Riksbankens direktion fattar beslut om. Det nuvarande namnet reporänta refererar till ett specifikt instrument, penningpolitiska repor, som Riksbanken inte använt sedan 2008. Genom namnbytet får den ränta direktionen fattar beslut om ett mer ändamålsenligt namn. Namnändringen bör inte påverka ingångna och utestående kontrakt som refererar till Riksbankens reporänta.

<sup>11</sup> För en mer ingående beskrivning, se Förändringar av Riksbankens penningpolitiska styrsystem - Steg 2 (dnr 2019-00786).

## FAKTA – Riksbankens ekonomiska resultat påverkas av ränteförändringar

Mellan 2015 och 2017 köpte Riksbanken statsobligationer i syfte att göra penningpolitiken mer expansiv. Under pandemin utökades innehavet ytterligare och köpen vidgades till flera tillgångslag samt kompletterades med andra åtgärder. Då utökades köpen av räntebärande värdepapper, i form av statspapper, säkerställda obligationer, kommunobligationer och, till mindre del, företagsobligationer.

Värdepappersköpen ökar såväl tillgångarna som skulderna på Riksbankens balansräkning (se diagram 8 i kapitel 1). Obligationerna har i regel en löptid på flera år och de flesta har en fast ränta. När Riksbanken köper obligationer skapas nya pengar i betalningssystemet RIX som leder till en ökad inlåning hos Riksbanken (se diagram 17 i kapitel 2). För att dagslåneräntan ska hamna nära Riksbankens reporänta behöver Riksbanken betala ränta på inlåningen. Eftersom Riksbankens tillgångar till stor del har långa räntebindningstider, och inlåningen i kronor sker till en rörlig ränta, kan Riksbankens intäkter och kostnader hamna i otakt och resultatet komma att variera mer än tidigare när innehavet av värdepapper var lägre. Riksbankens resultat är därmed mer känsligt för ränteförändringar, vilket brukar beskrivas som att ränterisken har ökat.<sup>12</sup> Prognosen för reporäntan indikerar att den kommer att stiga betydligt snabbare än i tidigare bedömning (se diagram 6 i kapitel 1). Upprevideringen medför att den förväntade räntekostnaden ökar, vilket försämrar det redovisade resultatet för Riksbanken.

Riksbanken har ett kapital som fungerar som en buffert mot förluster. Detta kapital har flera komponenter. Riksbanken har exempelvis gjort orealiserade vinster på tillgångsinnehavet under tidigare år och har även avsatta medel för finansiella risker. Beslut om den typen av riskavsättningar görs årligen, och baseras bland annat på beräkningar av hur stora förluster det kan bli om räntorna stiger.<sup>13</sup> Dessutom har Riksbanken ett eget kapital som utgör buffert ifall övriga typer av buffertar har förbrukats.

Om Riksbanken skulle göra förluster i den omfattning som exempelvis beskrivs i underlaget till det senaste riskavsättningsbeslutet, skulle Riksbankens kapital minska betydligt. Eftersom det är önskvärt att centralbanken är finansiellt oberoende och självfinansierad på lång sikt är det lämpligt att Riksbankens kapital i så fall kan stärkas framöver.

<sup>12</sup> Det finns även andra typer av finansiella risker till Riksbankens resultat, till exempel valutarisk och kreditrisk, som inte berörs här.

<sup>13</sup> Se avsättningsbeslut 12 januari 2021 (dnr 2020-01285) och 12 januari 2022 (dnr 2021-01343) på [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se). I det senaste beslutet konstaterade Riksbanken att det fanns ett behov av att göra riskavsättningar, men att det inte fanns utrymme för det eftersom det redovisade resultatet för 2021 var strax under noll.



## 2 Högre räntor och stramare finansiella förhållanden på välfungerande marknader

---

Den höga inflationen i spåren av pandemin i kombination med centralbankernas signaler om kommande räntehöjningar gör att aktörerna på de finansiella marknaderna nu väntar sig en stramare penningpolitik än tidigare. Den ryska invasionen av Ukraina och sanktionerna mot Ryssland fick också inflationsförväntningarna att stiga ytterligare och innebar till en början större osäkerhet och kraftiga prisvariationer på marknaderna.

Precis som i många andra länder har räntorna i Sverige stigit tydligt från låga nivåer sedan årsskiftet. Kronan försvagades kraftigt i samband med den ryska invasionen av Ukraina. Därefter har kronan förstärkts i och med att inflationen blivit överraskande hög och att Riksbanken kommunicerat sin intention att höja räntan tidigare än vad som aviserades i februari. Trots tvära kast i prissättningen på många finansiella marknader har de fortsatt att fungera väl och transmissionen från de penningpolitiska verktygen till hushållens och företagens finansieringsförhållanden har inte försämrats. Till följd av framför allt högre räntor på obligationsmarknaderna bedöms de svenska finansiella förhållandena vara mindre expansiva än vad de var vid det penningpolitiska mötet i februari.

---

### 2.1 Högre inflationsförväntningar och stor osäkerhet

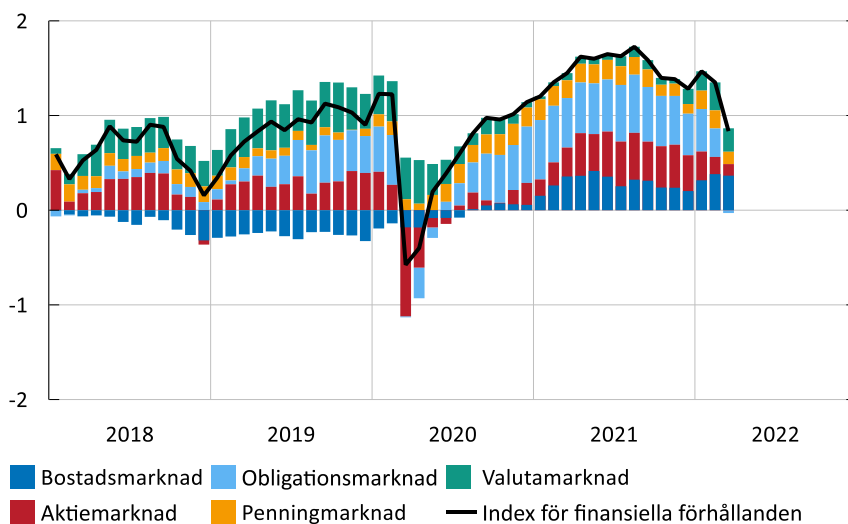
Inflationen har ökat oväntat snabbt i spåren av pandemin och inflationsförväntningarna har fortsatt att stiga sedan årsskiftet. Detta har i sin tur inneburit att centralbanker runt om i världen signalerar att man avser höja räntan mer i närtid och påskynda anpassningen av köp och innehav av värdepapper i en mer åtstramande riktning. Detta har sammantaget fått räntor på statsobligationer och andra räntebärande värdepapper att stiga. Osäkerheten kring händelseutvecklingen efter Rysslands invasion av Ukraina och de politiska och ekonomiska konsekvenserna av omvärldens sanktioner mot Ryssland skapade stor osäkerhet och högre inflationsförväntningar i slutet av februari och början av mars. Marknaderna fortsatte dock ändå att fungera utan större problem.

Även i Sverige har inflationen stigit oväntat snabbt i år. Enligt terminsprissättningen förväntar sig marknadsaktörerna därför nu att Riksbanken höjer reporäntan flera gånger redan i år, vilket har bidragit till uppgången i räntorna på statsobligationer. Räntan på företagsobligationer har samtidigt ökat lite mer. Även om riskaptiten och priserna på många finansiella marknader periodvis har varierat kraftigt är kronkursen

ungefär oförändrad sedan det penningpolitiska mötet i februari och aktiepriserna har sjunkit. Utvecklingen har inneburit att de finansiella förhållandena har blivit stramare under mars, främst till följd av stigande räntor på obligationsmarknaderna (se diagram 15).

### Diagram 15. Index för finansiella förhållanden i Sverige

Standardavvikelser. Ett högre värde anger mer expansiva finansiella förhållanden



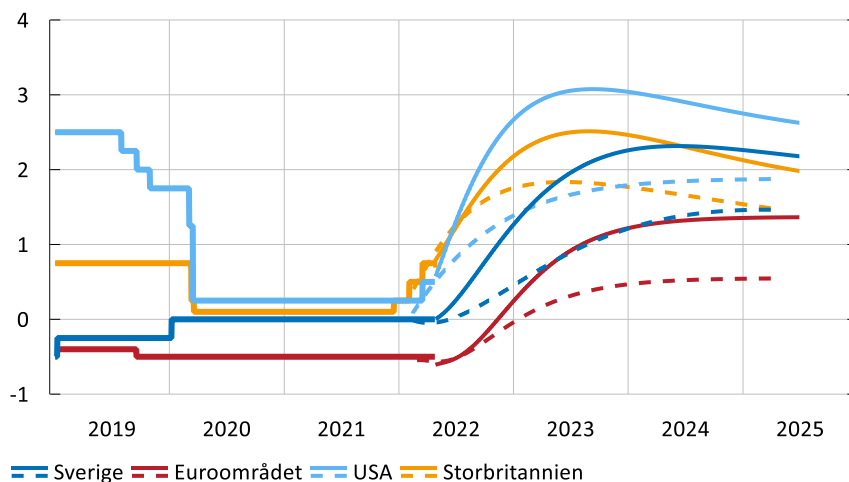
Källa: Riksbanken.

### Centralbankerna höjer styrräntorna tidigare

I och med att inflationen sedan en tid stigit så snabbt och på sina håll blivit mycket hög har penningpolitiken, som i stora delar av omvärlden varit expansiv under lång tid, nu börjat föras i en mindre expansiv riktning. Många centralbanker har höjt eller signalerat höjningar av styrräntan och anpassat köpen och innehaven av värdepapper i en åtstramande riktning. Detta har fått marknadens aktörer att förvänta sig högre styrräntor de närmaste åren, något som indikeras av terminspriseringen på de finansiella marknaderna (se diagram 16).

**Diagram 16. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning**

Procent



Anm. Terminräntorna beskriver marknadsbaserade förväntningar om dagslåneräntan, vilket inte alltid motsvarar styrräntan. Heldragna linjer avser terminräntor 2022-04-25. Streckade linjer avser terminräntor 2022-02-08. För euroområdet ersattes dagslåneräntan EONIA med ESTR som underliggande ränta i terminskontrakten 2022-01-01. I diagrammet visas därför terminskontrakt med ESTR som underliggande ränta.

Källor: Macrobond och Riksbanken.

Utvecklingen är särskilt tydlig för den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, som vid sitt möte i mars höjde intervallet för styrräntan med 25 baspunkter till 0,25–0,50 procent. Medianledamoten i den penningpolitiska kommittén (FOMC) väntar sig dessutom att styrräntan når 1,9 procent i slutet av året, vilket är betydligt högre än den föregående bedömningen vid mötet i december i fjol. Samtidigt kommunicerade centralbanken att man avser besluta att inom kort låta obligationsinnehavet minska, vilket preciserades i mötesprotokollet. Prissättningen i terminskontrakt tyder på att aktörerna på de finansiella marknaderna väntar sig att den amerikanska styrräntan är ungefär 2,7 procent i slutet av 2022 och ungefär 3,3 procent i slutet av 2023 (se diagram 16).

Den europeiska centralbanken (ECB) lämnade som väntat styrräntorna oförändrade vid sitt möte i april och höll även fast vid beslutet i mars att trappa ned sina månatliga köp inom tillgångsköpsprogrammet APP under andra kvartalet. Under tredje kvartalet avser ECB att övergå till en fas där de endast köper i syfte att kompensera för de obligationer i innehavet som förfaller. Detta är enligt ECB:s tidigare kommunikation en förutsättning för att man ska överväga styrräntehöjningar. Enligt terminsprissättningen väntar sig marknadsaktörerna att ECB har höjt inlåningsräntan till 0,2 procent i slutet av 2022 och 1,4 procent i slutet av 2023 (se diagram 16). Vid marsmötet beslutade även ECB, i linje med tidigare kommunikation, att efter mars inrikta tillgångsköpen inom pandemiprogrammet PEPP på att kompensera för förfallande obligationer. ECB har dock ännu inte signalerat någon tidpunkt för när man avser minska innehavet inom APP och upphör att återinvestera förfallande obligationer inom PEPP tidigast i början av 2025.

I likhet med den amerikanska centralbanken höjde den brittiska centralbanken, Bank of England, styrräntan med 25 baspunkter till 0,75 procent vid sitt möte i mars. Vid föregående möte i februari beslutade man att minska sitt obligationsinnehav genom att sluta återinvestera obligationer som förfaller och börja sälja av sitt innehav av företagsobligationer. Enligt terminsprisättningen förväntar sig marknadsaktörerna att Bank of England höjer räntan till ungefär 2,2 procent i slutet av året och 2,5 procent i slutet av 2023 (se diagram 16).

Även andra centralbanker har börjat trappa ned sina tillgångsköp och har signalerat eller inlett höjningar av styrräntan. Norges bank beslutade vid sitt möte i mars att höja styrräntan med 0,25 procentenheter till 0,75 procent och publicerade en prognos med tre ytterligare höjningar i år. Den kanadensiska centralbanken höjde styrräntan för första gången på tre år från 0,25 till 0,5 procent vid sitt möte i mars och höjde styrräntan ytterligare med 0,5 procentenheter till 1 procent i april, då man också beslutade att sluta köpa värdepapper för att kompensera för förfallande obligationer i sitt innehav. Den australiska centralbanken höll styrräntan fortsatt oförändrad på 0,10 procent vid sitt penningpolitiska möte i april efter att ha beslutat att sluta utöka innehavet av obligationer vid mötet i februari. Den nya zeeländska centralbanken höjde däremot styrräntan med 0,5 procentenheter till 1,5 procent i april. I februari beslutade man att minska sitt obligationsinnehav genom att sluta återinvestera obligationer som förfaller.

### **Räntor på den svenska penningmarknaden nära reporäntan**

De svenska terminsräntorna har också stigit sedan februari och marknadsaktörerna förväntar sig nu att Riksbanken höjer reporäntan till ungefär 1,3 procent i slutet av året (se diagram 16). I Kantar Sifos Prosperaundersökning i april väntade sig penningmarknadens aktörer i genomsnitt att Riksbanken höjer reporäntan till 1,15 procent inom de närmaste två åren, och ytterligare till 1,49 procent inom fem år. I linje med det Riksbanken beslutat väntar sig medianrespondenten att Riksbanken kommer att köpa obligationer för 37 miljarder kronor under andra kvartalet i år. Enligt samma undersökning väntar sig medianrespondenten att Riksbanken sedan köper obligationer för totalt 30 miljarder kronor de efterföljande tre kvartalen.<sup>14</sup>

Riksbanken har köpt obligationer i penningpolitiskt syfte sedan 2015, vilket har inneburit att likviditetsöverskottet i banksystemet har ökat avsevärt.<sup>15</sup> Riksbankens beslut om nya tillgångsköp och utlåningsprogram under pandemin förstärkte denna utveckling (se diagram 17).

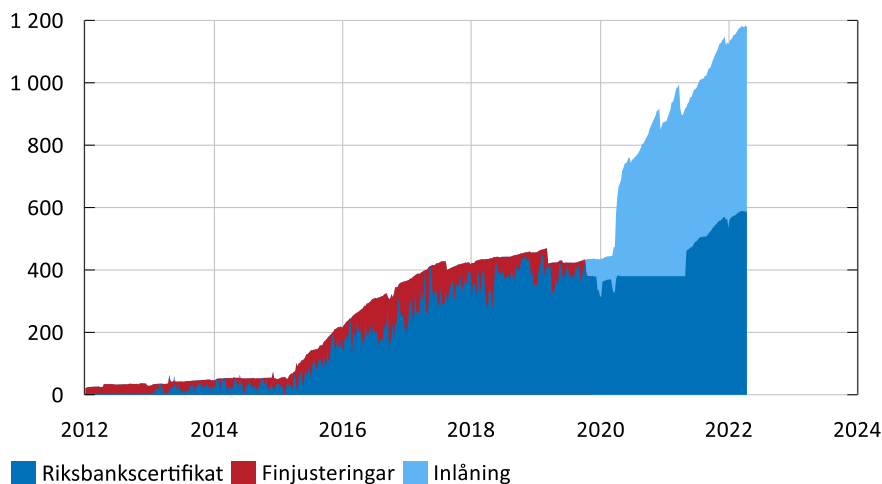
---

<sup>14</sup> Ett genomsnitt av respondenternas svar riskerar att bli missvisande då spridningen i dessa är mycket stor, möjligen för att respondenterna uppfattar frågan något olika. Frågan gäller innevarande kvartal och kommande tre kvartal.

<sup>15</sup> Bankernas likviditetsöverskott gentemot Riksbanken representerar Riksbankens likviditetsskuld till banksystemet. Även Riksbankens köp av utländsk valuta i syfte att ersätta den externa finansieringen av valuta-reserven innebär att likviditetsöverskottet i banksystemet ökar. Dessa köp har inte något penningpolitiskt syfte.

**Diagram 17. Likviditetsöverskott i banksystemet, inlåning och Riksbankscertifikat**

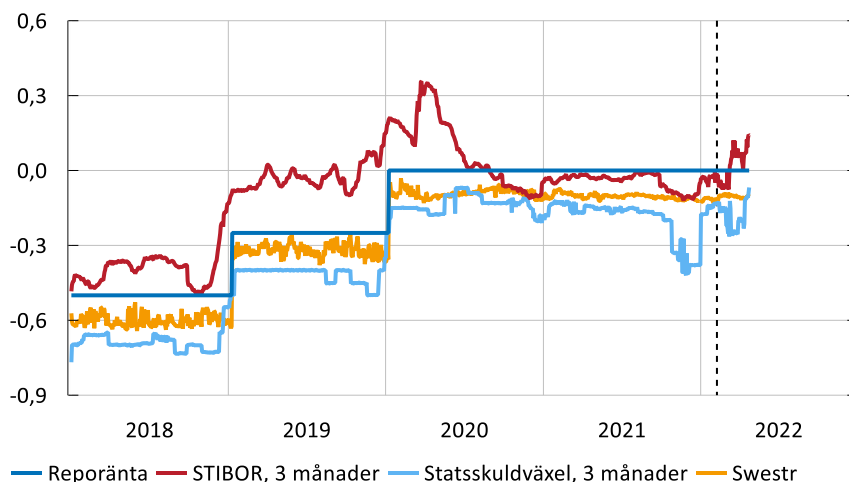
Miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

**Diagram 18. Reporäntan och 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 februari.

Källor: Macrobond, Refinitiv och Riksbanken.

Referensräntan Swestr visar att de faktiska transaktioner som genomförs på den svenska penningmarknaden från en bankdag till nästa fortsatt sker till en ränta nära inlåningsräntan i Riksbankens stående facilitet (se diagram 18).<sup>16</sup> Räntorna för att låna eller placera pengar på den svenska penningmarknaden fortsätter samtidigt att följa

<sup>16</sup> Swestr kan användas i finansiella kontrakt från och med den första september 2021. För mer information se <https://www.riksbank.se/sv/statistik/swestr/>. Inlåningsräntan i Riksbankens stående facilitet uppgår till styrräntan -10 baspunkter.

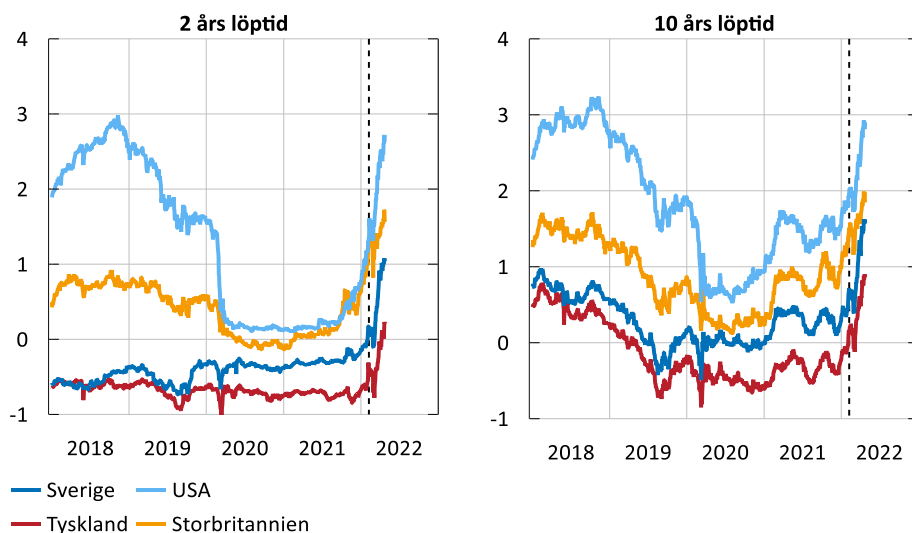
reporäntan. Uppgången i räntorna på lån med 3 månaders löptid på interbankmarknaden, STIBOR, förklaras av förväntningar bland marknadsaktörer om att Riksbanken med viss sannolikhet höjer räntan i april.

### Snabb uppgång i statsobligationsräntorna

Statsobligationsräntorna har i många länder, däribland Sverige, stigit snabbt sedan det penningpolitiska beslutet i februari, även om osäkerheten i samband med den ryska invasionen av Ukraina tillfälligt innebar en hög efterfrågan på statsobligationer och lägre räntor i slutet av februari. Ränteuppgången är störst för statsobligationer med kortare löptider, som i stor utsträckning påverkas av signalerna om tidigare lagda styrräntehöjningar (se diagram 19). Uppgången är påtaglig i USA där inflationen är mycket hög och marknadsaktörerna nu förväntar sig betydligt fler och snabbare räntehöjningar än tidigare, i linje med vad den amerikanska centralbanken signalerat. Även i Sverige är ränteuppgången sedan det penningpolitiska mötet i februari markant. Uppgången i den femåriga statsobligationsräntan sedan det penningpolitiska mötet i februari motsvarar i stort sett uppgången i den förväntade korträntan, även om kraftigt ökad efterfrågan på säkra tillgångar i samband med den ryska invasionen av Ukraina bidrog till att ränteskillnaden mellan statsobligationer och den förväntade korträntan tillfälligt divergerade (se diagram 23).

**Diagram 19. Statsobligationsräntor**

Procent



Anm. Nollkupongräntor för Sverige, Tyskland och Storbritannien. 2-årig och 10-årig benchmarkränta för USA. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i februari.

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

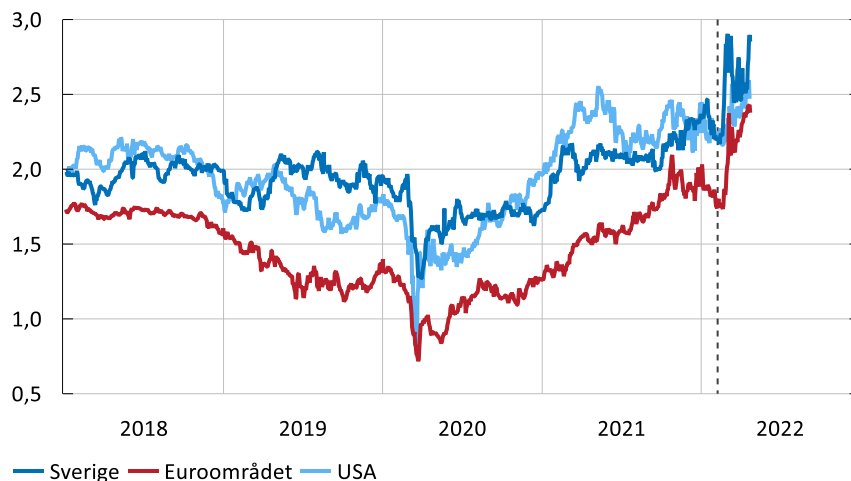
De långsiktiga inflationsförväntningarna har ökat på senare tid i många länder. För flera länder är uppgången tydligast i de marknadsbaserade måtten (se diagram 20).<sup>17</sup>

<sup>17</sup> De marknadsbaserade måtten är inte nödvändigtvis rena mått på förväntningarna eftersom de också speglar olika marknadsförhållanden. Detta kan vara en förklaring till att dessa mått ibland avviker från de

I Sverige har marknadsbaserade mått på de långsiktiga inflationsförväntningarna stigit sedan det penningpolitiska mötet i februari och är nu tydligt över två procent (se diagram 20). Även enligt Kantar Sifos Prosperaundersökning har inflationsförväntningarna stigit jämfört med tidigare i år, i synnerhet förväntningarna på kortare sikt. Enligt undersökningen som genomfördes i början av april förväntade sig penningmarknadens aktörer i genomsnitt att priserna på ett års sikt kommer öka med mer än 3 procent. Enligt samma undersökning väntades inflationen dock sjunka tillbaka till något över 2 procent på fem års sikt. De svenska inflationsjusterade räntorna, realräntorna, är sammantaget nära vad de var vid det penningpolitiska mötet i februari, men något högre på kortare löptider och något lägre på längre löptider.

**Diagram 20. Långsiktiga inflationsförväntningar i Sverige, euroområdet och USA**

Procent



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

Källor: Bloomberg, Macrobond och Riksbanken.

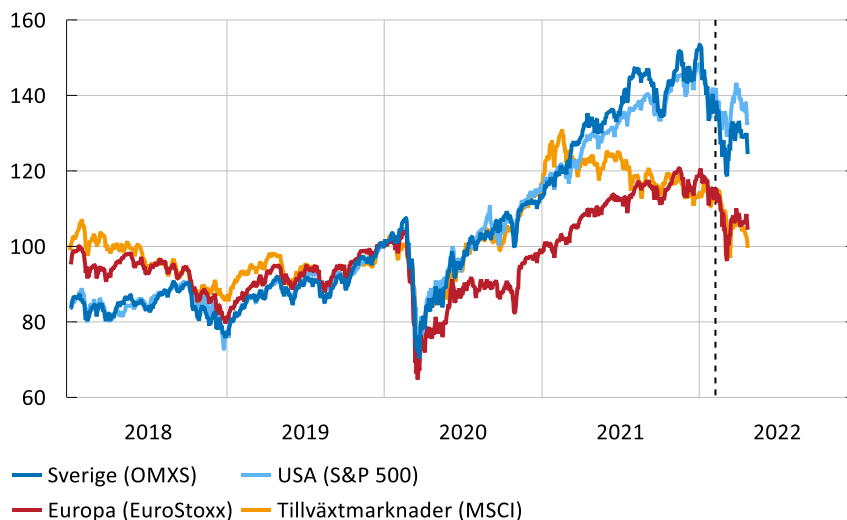
### Två kast i priserna på riskfyllda tillgångar

En förväntan om högre framtida räntor och en lägre efterfrågan på riskfyllda har sedan årsskiftet bland annat tagit sig uttryck i fallande aktiepriser. Osäkerheten om vad kriget i Ukraina ska innebära för företagens framtidsutsikter förstärkte först utvecklingen, men börserna har därefter återhämtat sig (se diagram 21). Sammantaget har de amerikanska aktiepriserna sjunkit med drygt 10 procent sedan årsskiftet och i Sverige har OMXS sjunkit med ungefär 20 procent under samma period.

enkätbaserade måtten. Det svenska marknadsbaserade måttet är dessutom baserat på inflationstakten mätt med KPI, och kan därigenom påverkas positivt av förväntningar om högre styrräntor.

**Diagram 21. Börsutveckling i inhemsk valuta**

Index, 2019-12-31 = 100



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

Källa: Macrobond.

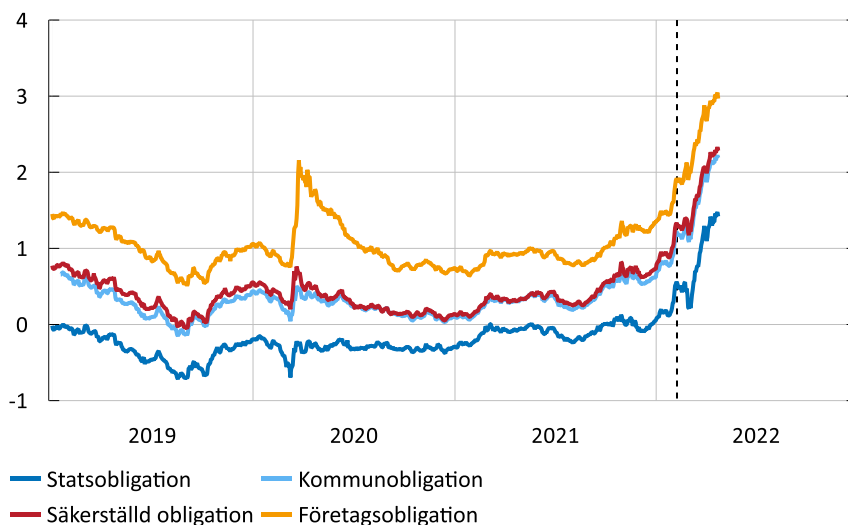
Räntemarknaderna präglas av en allmän ränteuppgång (se diagram 22). En minskad vilja att ta risk och signaler om anpassningar av centralbankernas tillgångsinnehav i en stramare riktning är tänkbara förklaringar till att skillnader mellan räntor på mer riskfyllda obligationer och den förväntade korträntan, mätt med räntan på så kallade ränteswappar har ökat något (se diagram 23).<sup>18</sup> De svenska statsobligationsräntorna har däremot inte ökat i samma utsträckning som den förväntade korträntan det senaste halvåret. Bortsett från tillfälliga variationer i efterfrågan på statsobligationer, bland annat i samband med den ryska invasionen av Ukraina, bedöms denna utveckling bland annat avspegla marknadens förväntningar om att utbudet av riskfria tillgångar ska fortsätta vara litet. Statens lånebehov är litet och det innebär att en begränsad mängd statsobligationer emitteras samtidigt som Riksbanken äger en stor andel av utestående volymer statsobligationer.

<sup>18</sup> 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.



**Diagram 22. Räntor för olika obligationsslag, 5 års löptid**

Procent

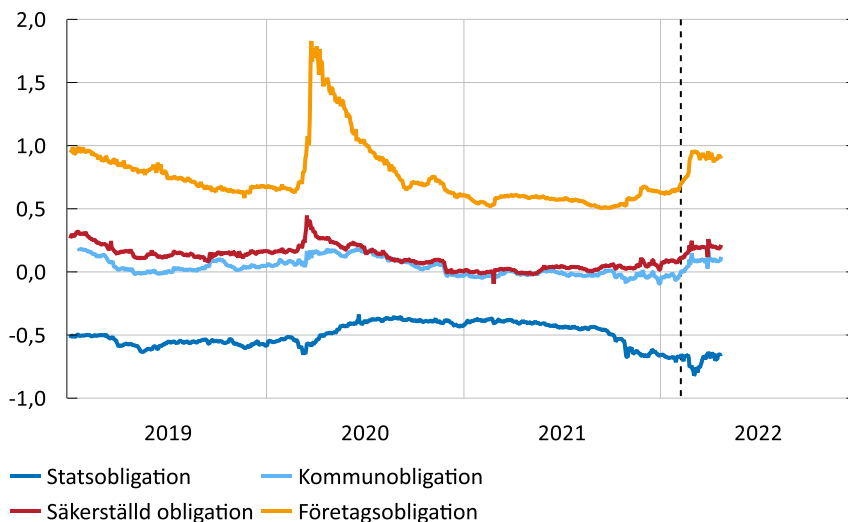


Anm. Statsobligationer, Kommuninvest, säkerställda obligationer och företagsobligationer avser nollkupongränta. Företagsobligationer avser obligationer/företag med kreditbetyg motsvarande Investment grade. Säkerställda obligationer avser obligationer utgivna av Stadshypotek och kommunobligationerna är utgivna av Kommuninvest i Sverige AB. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i februari.

Källor: Bloomberg, Macrobond, Refinitiv och Riksbanken.

**Diagram 23. Ränteskillnader mellan olika obligationsslag och ränteswap, 5 års löptid**

Procentenheter



Anm. Statsobligationer, Kommuninvest, 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 februari.

Källor: Bloomberg, Macrobond, Refinitiv och Riksbanken.

### Kronans utveckling har präglats av viljan att ta risker på de finansiella marknaderna och tydliga signaler om högre reporänta

Investerare betraktar normalt kronan som en mer riskfylld valuta än till exempel dollarn och euron. Kronkursen kan därför variera kraftigt under kortare perioder när osäkerheten på de finansiella marknaderna är stor och kronan försvagades följdriktigt i samband med den ryska invasionen av Ukraina i slutet av februari (se diagram 24). Kronan har därefter stärkts snabbt, vilket till viss del kan bero på att osäkerheten på de finansiella marknaderna har avtagit, men framförallt på att marknadsaktörerna nu förväntar sig en högre reporänta. Kronans växelkurs mot andra valutor, mätt med KIX, har försvagats med cirka 1,5 procent sedan årsskiftet, men är nära oförändrad jämfört med vid det penningpolitiska beslutet i februari. Kronan har försvagats några procent mot den amerikanska dollarn, men stärkts något mot euron.

**Diagram 24. 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 exkluderats ur indexet. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i februari.

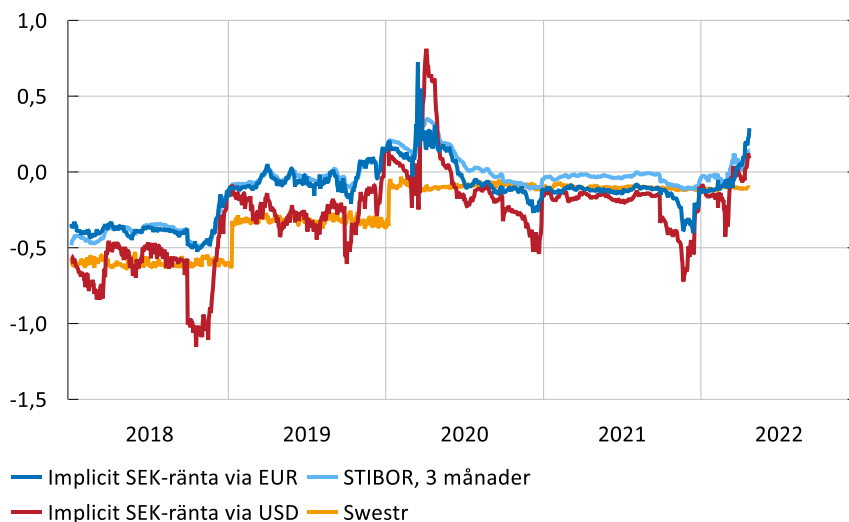
Källa: Riksbanken.

## 2.2 Högre förväntad reporänta bidrar till dyrare lån för hushåll och företag

Trots att osäkerheten ökat på de finansiella marknaderna och att prissvängningarna periodvis varit kraftiga fortsätter svenska banker att möta räntor nära reporäntan på en stor del av sin kortfristiga finansiering. Den senaste tidens skift i marknadsaktörernas förväntningar i riktning mot tidigare lagda styrräntehöjningar har inneburit att såväl bankernas kortfristiga finansiering i kronor och utländsk valuta som räntorna på säkerställda obligationer, en viktig källa för bankernas långfristiga finansiering, har blivit dyrare (se diagram 22 och 25). En annan viktig finansieringskälla är bankernas inlåning från allmänheten. Den ökade kraftigt 2020 men växte sedan långsammare ifjol och har sedan flera år skett till räntor nära noll (se diagram 26).

**Diagram 25. Penningmarknadsräntor, i svenska kronor**

Procent

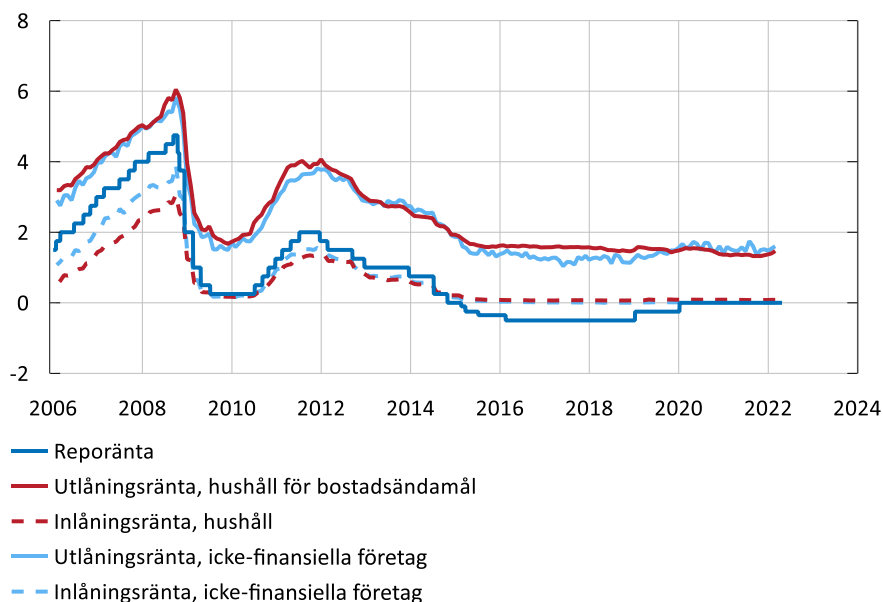


Anm. De implicita SEK-räntorna är beräknade med spot- och terminsväxelkurser samt 3-månadersräntor (EURIBOR och USDLIBOR). Swestr sjunker mycket kraftigt den sista bankdagen varje år, noteringar som utelämnats i detta diagram.

Källor: Bloomberg och Riksbanken.

**Diagram 26. Reporänta samt genomsnittlig in- och utlåningsränta till hushåll och företag, nya och omförhandlade lån**

Procent



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

Källor: SCB och Riksbanken.

## Hög kredittillväxt men stigande räntor

Den allmänna ränteuppgången ökar bankernas finansieringskostnader och det finns tecken på att den högre förväntade reporäntan bidrar till stramare finansieringsförhållanden för hushåll och företag. Samtidigt syns dessa endast i begränsad omfattning i den tidsmässigt eftersläpande statistiken för hushållens och företagens mer aggregerade kreditvolym och räntor.

Svenska företag finansierar sig främst via banklån, även om marknadsfinansieringsdel av upplåningen har ökat under senare år. Detta beror på att många större företag, inte minst inom fastighetssektorn, börjat emittera certifikat och obligationer. Såväl bankutlåningen som den utestående volymen emitterade värdepapper har ökat allt snabbare det senaste året och ökade med nästan 9 procent i februari respektive mars, mätt som årlig procentuell förändring (se diagram 27). Samtidigt indikerar ALMI:s låneindikator för första kvartalet i år något stramare finansieringsförhållanden framöver jämfört med föregående enkät. Även om de genomsnittliga räntorna för företagens lån endast steg marginellt till 1,6 procent i februari, var ränteuppgången på lån med längre löptider större (se diagram 26 och 28). Företagens kostnader för att finansiera sig på företagsobligationsmarknaden har dessutom stigit ytterligare under mars och april (se diagram 28).

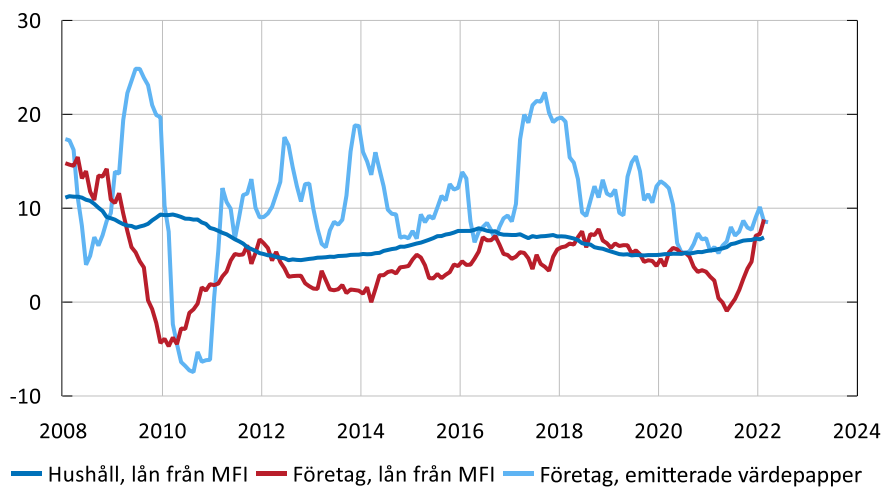
Svenska hushåll finansierar till stor del sina bostadsköp med lån. Detta har bidragit till att hushållens skulder hos MFI har ökat allt snabbare i spåren av de senaste årens kraftigt ökade bostadspriser och stora mängd nybyggda bostäder.<sup>19</sup> I februari ökade hushållens bostadslån med nästan 7 procent i årstakt och hushållens totala skulder ökade ungefär lika mycket (se diagram 27). Sammantaget innebär utvecklingen att hushållens så kallade skuldkvot, det vill säga hushållens skulder i förhållande till deras disponibla inkomster, nu uppgår till ungefär 200 procent. Detta motsvarar en uppgång med drygt 30 procentenheter de senaste 10 åren. Även för hushållen finns tecken på att de förväntade höjningarna av reporäntan börjar sätta avtryck i deras finansieringskostnader. De genomsnittliga räntorna för hushållens nya eller omförhandlade bolån har visserligen varit i stort sett oförändrade under en längre tid och ökade endast marginellt i februari, men ränteuppgången för bolån med längre bindningstider var samtidigt tydlig (se diagram 26 och 28). Den senaste tidens förväntningar om högre reporänta har också inneburit att bankerna fortsatt justera upp sina listade bolåneräntor i mars och april, i synnerhet för lån med lite längre bindningstider. Ett genomsnitt av de stora bolåneaktörernas listräntor med 5 års bindningstid var i mitten av april drygt 3 procent, vilket är den högsta nivån sedan 2014.

---

<sup>19</sup> Hushållens bostadslån utgör drygt 80 procent av de svenska hushållens skuld hos MFI.

**Diagram 27. Hushållens och företagens upplåning**

Årlig procentuell förändring

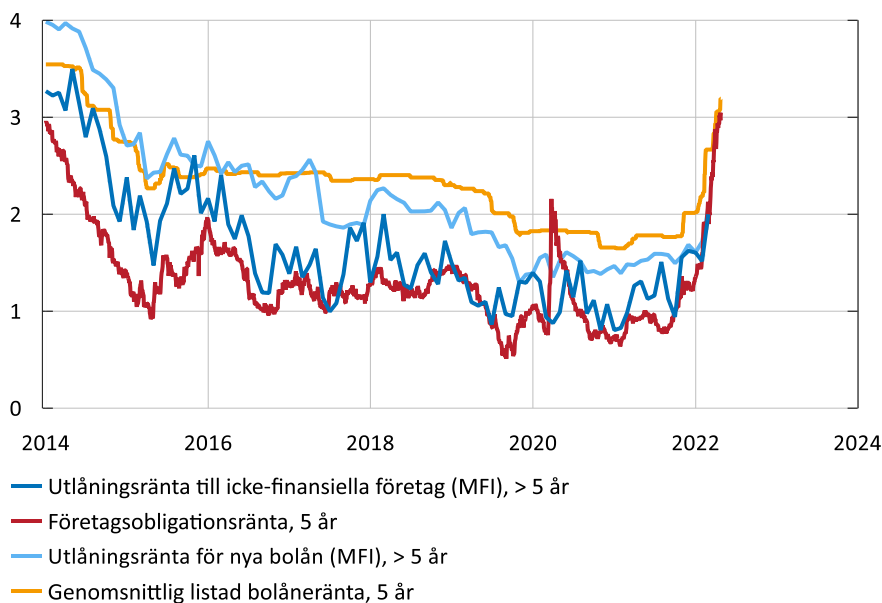


Anm. Monetära finansiella instituts utlåning till hushåll och icke-finansiella företag justerat för omklassificeringar samt köpta och sålda lån. De icke-finansiella företagens emitterade värdepapper är valutajusterade. Lån från MFI utgör cirka två tredjedelar av den totala utlåningen till företag medan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

Källa: SCB.

**Diagram 28. Räntor till företag och hushåll på lån med längre löptider**

Procent



Anm. Företagsobligationer avser företag med ett högt kreditbetyg. Den genomsnittliga listade bolåneräntan utgör ett genomsnitt av räntor från SEB, Swedbank, SHB, SBAB, Länsförsäkringar Bank och Nordea. Dessa räntor är högre än de räntor hushållen faktiskt möter, då bolåneaktörerna tillämpar ränterabatter.

Källor: SCB, respektive bolåneaktör och Riksbanken.

## 3 Snabbt stigande priser i världsekonomin

---

Svängningarna i efterfrågan under pandemin skapade störningar i globala värdekedjor. Den snabba återhämtningen i världsekonomin i kombination med frakt- och produktionsstörningar medförde att inflationen steg snabbt i många länder i fjol. Nu har Rysslands invasion av Ukraina och omfattande smittspridning i Kina förstärkt problemen i de globala leveranskedjorna och drivit upp energi-, varu- och livsmedelspriserna ytterligare. På kort sikt väntas det hämma investeringar och produktion, särskilt för europeiska företag. Den oväntat stora uppgången i inflationen innebär samtidigt att hushållens reala disponibla inkomster minskar i många länder, vilket väntas dämpa konsumtionen och tillväxten. Den ekonomiska utvecklingen är dock fortsatt god. Penningpolitiken i såväl omvärlden som Sverige läggs om i en tydligt mindre expansiv riktning för att föra inflationen mot målet. I euroområdet och Sverige väntas samtidigt finanspolitiska åtgärder ge ett visst stöd till ekonomin.

I mars uppgick KPIF-inflationen i Sverige till 6,1 procent. En viktig förklaring till den höga inflationen är de höga energipriserna. Men sedan årsskiftet är uppgången bred och rensat för energi ökade KPIF med 4,1 procent i mars. Inflationen väntas i år uppgå till i genomsnitt cirka 5 procent. En stramare penningpolitik bidrar till att inflationen blir nära målet på 2 procent från 2024.

---

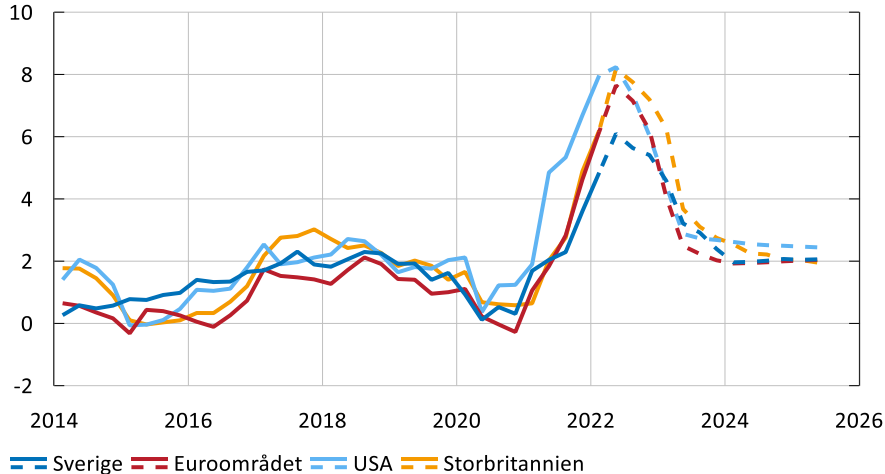
### 3.1 Den ryska invasionen dämpar den ekonomiska utvecklingen och spär på inflationen

Den ekonomiska utvecklingen i omvärlden var god i början av året, trots den snabba smittspridningen under omikronvågen. Inflationen har dock stigit snabbt. Efterfrågan på varor steg kraftigt under pandemin och utbudet har inte kunnat hålla jämna steg. Störningarna i de globala leveranskedjorna förvärrade problemen, vilket lett till stigande priser på bland annat elektronik, begagnade bilar och möbler. Efterfrågan på varor är fortsatt hög samtidigt som efterfrågan i tjänstesektorn nu normaliseras. Den årliga prisökningstakten har stigit tydligt i de hårt drabbade tjänstebranscher som snabbt återhämtade sig efter pandemin när restriktionerna drogs tillbaka, till exempel hotell, restaurang och resor. Under återhämtningen från pandemin har också priserna på energi och insatsvaror ökat snabbt och ger sedan en tid tydliga avtryck också i konsumentled (se diagram 29). Rysslands invasion av Ukraina förstärker den stigande inflationen, dels via högre energi-, råvaru- och livsmedelspriser, dels via förnyade problem i de globala leveranskedjorna. Den ekonomiska utvecklingen dämpas, åtminstone i närtid. Förtroendeindikatorerna har sjunkit tydligt, framför allt i

euroområdet (se diagram 30). I många länder läggs nu penningpolitiken om i en tydligt mindre expansiv riktning för att föra inflationen mot målet.

**Diagram 29. Konsumentpriser i olika länder och regioner**

Årlig procentuell förändring

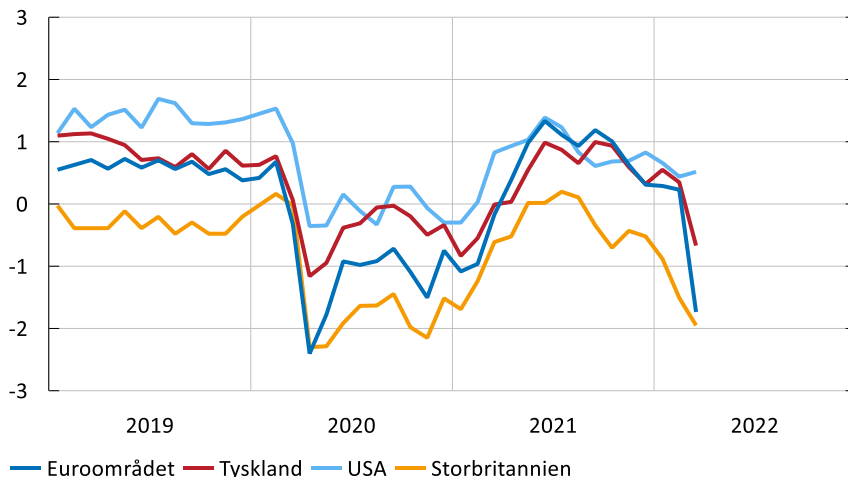


Anm. Konsumentpriser visar kvartalsdata och avser KPIF för Sverige, KPI för USA och Storbritannien och HIKP för euroområdet. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

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

**Diagram 30. Konsumentförtroendet**

Standardiserade data, medelvärde=0, standardavvikelse=1



Källor: Conference Board, EU-kommissionen och GfK Consumer Survey.

Västvärldens sanktioner mot Ryssland har varit många, omfattande och koordinerade. För Ryssland är de ekonomiska effekterna redan betydande och den ryska ekonomin bedöms gå in i en kraftig recession i år. Krigets konsekvenser för Ukrainas ekonomi är förödande. Att återuppbygga Ukraina och återskapa landets produktionskapacitet kommer att bli en av de stora europeiska samhällsutmaningarna de kommande decennierna.

Ryssland är en liten ekonomi, ungefär 1,5 procent av världens BNP, och handeln med Ryssland är relativt begränsad i de flesta länderna i Europa.<sup>20</sup> Men de ekonomiska effekterna av kriget kan ändå bli betydande i omvärlden, vilket hänger samman med vad som exporteras från Ryssland, Ukraina och Belarus. Under 2020 stod Ryssland för omkring en fjärdedel av EU:s import av olja och ungefär 40 procent av naturgasen.<sup>21</sup> Särskilt den senare är svår att fullt ut ersätta, eftersom det förutom andra leverantörer också kräver investeringar i infrastruktur.

Energipriserna har stigit ytterligare till följd av kriget (se diagram 53). Prisvariationerna är stora, men jämfört med den penningpolitiska rapporten i februari ligger terminspriserna för leverans av olja och naturgas det kommande året ungefär 25 respektive 30 procent högre. Prisuppgången på gas beror dels på risken för att leveranserna från Ryssland ska minska, men också på att efterfrågan ökat. EU:s gaslager är små och man försöker nu snabbt återställa dem inför kommande vinter. Därtill har EU-kommissionen kommunicerat att man kraftigt vill minska beroendet av rysk gas redan i år, vilket ytterligare ökar efterfrågan från alternativa leverantörer.<sup>22</sup>

Utöver energi exporterar Ryssland också viktiga insatsvaror till tillverkningsindustrin, till exempel nickel, palladium och platina.<sup>23</sup> Råvarupriserna har stigit under pandemin och steg ytterligare när invasionen inleddes (se diagram 31). Ukraina producerar också viktiga insatsvaror. Minskade eller uteblivna leveranser av exempelvis kablage från Ukraina har lett till periodvisa produktionsstopp i tysk bilindustri. Bristen på halvledare riskerar också att förvärras. Drygt hälften av det globala utbudet av neon som används i tillverkningen av halvledare och mikrochip raffinerar av en handfull företag i Ukraina, två i Odessa och ett i Mariupol.<sup>24</sup>

I februari bedömde Riksbanken att utbudsproblemen successivt skulle avta under 2022. Men kriget i Ukraina, och en kraftigt ökad smittspridning i Kina, har spätt på problemen med både leveranser och komponentbrist på många håll i tillverkningsindustrin. Leveranstiderna, som i början av året visade tecken på att börja normaliseras, har åter ökat (se diagram 31). Även fraktpriserna är fortsatt höga. Priset för containerfrakt har nästan femfaldigats sedan inledningen av pandemin. Kostnaden för att skeppa råmaterial (till exempel järnmalm, kol eller spannmål), föll under senare delen av 2021, men har nu åter börjat stiga.

---

<sup>20</sup> Undantaget är de baltiska länderna, som har betydligt mer omfattande handel. Det är också värt att notera att Norge, som är Sveriges största handelspartner, i stället gynnas av den senaste tidens utveckling.

<sup>21</sup> Hittills i år är dock EU:s import av rysk naturgas relativt låg och de baltiska länderna har redan stoppat all import av rysk olja och gas. Tyskland avser halvera rysk oljeimport till sommaren och avsluta den helt under loppet av 2022.

<sup>22</sup> EU-kommissionens plan, kallad REPowerEU, innebär att importen av rysk naturgas ska minska med två tredjedelar i år. Se [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_22\\_1511](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_22_1511).

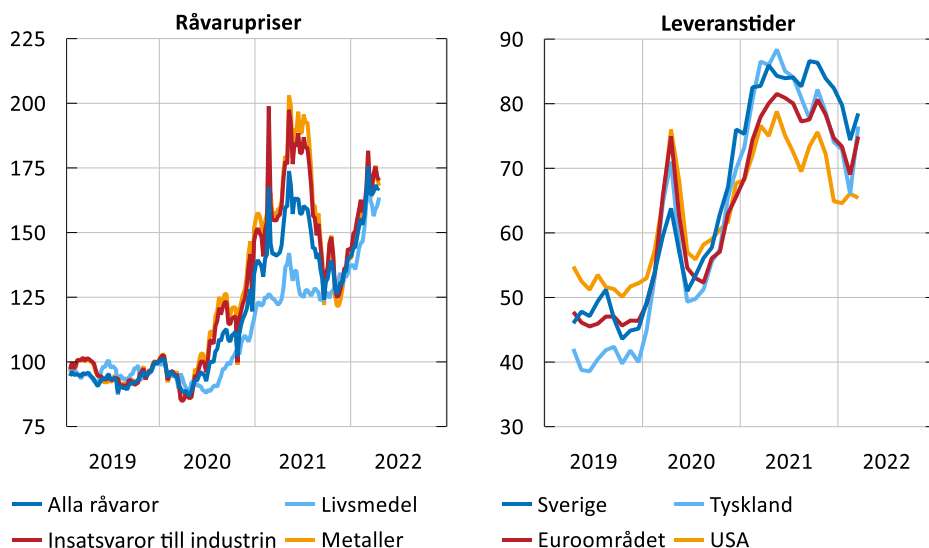
<sup>23</sup> Nickel används till exempel i batterier. Palladium, platina och neon behövs i produktionen av halvledare, som används i allt ifrån mobiltelefoner och datorer till bilar.

<sup>24</sup> Neogasen är en biprodukt av rysk ståltillverkning, som skickas till Ukraina för att renas och i sin tur skickas till halvledarproducenter utomlands.



**Diagram 31. Råvarupriser och leveranstider**

USD, Index, 2019 vecka 52 = 100 (vänster) respektive diffusionsindex (höger)



Anm. För leveranstiderna (höger bild) indikerar ett värde på 50 att leveranstiderna inte förändrats från föregående månad, värden under 50 indikerar att leveranstiderna har blivit kortare och över 50 att leveranstiderna har blivit längre. PMI Markit för euroområdet och Tyskland publicerades den 6 april.

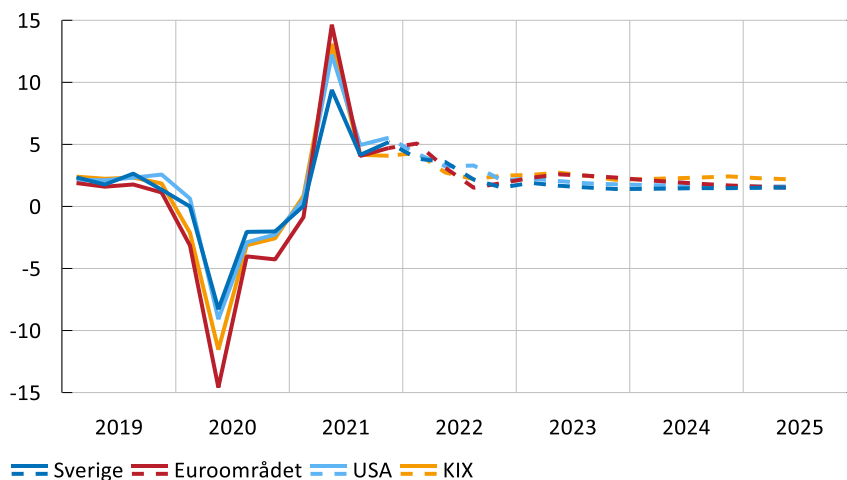
Källor: The Economist, Institute for Supply Management (ISM), Markit Economics och Swedbank.

Energi- och råvarupriserna väntas även påverka priserna på andra varor och tjänster framöver, bland annat på livsmedel (se fördjupningen "Mycket talar för hög inflation i år och nästa år"). Ryssland exporterar stora mängder spannmål och är, tillsammans med Belarus, ledande exportörer av konstgödsel. Även Ukraina är en av världens största spannmålsproducenter och exporterar framför allt vete och majs. En betydande andel av Ukrainas jordbruksareal kan bli obrukbar i år och att exporten via hamnarna mot Svarta havet är starkt begränsad till följd av den ryska invasionen. Priserna på till exempel vete och majs har stigit markant efter invasionen (se diagram 55).

Sammantaget bedömer nu Riksbanken att KIX-BNP växer med 2,9 procent i år (se diagram 32), vilket är en nedrevidering med en procentenhet jämfört med den penningpolitiska rapporten i februari. Den höga inflationen minskar hushållens köpkraft och håller, tillsammans med en stramare penningpolitik, tillbaka konsumtionen och bidrar till att tillväxten växlar ner. Den ekonomiska utvecklingen är dock fortsatt god.

**Diagram 32. 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. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

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

Stigande räntor väntas ge stramare finansiella förhållanden i flera tillväxtekonomier i ett läge där de offentliga finanserna är hårt ansatta efter pandemin. Samtidigt är utgångsläget i vissa avseenden bättre än när räntorna höjdes 2013 och 2018. Generellt är valutareserverna större och bytesbalanserna starkare. Höga energi-, råvaru- och livsmedelspriser väntas dock slå hårdare på efterfrågan jämfört med i utvecklade ekonomier och hålla tillbaka tillväxten framöver.

**Tydlig inbromsning väntas i euroområdets ekonomi**

I euroområdet växte BNP med måttliga 0,3 procent under fjärde kvartalet förra året jämfört med föregående kvartal. Skälet var bland annat den senaste pandemivågen som bidrog till att hushållens konsumtion sjönk med 0,3 procent. Fram till Rysslands invasion av Ukraina den 24 februari sågs dock tydliga tecken på en starkare utveckling i början av året. Effekterna av pandemin avtog och det fanns också tecken på att flaskhalsproblemen börjat minska. Förtroendet steg tydligt i tjänstesektorn och var fortsatt gott i tillverkningsindustrin och bland konsumenterna. Detaljhandeln utvecklades starkt, arbetsmarknaden fortsatte att stärkas och arbetslösheten sjönk till 6,8 procent i februari. Inflationen har fortsatt att stiga och uppgick till 7,4 procent i mars. Även om energipriserna bidrog mest så var även prisökningen på livsmedel, tjänster och kapitalvaror ovanligt hög. Prisökningarna har alltså spridit sig allt mer och återspeglar inte bara direkta effekter av höga olje- och gaspriser. Den underliggande inflationen, mätt med HIKP exklusive energi, livsmedel, alkohol och tobak, har också stigit tydligt sedan förra sommaren och uppgick till 2,9 procent i mars. Trots att efterfrågan på arbetskraft blivit allt starkare har löneökningstakten hittills varit måttlig, men den bedöms stiga något framöver.

Kriget, i kombination med västvärldens sanktioner, har ökat osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen och ger ytterligare tryck uppåt på inflationen (se fördjupningen "Ekonomiska konsekvenser av kriget i Ukraina"). För euroområdet gäller osäkerheten

främst tillgången till rysk energi och effekter av att på sikt fasa ut denna, samt omfattningen av flyktingkrisen som konflikten för med sig.<sup>25</sup> Även om hushållen i viss utsträckning kompenseras för de höga energipriserna via olika statliga stöd minskar hushållens reala disponibla inkomster till följd av den höga inflationen, och detta tillsammans med osäkerheten om utvecklingen framöver, bidrar till att dämpa konsumtionen. Ett tydligt tecken på det syns i EU-kommissionens mått för konsumentförtroendet som föll påtagligt i mars och nu befinner sig nära den nivå som uppmättes i början av pandemin (se diagram 30). I närtid väntas även företagen att avvakta med investeringar.<sup>26</sup> Sammantaget väntas en relativt dämpad BNP-tillväxt första halvåret i år, följt av en återhämtning under senare delen av året.

Behov av finanspolitiska åtgärder har ökat. Kriget har drivit människor på flykt i en omfattning som inte setts i Europa sedan andra världskriget. EU har för första gången aktiverat massflyktsdirektivet, vilket innebär att personer från Ukraina erbjuds tidsbegränsat uppehålls- och arbetstillstånd inom EU i upp till tre år. Det medför ökade offentliga utgifter i form av ekonomiskt stöd, kostnader för skola, sjukvård och boende. Utöver att regeringar kompenserar hushållen för de stigande energipriserna väntas också betydande privata och offentliga investeringar för att på sikt frigöra EU från beroendet av ryskt energi. Den 8 mars presenterade EU-kommissionen en plan för detta. Målsättningen är att EU ska klara sig utan rysk energi år 2030 och att två tredjedelar av utfasningen ska uppnås inom ett år.<sup>27</sup> Hotbilden i Europa har dessutom förändrats snabbt och flera länder, inklusive Tyskland, har annonserat högre försvarsutgifter framöver.

Inflationen och inflationsförväntningarna, som också stigit, och ett gradvis stigande resursutnyttjande, bidrar till något högre löneökningstakter framöver. I Tyskland kommer minimilönerna höjas relativt mycket i oktober, vilket påverkar ungefär sex miljoner arbetstagare. Därtill ska många avtal förhandlas om under hösten och ledande fackföreningar i Tyskland väntas under sommaren, när inflationen enligt Riksbankens prognos bedöms vara som högst, komma med lönekrav inför centrala förhandlingar i ett antal sektorer och regioner. Arbetslösheten bedöms minska ytterligare under prognosperioden. Den allt starkare arbetsmarknaden i kombination med den höga inflationen väntas medföra krav på kompensation som får löneökningstakten att stiga något snabbare än vad som väntades i den penningpolitiska rapporten i februari. Med viss fördröjning leder detta till en ytterligare press uppåt i underliggande inflation. Livsmedelspriserna väntas stiga ytterligare till följd av kriget, men ökningstakten för såväl energi- som livsmedelspriserna väntas falla tillbaka under andra halvåret i år. HIKP-inflationen i euroområdet dämpas från 6,8 procent i år till 2,7 procent 2023 och till 2,0 procent 2024 (se även diagram 29). ECB väntas föra en gradvis mindre expansiv penningpolitik framöver, men räntorna är fortsatt låga. De nya finanspolitiska satsningarna, en starkare arbetsmarknad och en så småningom lägre inflation bidrar till

<sup>25</sup> Enligt UNHCR har hittills har över 5 miljoner människor flytt Ukraina och långt fler är på flykt inom landet <https://data2.unhcr.org/en/situations/ukraine>.

<sup>26</sup> I mars sjönk företagens förtroende i euroområdet kraftigt enligt analytiker på de finansiella marknaderna (ZEW-index) och ytterligare lite till i april. Även IFO-index för Tyskland föll kraftigt i mars men steg något i april, medan inköpschefsindex för euroområdet sjönk marginellt i mars och steg i april.

<sup>27</sup> Den 25 mars slöt också EU och USA ett avtal kring ytterligare amerikanska leveranser av naturgas. I år innebär det ytterligare 15 miljoner kubikmeter (utöver tidigare 22).

att de reala disponibla inkomsterna stiger igen. BNP-tillväxten väntas sjunka från 5,4 procent 2021 till 2,9 procent i år, 2,4 procent 2023 och 1,9 procent 2024.

### **Resursutnyttjandet är högt och arbetsmarknaden blir allt stramare i USA**

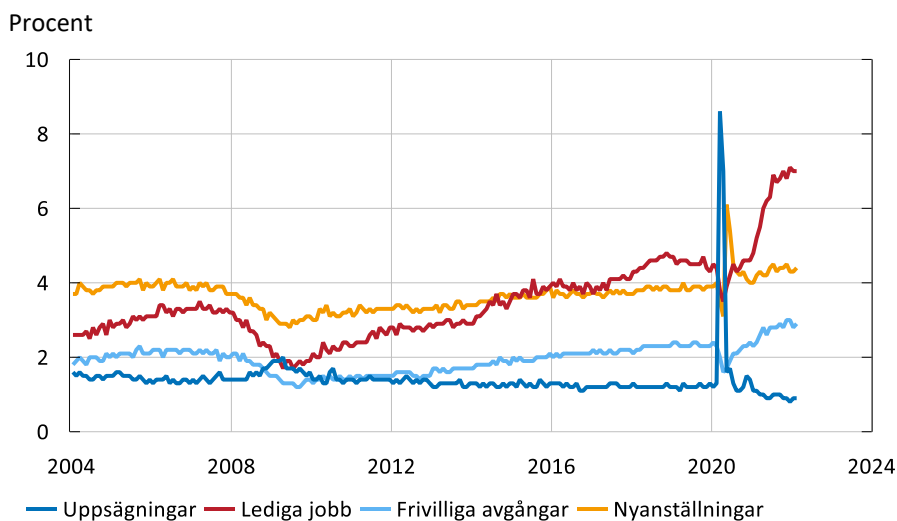
USA:s ekonomi väntas inte påverkas av kriget i Ukraina i samma utsträckning som euroområdet. BNP växte 1,7 procent under fjärde kvartalet förra året jämfört med föregående kvartal och för helåret uppgick tillväxten till 5,7 procent. Det var främst lagerinvesteringar, men också privat konsumtion, som bidrog till tillväxten. Framöver dämpas tillväxten gradvis. Konsumentförtroendet har sjunkit sedan årsskiftet. Även förtroendet i tjänstesektorn och tillverkningsindustrin har dämpats, men ligger fortfarande på nivåer som tydligt visar en tro på fortsatt tillväxt framöver. En orsak till att konsumenterna ser dystrare på framtiden är att inflationen fortsatt att stiga överraskande mycket och därmed urholkat köpkraften. KPI-inflationen i mars uppgick till 8,5 procent i årstakt. Uppgången berodde – liksom i euroområdet – bland annat på högre priser på energi och livsmedel, men sedan ett antal månader bidrar kärninflationen i allt högre grad och den var i mars 6,5 procent i årstakt.<sup>28</sup> Att varor med normalt sett stabila priser blir dyrare visar att inflationen nu ökat tydligt på bredare front och innebär att den sannolikt kommer att vara hög under en längre tid än tidigare väntat. Planerna för penningpolitiken har därför lagts om förhållandevis snabbt och Federal Reserve inledde sina räntehöjningar i mars. FOMC-ledamöternas medianprognos signalerar höjningar till 1,9 procent i slutet av året och sedan ytterligare höjningar till 2,8 procent till slutet av nästa år. Detta kan jämföras med motsvarande medianprognos i december, då räntan bedömdes nå endast 0,9 procent i slutet av 2022.

Till följd av hög efterfrågan kombinerat med återhållet arbetskraftsutbud efter pandemin har bristen på arbetskraft tilltagit. I mars sjönk arbetslösheten ytterligare till 3,6 procent. I närtid bedöms läget på arbetsmarknaden vara ansträngt; det finns många lediga jobb i förhållande till antalet arbetssökande och risken att förlora sitt jobb upplevs som liten. Samtidigt väljer rekordmånga att säga upp sig för att söka bättre jobb och villkor (se diagram 33). Bristen på arbetskraft har fått löneökningstakten att stiga betydligt. I mars ökade timlönerna med 5,6 procent i årstakt och mycket tyder på att lönekostnadsindex (ECI) kan stiga ytterligare framöver. Enligt Atlanta Feds löneindikator är löneökningarna särskilt höga bland de som byter jobb, bland unga och bland de som har låga löner. Det ansträngda läget på arbetsmarknaden bedöms leda till att lönerna fortsätter att stiga i år och de ökade lönekostnaderna bedöms i viss mån vältras över till konsumentpriserna. I prognosen bedöms lönerna stiga snabbare än bedömningen i den penningpolitiska rapporten i februari.

---

<sup>28</sup> För att bromsa den snabba prisuppgången på drivmedel beslutade USA i slutet av mars att använda 1 miljon fat olja per dag från strategiska oljereserver under de kommande sex månaderna, vilket motsvarar ungefär 5 procent av den dagliga konsumtionen i USA.

**Diagram 33. Efterfrågan på arbetskraft och omsättning på amerikansk arbetsmarknad**



Anm. Lediga jobb anges i förhållande till summan av sysselsättning och lediga jobb. Nyanställningar, frivilliga avgångar och uppsägningar anges i förhållande till antalet sysselsatta.

Källor: Job Openings and Labor Turnover Survey (JOLTS) och Bureau of Labor Statistics.

Den demografiska utvecklingen fortsätter att hålla tillbaka arbetskraftsutbudet framöver och arbetskraftsdeltagandet stiger endast långsamt. Hög inflation och en stramare penningpolitik med högre räntor innebär att efterfrågan dämpas framöver, och då normaliseras resursutnyttjandet. KPI-inflationen i USA bedöms dock bli hög i år, i genomsnitt 7,4 procent, för att därefter falla tillbaka till 3,2 procent nästa år. Mot slutet av prognosperioden väntas inflationen uppgå till omkring 2,5 procent. Arbetslösheten väntas sjunka ytterligare något de närmaste månaderna, men bedöms sedan vända och stiga till 3,9 procent i slutet av prognosperioden. BNP bedöms växa med 3,2 procent i år, för att sedan växla ner till 2,0 procent 2023 och 1,7 procent 2024.

### Kinas tillväxt bromsar in

I fjol växte Kinas ekonomi snabbt, med 8,5 procent, men under andra halvåret bromsade tillväxten in. Industriproduktionen och detaljhandeln tydde på en förhållandevis stark inledning i år och det första kvartalet växte BNP med 1,3 procent jämfört med föregående kvartal, men motvinden har tilltagit. Hög smittspridning har lett till nya nedstängningar vilket riskerar att tynga såväl tjänstesektorn som industrin. I slutet av mars stängde till exempel hela Shanghai ner. Där finns Kinas största hamn, som också är världens mest trafikerade och ett viktigt nav i de globala leveranskedjorna. Antalet containerfartyg som väntar utanför Kinas huvudhamnar har på kort tid nästan fördubblats jämfört med i februari. Tillväxten dämpas också av de stigande råvarupri- serna som både ger dyrare import och svagare efterfrågan från omvärlden. Osäkerheten fortsätter att vara stor i fastighetssektorn där efterfrågan har minskat och flera fastighetsbolag har stora ekonomiska problem. Under vintern har den ekonomiska po- litiken blivit mer expansiv och fler stimulanser väntas under året. Den ekonomiska till- växten bedöms sjunka till drygt 4,4 procent i år, lägre än tillväxtmålet på omkring 5,5 procent, och därefter nå cirka 5 procent de nästkommande åren.

## 3.2 BNP-tillväxten i Sverige bromsar in, men sysselsättningsgraden är rekordhög

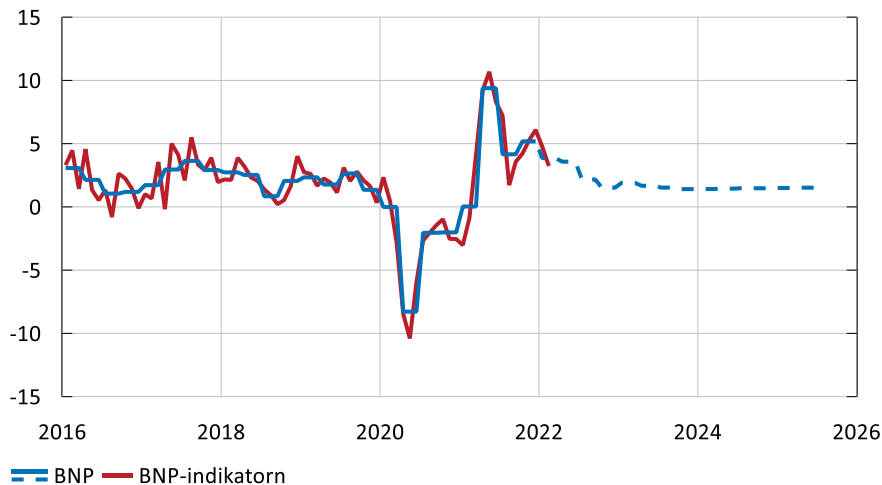
### Stark svensk ekonomi i utgångsläget

Under 2021 återhämtade sig den svenska ekonomin snabbt och BNP ökade med knappt 5 procent jämfört med året innan. I fjärde kvartalet 2021 var BNP-nivån cirka 3 procent högre än före pandemin. Företagen hade i viss utsträckning svårt att hantera den efterfrågan som återhämtningen innebar och rapporterade brist på vissa insatsvaror och långa leveranstider samtidigt som priserna på råvaror och andra insatsvaror var på en hög nivå. I vissa branscher fanns även tecken på att företagen hade svårt att hitta personal. Sysselsättningen ökade snabbt under 2021 och nedgången under pandemin återhämtades fullt ut.

Ökningstakten i produktionen förefaller ha dämpats den senaste tiden. BNP-indikatorn pekar på en svag utveckling under inledningen på 2022, när smittspridningen och sjukfrånvaron var hög (se diagram 34). Samtidigt ökade sysselsättningen snabbt och den svagare BNP-utvecklingen under årets första månader bedöms ha varit tillfällig.

### Diagram 34. BNP och BNP-indikatorn i Sverige

Årlig procentuell förändring



Anm. BNP-indikatorn beskriver den månatliga utvecklingen av aktiviteten i hela den svenska ekonomin utifrån tillgänglig statistik för användnings- och produktionsidan. Heldragen linje för BNP avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

### Kriget i Ukraina påverkar svensk BNP via flera olika kanaler

Kriget i Ukraina och sanktionerna mot Ryssland har avsevärt ökat osäkerheten kring den ekonomiska utvecklingen och påverkar svensk ekonomi via flera olika kanaler. Sveriges direkta handel med Ryssland och Ukraina är inte särskilt stor, men en mer påfallande effekt är att priserna på vissa råvaror och energi har stigit. Det har fått inflationen att stiga både i Sverige och i omvärlden.

I osäkra tider brukar företag, hushåll och marknadsaktörer bli mer försiktiga och undvika att ta risk. Förtroendet bland hushåll sjönk i mars till den lägsta nivån sedan finanskrisen enligt Konjunkturbarometern, medan förtroendet bland företag inom näringslivet i stort sett var oförändrat på en hög nivå. Sammantaget kan osäkerheten leda till att hushåll och företag avvaktar med att konsumera och investera i väntan på mer information om de ekonomiska utsikterna. Hur stor påverkan kriget har på svensk ekonomi beror på flera olika faktorer (se fördjupningen ”Ekonomiska konsekvenser av kriget i Ukraina”).

### **Litet offentligfinansiellt underskott i år trots många nya åtgärder**

Invasionen av Ukraina har lett till en humanitär katastrof och miljontals människor är på flykt. Enligt Migrationsverkets prognos i mars kan 76 000–212 000 människor söka skydd i Sverige fram till sommaren. Det innebär ökade utgifter för den offentliga sektorn. Hur stora utgifterna blir beror på hur många som flyr till Sverige. I prognosen antas att cirka 100 000 människor från Ukraina kommer till Sverige under året.

Utöver ökade utgifter till följd av flyktingmottagandet, som delvis antas finansieras via biståndsbudgeten, har regeringen sedan årsskiftet beslutat och aviserat nya ofinansierade åtgärder<sup>29</sup> för knappt 60 miljarder kronor. Bland annat i form av kompensation till hushåll för ökade el- och drivmedelspriser och satsningar inom försvaret. Tillsammans med de ofinansierade åtgärderna motsvarande omkring 70 miljarder kronor som redan beslutats i statsbudgeten för 2022, innebär de nya åtgärderna att finanspolitiken tydligt bidrar till efterfrågan i år. Regeringen har även aviserat en utbyggnad av försvaret de kommande åren, vilket innebär högre offentliga konsumtions- och investeringsutgifter.

Trots höga pandemirelaterade utgifter blev fjolårets offentligfinansiella underskott litet. Det förklaras av att skatteinkomsterna utvecklades starkt. I år upphör de tillfälliga pandemirelaterade stöden att gälla, men regeringens nya aviserade satsningar tillsammans med de ökade kostnaderna för flyktingmottagandet innebär att sparandet, trots historiskt stora utdelningar från statliga bolag, inte väntas stärkas i år. Det offentliga sparandet bedöms förbli nära noll under hela prognosperioden.

### **En lugnare tillväxttakt i svensk ekonomi**

Efter en period med stark återhämtning i svensk ekonomi dämpas nu BNP-tillväxten framöver. Den höga inflationen gräper ur hushållens reala inkomster, vilket dämpar deras konsumtion. Hög inflation leder till att penningpolitiken stramas åt och framöver kommer hushållen möta allt högre ränteutgifter, vilket ytterligare minskar deras köpkraft och dämpar konsumtionen. Ökade ränteutgifter och högre energikostnader väntas bidra till att bostadspriserna sjunker något, men från höga nivåer. Det innebär

---

<sup>29</sup> Ofinansierade reformer avser det belopp som beslutats och aviserats men som inte finansieras med aktiva beslut om utgiftsminskningar eller skattehöjningar. Det offentligfinansiella sparandet ökar dock via en så kallad automatisk budgetförstärkning. Den innebär att sparandet förstärks vid oförändrade regler eftersom skatteintäkterna utvecklas ungefär i takt med BNP medan utgifterna tenderar att minska. De ofinansierade reformerna finansieras alltså delvis via den automatiska budgetförstärkningen.

att det blir mindre gynnsamt att bygga bostäder, och i kombination med att byggbranschen larmar om ökad brist på insatsvaror bedöms det leda till att det byggs färre bostäder under 2023 och 2024 än under 2022.

I år finns det dock faktorer som motverkar en snabb nedgång i BNP-tillväxten. Återhämtningen efter pandemin fortsätter och hushållen bedöms åter vilja konsumera tjänster i samma utsträckning som de gjorde före pandemin. Dessutom bidrar finanspolitiken genom skattesänkningar och transfereringar positivt till hushållens inkomster i år. Dessa faktorer bromsar en snabbare nedgång i konsumtionen under 2022. Ökade statliga utgifter kopplat till flyktinginvandringen får också efterfrågan att stiga, framför allt ökar den offentliga konsumtionen. Med tiden kommer även ökade satsningar på försvaret att leda till högre offentliga investeringar och konsumtion. BNP växer med nära 3 procent i år för att sedan växla ned till en tillväxt kring 1,5 procent per år under 2023 och 2024, vilket är ungefär i linje med den bedömda trendtillväxten.

### **Högre priser och räntor minskar hushållens köpkraft**

Under pandemin begränsades hushållens möjlighet att konsumera och hushållens sparande, som redan före pandemin var högt, ökade snabbt. Nu när Covid-19 inte längre klassas som en samhällsfarlig sjukdom och restriktionerna har tagits bort väntas hushållen ha en hög vilja att konsumera. Detta förstärks av att sysselsättningen är på en hög nivå.

Men den höga inflationen urholkar hushållens köpkraft. Därtill bedöms bolåneräntorna stiga och även om räntorna stiger från en låg nivå är det ytterligare en faktor som dämpar hushållens disponibla inkomster. I år minskar de reala lönerna till följd av den höga inflationen. Trots det fortsätter den reala disponibla inkomsten per capita att öka (se diagram 35).<sup>30</sup> Detta beror bland annat på stigande sysselsättning, skattesänkningar, olika transfereringar till hushållen såsom kompensation för höga el- och drivmedelspriser, samt höga kapitalinkomster. Men även om de reala disponibla inkomsterna ökar för hushållssektorn som helhet kan situationen för vissa hushåll bli problematisk. Högt skuldsatta hushåll som inte får ta del av transfereringarna kommer sannolikt att få se sina reala disponibla inkomster minska.

De hushåll som tidigare sparat en stor andel av sin inkomst kommer att kunna dra ned på sitt regelbundna sparande och därmed hålla uppe konsumtionen när priser och räntor stiger. Denna möjlighet beror dock både på hur mycket man har sparat och hur mycket priser och räntor stiger. Hushållens val mellan att konsumera och spara beror på flera olika faktorer. Bland annat bidrar normalt en ökad oro för den ekonomiska utvecklingen, till exempel i spåren av kriget i Ukraina, till ett högre försiktighetssparande.

Månadsstatistik för hushållens konsumtion indikerar att konsumtionen minskade under inledningen av året när smittspridningen och sjukfrånvaron var hög. Hushållens konfidensindikator enligt Konjunkturbarometern föll i mars till den lägsta nivån sedan

---

<sup>30</sup> Real disponibel inkomst är deflaterat med konsumtionsdeflatoren och reallön med KPIF. Enskilda år kan det uppstå skillnader till följd av olika deflaterare. Men för närvarande spelar detta ingen större roll.

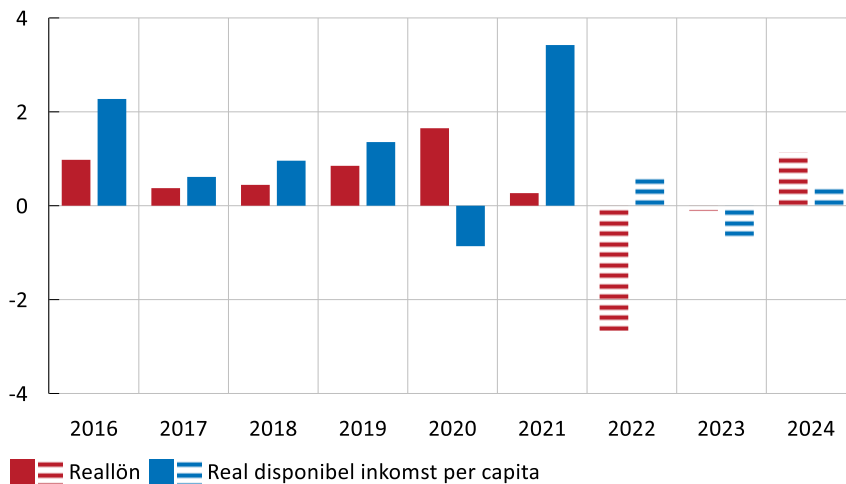


finanskrisen, men data över korttransaktioner från SwedbankPay indikerar att konsumtionen samtidigt utvecklades starkt. Hushållen väntas nu vilja normalisera sin konsumtion efter pandemin och den ökar därför stadigt under våren och sommaren, vilket bidrar till att konsumtionen under helåret 2022 bedöms öka med 3,4 procent jämfört med 2021.

Under 2023 och 2024 dämpas konsumtionen påtagligt och växer i genomsnitt med 1,5 procent. Inkomsterna minskar dock mer än konsumtionen och hushållens sparkvot sjunker från 17 procent 2021 till cirka 14 procent år 2024. Det innebär att sparkvoten väntas falla 2 procentenheter mer än bedömningen i februari.

### Diagram 35. Reala löner och real disponibel inkomst

Årlig procentuell förändring



Anm. Reallön är deflaterad med KPIF och real disponibel inkomst med konsumtionsdeflatorn. Heldragen stapel avser utfall, streckad stapel avser Riksbankens prognos.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken.

### Företagens investeringar växer i normal takt

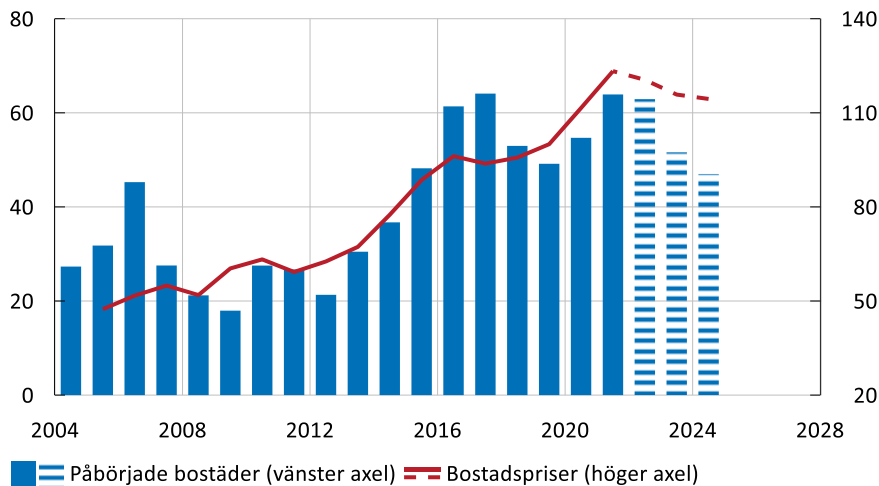
Investeringarna i näringslivet exklusive bostäder ökade snabbt under 2021 och är nu tillbaka på samma trend som rådde före pandemin. Ökad osäkerhet för den ekonomiska utvecklingen, högre produktionskostnader och stigande räntor kan innebära att en del investeringar återigen skjuts på framtiden. De höga energikostnaderna kan bidra till större investeringar för att skynda på omställningen bort från fossila bränslen och effektivisera användningen av energi i produktionen, men det kan samtidigt innebära att andra investeringar prioriteras bort. I länder som är beroende av gas från Ryssland skapar kriget ett behov av investeringar inom energisektorn. Energimyndigheten bedömer att riskerna för elförsörjningen i Sverige som en konsekvens av kriget är små. För att möta en ökad efterfrågan på fossilfri el finns dock sedan tidigare ett omfattande långsiktigt investeringsbehov. Sammantaget bedöms investeringarna i näringslivet exklusive bostäder öka i normal takt de närmaste åren. Jämfört med bedömningen i februari är prognosen nedreviderad, vilket är i linje med den svagare konjunkturen. Utbyggnaden av försvaret bidrar dock till ökade investeringar i offentlig sektor under de kommande åren.

## Efterfrågan på bostäder dämpas

En god inkomstutveckling och låga räntor har under en längre tid bidragit till att efterfrågan på bostäder varit hög, vilket också fört med sig kraftigt stigande bostadspriser. De höga bostadspriserna har bidragit till att även utbudet på bostäder har ökat mycket via nybyggnation och de senaste åren har utbudet stigit snabbare än befolkningen. Stigande boräntor, höga energikostnader och en svag utveckling av disponibelinkomsten under 2023 och 2024 väntas medföra att bostadspriserna faller något. Trots detta bedöms bostadspriserna i slutet av 2024 fortsatt vara på en högre nivå än före pandemin. Att efterfrågan på bostäder faller leder även till en betydande nedväxling i bostadsbyggandet. Antalet påbörjade bostäder per år bedöms minska från 64 000 2021 till 47 000 i slutet av prognosperioden (se diagram 36).

### Diagram 36. Antalet påbörjade bostäder och bostadspriser

Tusental respektive index, 2019 kv4 = 100



Anm. Helledragen linje avser HOX prisindex, streckad linje Riksbankens prognos. Helledragen stapel avser påbörjade bostäder, streckad stapel avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB, Valueguard och Riksbanken.

## Svensk export påverkas trots att handeln med Ukraina och Ryssland är liten

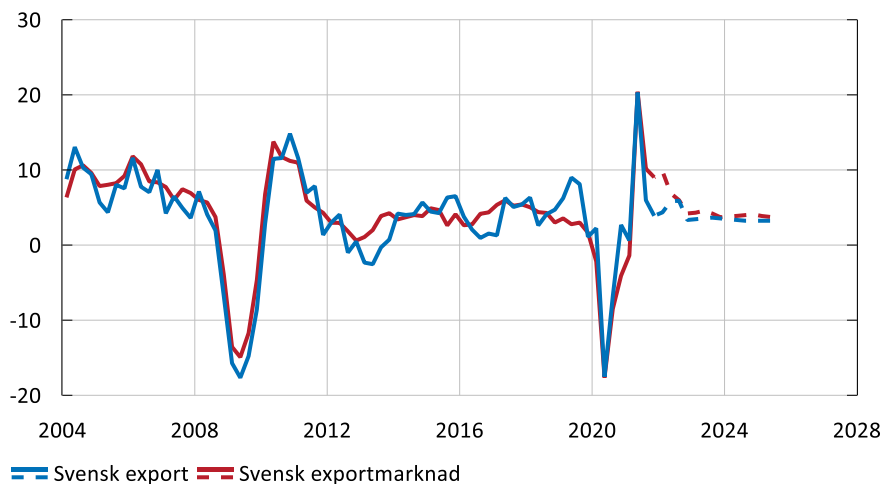
Ryssland och Ukraina utgör en liten del av världsekonomin. Sveriges direkta handel med dessa länder är dessutom begränsad. Svensk varuexport till dessa länder utgör endast knappt 2 procent av den totala varuexporten och varuimporten utgör knappt 1,5 procent av total varuimport. Utöver direkta effekter på svensk export, som kommer från en lägre handel med dessa länder, påverkas även exporten indirekt genom en lägre ekonomisk aktivitet i omvärlden och brist på insatsvaror och logistikproblem. Redan innan kriget bröt ut rådde det brist på vissa insatsvaror som en följd av nedstängningarna och de tvära kasten i efterfrågan under pandemin och det finns nu signaler som tyder på att dessa problem består. Nya covid-utbrott i Kina väntas dessutom ytterligare förvärra problemen.

Även om kriget har negativa ekonomiska konsekvenser för Europa kommer efterfrågan ändå att hållas uppe av satsningar inom försvaret och av stora energiinvesteringar

för att minska Europas beroende av rysk gas. Dessutom har industriföretagens orderböcker fyllts på under det gångna året när efterfrågan varit hög men produktionen hållits tillbaka till följd av brist på insatsvaror. Trots att orderingången väntas dämpas framöver växer därför exporten i god takt under året när orderböckerna betas av. Sammantaget bedöms efterfrågan på svensk export öka i god takt den närmaste tiden (se diagram 37).

### Diagram 37. Export och svensk exportmarknad

Årlig procentuell förändring



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

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken.

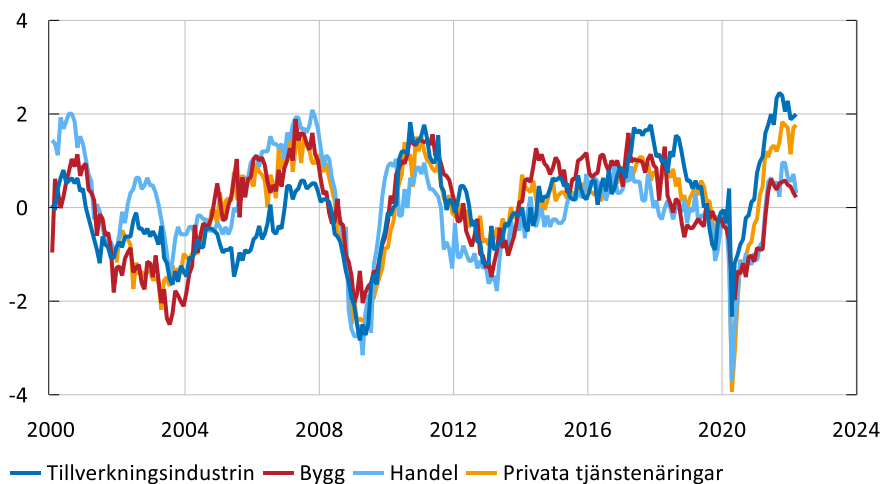
### Snabb sysselsättningstillväxt under inledningen av året

Sysselsättningen steg snabbt under fjolåret, och antalet sysselsatta i Sverige ökade med ungefär 100 000 personer mellan fjärde kvartalet 2020 och fjärde kvartalet 2021.<sup>31</sup> Efter en rekordstor nedgång i antalet anställda under 2020 anställde bland annat hotell- och restaurangbranschen många under 2021. Under årets inledande månader har sysselsättningen fortsatt att öka snabbt och arbetslösheten har sjunkit. Trots omvittrade problem med insatsvaror och leveranser är det enligt Konjunkturbarometern fortsatt många företag som uppger att de planerar att anställa, i synnerhet inom industrin och de privata tjänstenäringarna (se diagram 38). Antalet nyanmälda lediga platser hos Arbetsförmedlingen är samtidigt på en mycket hög nivå och antalet varsel om uppsägning är litet. Sammantaget pekar framåtblickande indikatorer på en fortsatt hög efterfrågan på arbetskraft den närmaste tiden.

<sup>31</sup> I samband med publiceringen av utfallet för januari månad publicerade SCB länkade data för perioden april 2005–2020 som justerar för det tidsseriebrott som uppstod i januari 2021, se faktaruta i slutet av detta kapitel för mer information.

**Diagram 38. Anställningsplaner per bransch**

Standardiserade data, medelvärde = 0, standardavvikelse = 1



Källa: Konjunkturinstitutet.

**Stigande sysselsättningsgrad och sjunkande arbetslöshet**

Att efterfrågan i näringslivet bedöms dämpas framöver leder till att sysselsättningen ökar långsammare. Det har dock samtidigt uppstått ett anställningsbehov för att kunna möta det stora antalet personer från Ukraina som söker skydd i Sverige, vilket bedöms öka antalet sysselsatta inom framför allt offentlig sektor. Sysselsättningen väntas därmed fortsätta att stiga i år, men i en långsammare takt än under inledningen av året, och arbetslösheten fortsätter att minska.

Både arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden har stigit till historiskt höga nivåer (se diagram 39). Under prognosperioden väntas arbetskraftsdeltagandet stiga ytterligare något bland framför allt äldre och utrikes födda. Arbetskraftsdeltagandet i dessa grupper har stigit trendmässigt under många år, och väntas fortsätta att göra det till följd av bland annat att åldersgränsen för inkomstgrundad pension höjts<sup>32</sup> och att integrationen på arbetsmarknaden förbättras.

De ukrainare som får uppehållstillstånd enligt massflyktsdirektivet har rätt att arbeta, och Arbetsförmedlingen har fått i uppdrag att kartlägga deras kompetenser och informera om hur man söker jobb.<sup>33</sup> Ukrainare har, i jämförelse med andra utrikes födda som kommit till Sverige de senaste åren, relativt hög utbildningsnivå.<sup>34</sup> Många av de ukrainare som nu flytt till Sverige väntas därför kunna hitta ett arbete, även om det bedöms ta lite tid att etablera sig på den svenska arbetsmarknaden även för denna

<sup>32</sup> För mer information se Socialförsäkringsutskottets betänkande, oktober 2019, [En riktålder för höjda pensioner och följksamhet till ett längre liv](#) och regeringens proposition, mars 2022, [Justerade åldersgränser i pensionssystemet och i kringliggande system](#).

<sup>33</sup> Det innebär att de ukrainare som registrerar sig hos Arbetsförmedlingen kommer att ingå i Arbetsförmedlingens statistik över arbetslöshet.

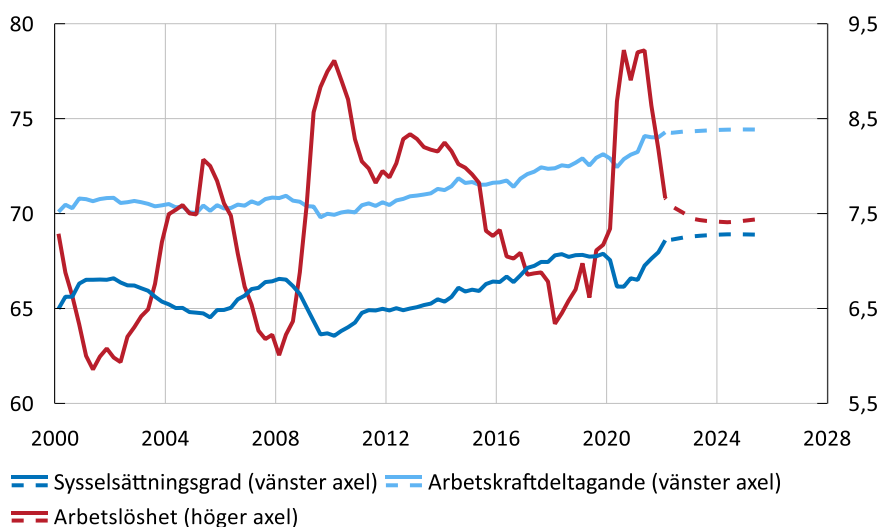
<sup>34</sup> Enligt Eurostat har 57 procent av 30–34-åringar i Ukraina en högskoleutbildning. Bland de utrikes födda som invandrade till Sverige under 2014–2017 i åldersgruppen 25–34 år och 34–44 år hade 37 procent respektive 31 procent en högskoleutbildning. Se [Eurostat](#) och [Stora skillnader i utbildningsnivå mellan nyanvandrade](#).

grupp. De som får uppehållstillstånd enligt massflyktsdirektivet ska dock inte folkbokföras och kommer därför inte att ingå i Arbetskraftsundersökningarnas (AKU:s) urval oavsett om de arbetar eller inte.<sup>35</sup>

Efterfrågan på arbetskraft väntas fortsätta att öka de kommande åren, vilket delvis beror på de aviserade satsningarna på försvaret. Sammantaget väntas sysselsättningsgraden fortsätta att stiga något, om än i långsammare takt än under inledningen av 2022, och kvarstår sedan på en historiskt hög nivå. Arbetslösheten väntas sjunka till 7,4 procent under nästa år och därefter plana ut på den nivån.

### Diagram 39. Sysselsättningsgrad, arbetslöshet och arbetskraftsdeltagande

Procent av befolkningen respektive arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Anm. Tidsserierna är länkade och justerade av SCB för det tidsseriebrott som uppstod i AKU i januari 2021 för perioden april 2005–december 2020, se faktaruta i slutet av kapitel 3. Data före april 2005 är länkade av Konjunkturinstitutet. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

### Resursutnyttjandet är ungefär normalt

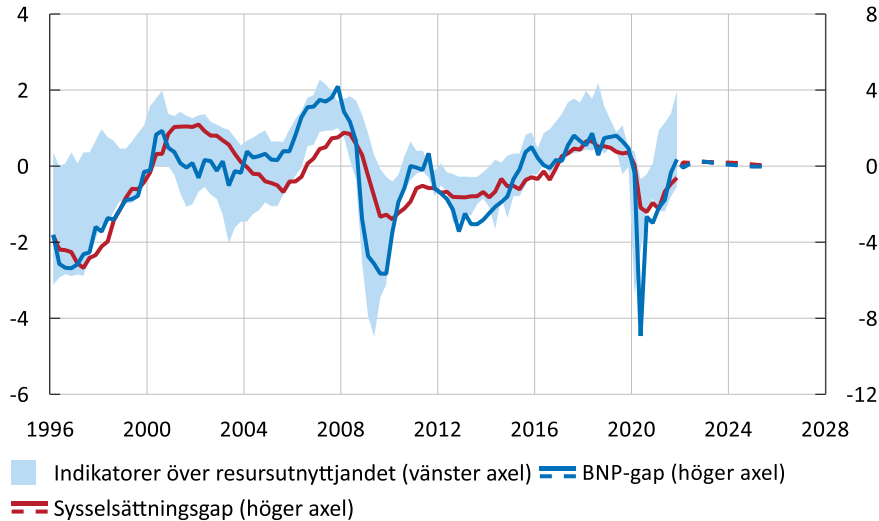
Eftersom mängden lediga resurser i ekonomin påverkar hur löner och priser utvecklas är resursutnyttjandet av stort intresse för penningpolitiken. Det kan dock inte mätas exakt och Riksbanken bedömer därför resursutnyttjandet utifrån en mängd data och olika indikatorer. Data som Riksbanken följer pekar på att resursutnyttjandet har stigit snabbt, vilket stöds av samtliga indikatorer (se diagram 40). Men spannet mellan de olika indikatorerna är stort och det är svårt att bedöma precis hur högt resursutnyttjandet är. Det finns indikatorer som pekar på att resursutnyttjandet är ansträngt, men Riksbankens samlade bedömning är att resursutnyttjandet nu är ungefär nor-

<sup>35</sup> Nationalräkenskaperna (NR) gör tillägg för arbetsinsatsen för de som ej är folkbokförda med hjälp av data från Skatteverket, vilket innebär att de som arbetar kommer att komma med i statistiken över antalet arbetade timmar enligt NR, men ej i antalet i sysselsatta enligt AKU.

malt. Detta illustreras av att BNP-gapet är nära noll. Under prognosen växer BNP ungefär i linje med den bedömda trendtillväxten och resursutnyttjandet bedöms därmed förbli ungefär normalt under hela prognosperioden.

#### Diagram 40. Mått på resursutnyttjandet

Standardavvikelse respektive procent



Anm. Fältet visar det högsta och lägsta utfallet för standardiserade indikatorer över 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: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

#### Löneökningstakten stiger

Löneökningstakten steg under 2021 och bedöms i genomsnitt ha uppgått till 2,7 procent. Detta var en uppväxling jämfört med 2020 och även något högre än under 2019. Uppväxlingen beror framför allt på att löneavtalen, som förhandlades fram under slutet av 2020, gjorde att de centralt avtalade lönerna ökade med cirka 2,4 procent i genomsnitt 2021. I år är den avtalade löneökningstakten 1,7 procent, men den totala löneökningstakten bestäms inte bara av de centralt avtalade lönerna utan även av lokala lönerevisioner. Storleken på dessa påverkas bland annat av läget på arbetsmarknaden. Eftersom efterfrågan på arbetskraft nu är hög väntas lönerna utöver avtal stiga snabbare i år än under förra året. Trots att den avtalade löneökningstakten är lägre i år väntas därför löneökningstakten i genomsnitt bli något högre än under förra året. Om löntagare skulle kompenseras fullt ut för de snabbt stigande priserna finns det risk för att inflationen stiger ytterligare. I kapitel 1 beskrivs ett scenario med högre inflation till följd av ytterligare spridningseffekter i form av till exempel löneglidning (se avsnitt 1.3 i denna rapport).

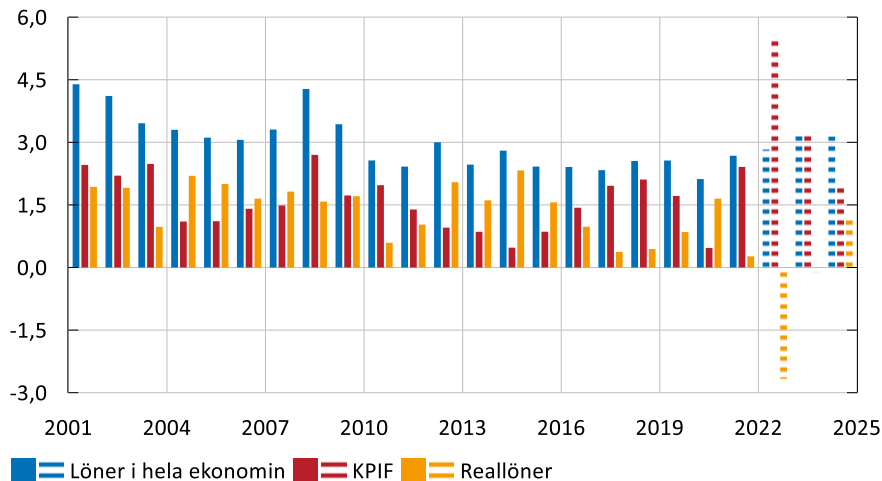
De reala lönerna har ökat under många år (se diagram 41). I år ökar inflationen bland annat på grund av stigande energipriser och stigande priser på andra i huvudsak importerade varor. Även priserna på många importerade insatsvaror ökar. I många fall

leder detta till att företagen får högre kostnader. De högre priserna företagen tar ut mot konsument innebär att företagen får viss täckning för högre kostnader, men inte nödvändigtvis till ett förbättrat vinstläge och mer utrymme att höja lönerna. Lönerna väntas därmed inte öka tillräckligt snabbt i år för att kompensera för prisuppgångarna som hushållen möter, vilket innebär att deras reala löner faller. Men skattesänkningar och transfereringar bidrar till att de reala disponibelinkomsterna ändå ökar i år.

Förhandlingarna om avtalen för 2023 och framåt inleds under hösten 2022. Då väntas arbetslösheten vara lägre och inflationen betydligt högre än när nuvarande avtal slöts under krisåret 2020. Även lönerna i omvärlden bedöms öka snabbare än de senaste åren. Detta väntas sammantaget bidra till att löneökningstakten i Sverige blir något högre de närmaste åren. Mätt enligt konjunkturlönestatistiken bedömer Riksbanken att den uppgår till strax över 3 procent 2023 och 2024. Under 2024 bedöms inflationen öka något långsammare än de nominella lönerna och reallönerna återgår därmed till att öka (se diagram 41).

**Diagram 41. Löner, KPIF och reallöner**

Årlig procentuell förändring



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

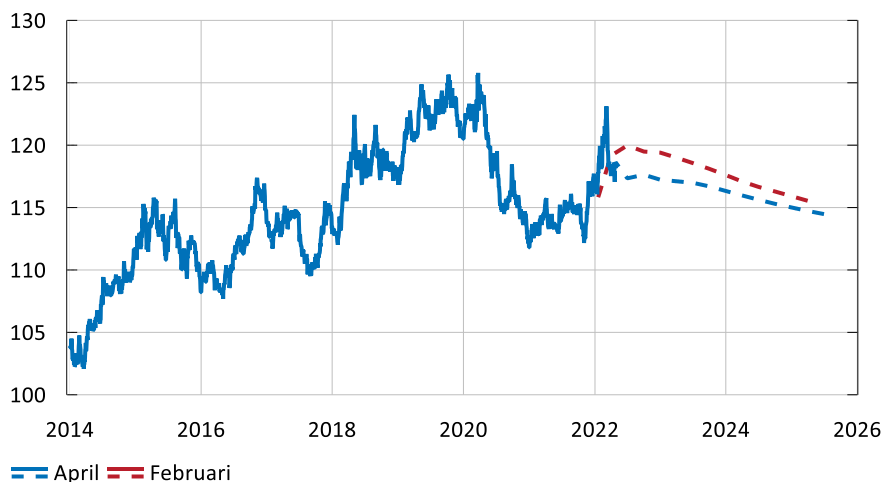
Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken.

### Kronan förstärks de närmaste åren

Den svenska kronan försvagades kraftigt i samband med den ryska invasionen av Ukraina men har därefter stärkts igen och är nu ungefär oförändrad sedan det penningpolitiska mötet i februari. Den reala växelkursen bedöms vara svagare än den nivå som kan förväntas utifrån exempelvis svensk produktivitet i relation till omvärldens. I handelsvägda termer väntas kronan förstärkas långsamt de kommande tre åren (se diagram 42).

**Diagram 42. Nominell växelkurs, KIX**

Index, 1992-11-18 = 100



Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt mot valutor i 32 länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden. Sedan den 28 mars är indexet beräknat mot 31 länder sedan den ryska rubeln exkluderats ur indexet. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden. Helledragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken.

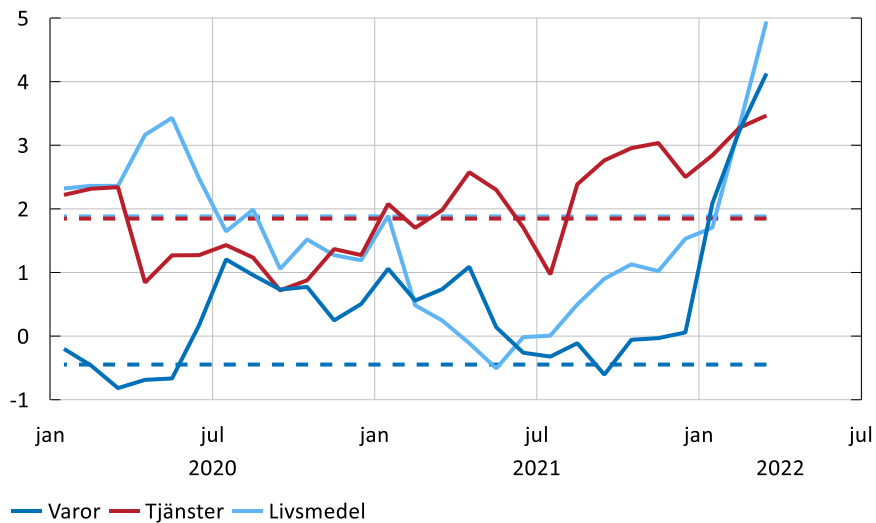
### Snabbt stigande inflation i år

Inflationen har stigit snabbt det senaste året och uppgick till 6,1 procent i mars, vilket är den högsta nivån som uppmätts sedan början på 1990-talet. Den enskilt viktigaste förklaringen är att priserna på drivmedel och el har stigit snabbt det senaste året. Men även rensat för energipriserna har inflationen stigit. KPIF exklusive energi ökade med 4,1 procent i mars jämfört med mars i fjol, vilket även det är den högsta nivån sedan i början av 1990-talet. Uppgången i inflationen är bred och ökningstakten i priserna på varor, tjänster och livsmedel har stigit under det senaste året och är höga i förhållande till sina historiska snitt (se diagram 43). Särskilt varu- och livsmedelspriserna har ökat ovanligt snabbt de senaste månaderna. Uppgången i inflationen har gemensamma drag i Sverige och i omvärlden, med bland annat en snabbare prisökningstakt på varor och tjänster som påverkats tydligt av pandemin (se fördjupningen "Mycket talar för hög inflation i år och nästa år" i denna rapport).



**Diagram 43. Priser på varor, tjänster och livsmedel**

Årlig procentuell förändring



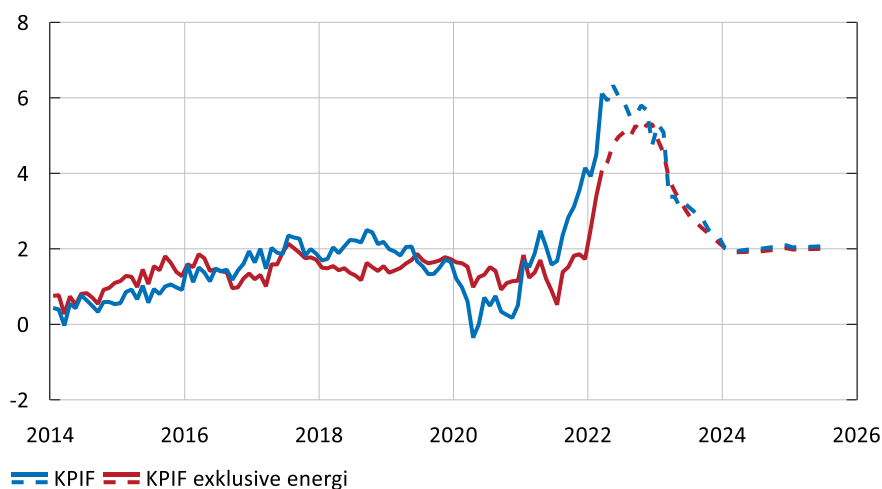
Anm. Varor avser varupriser exklusive energi och livsmedel. Streckade linjer avser genomsnittlig förändringstakt under perioden 2000–2019. Medelvärde för ökningstakten på livsmedelspriser och tjänstepriser ligger nära och går därför inte att skilja åt i diagrammet.

Källor: SCB och Riksbanken.

Inflationen väntas ligga kvar runt 6 procent de närmaste månaderna och börjar därefter falla tillbaka (se diagram 44). Även om kriget i Ukraina har medfört att energipriserna har stigit ytterligare väntas ökningstakten ändå falla mot slutet av året, vilket stöds av terminpriserna på marknaderna för el och olja. Energipriserna började öka snabbt redan under hösten 2021. Att ökningstakten nu faller medför att de stigande energipriserna framöver i allt mindre grad påverkar de årliga jämförelsetalen.

**Diagram 44. KPIF och KPIF exklusive energi**

Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken.

Samtidigt fortsätter ökningstakten i KPIF exklusive energi att stiga från dagens redan höga nivå och uppgår till drygt 5 procent mot slutet av året (se fördjupningen ”Mycket talar för hög inflation i år och nästa år”). Det är framför allt ökningstakten i priserna på livsmedel och andra varor som väntas fortsätta att stiga. En viktig orsak till detta är kriget i Ukraina som inneburit att priserna på både livsmedel och andra råvaror har stigit på världsmarknaden. Redan innan kriget bröt ut hade priserna på många råvaror pressats upp på världsmarknaden till följd av de fraktproblem och utbudsstörningar som följde med den snabba återhämtningen då efterfrågan ökade snabbt efter coronakrisen.

De stigande priserna på råvaror och frakt har medfört att priserna i producentledet stigit snabbt. Priserna på energi- och insatsvaror har också ökat allt snabbare under det senaste året och även ökningstakten i priserna i producentledet på konsumtionsvaror är ovanligt hög (se diagram 45). Dessutom har de stigande energipriserna inneburit indirekta effekter på inflationen via till exempel stigande priser på transporter och andra kostnader för företagen.<sup>36</sup> Enligt enkätdata från Konjunkturbarometern, Inköpschefsindex och Riksbankens företagsundersökning väntas priserna öka snabbt framöver, både inom handeln och inom industrin.<sup>37</sup>

#### Diagram 45. Priser i producentled

Årlig procentuell förändring



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

Källa: SCB.

#### Inflationen nära målet mot slutet av prognosperioden

Sammantaget är bedömningen att inflationen, både inklusive och exklusive energi, kommer att vara fortsatt hög under en tid innan den gradvis faller tillbaka. Priserna på energi, livsmedel och andra varor stiger snabbt i år. Men prisökningarna i år väntas

<sup>36</sup> Se fördjupningen ”Höga energipriser – hur kommer andra konsumentpriser att påverkas?” i Penningpolitisk rapport, februari 2022, Sveriges riksbank.

<sup>37</sup> Se ”Jag har aldrig varit med om att kunderna accepterar prishöjningar så lätt”, Riksbankens företagsundersökning, februari 2022, Sveriges riksbank.

ändå delvis vara av engångskaraktär. Detta betyder inte att priserna väntas falla, men däremot att de inte kommer att stiga lika snabbt framöver. Det finns stöd för denna bedömning i terminspriserna på marknaderna för både energi, livsmedel och övriga råvaror. Det senaste årets försvagning av kronan bidrar också i viss mån till att hålla uppe inflationen i år.

Mot slutet av nästa år har de flesta av de direkta inflationseffekterna av pandemin och kriget klingat av. Därtill bidrar en stramare penningpolitik till att inflationen sjunker tillbaka. Resursutnyttjandet är ungefär normalt under hela prognosperioden och inflationen bedöms vara nära målet på 2 procent från 2024.

## FAKTA – Länkade data av Arbetskraftsundersökningarna

Arbetskraftsundersökningarna (AKU) utgör den officiella arbetsmarknadsstatistiken i Sverige. Den 1 januari 2021 gjorde SCB flera förändringar i AKU som innebar ett tidsseriebrott och data från 2021 var inte längre jämförbara med tidigare år. Den 24 februari publicerade AKU länkade data för perioden april 2005 till och med december 2020, vilket innebär att statistiken nu är jämförbar mellan åren.<sup>38</sup>

De förändringar som infördes i AKU i januari 2021 var dels en övergång till att använda arbetsgivardeklarationer på individnivå (AGI) istället för den registerbaserade arbetsmarknadsstatistiken (RAMS) som hjälpinformation vid skattningarna, och dels anpassades AKU till EU:s nya förordning för arbetsmarknadsstatistiken.<sup>39</sup> Det innebar bland annat en snävare sysselsättningsdefinition och en ny målpopulation. Därutöver breddades arbetslöshetsfrågan från ”har du sökt arbete de senaste 4 veckorna?” till ”har du sökt eller försökt hitta ett arbete de senaste 4 veckorna?”. För att skatta storleken på tidsseriebrottet gjorde SCB en dubbelmätning under 2021, där 80 procent av urvalet i AKU samlades in med den nya blanketten, och 20 procent av urvalet samlades in med den gamla blanketten. AKU har sedan analyserat data från dubbelmätningen tillsammans med ny och gammal hjälpinformation, och med ekonometriska metoder.<sup>40</sup> Länkade data innebär att antalet i arbetskraften har reviderats ned med i genomsnitt knappt 1 procent under perioden april 2005 till december 2020 och antalet sysselsatta har reviderats ned med drygt 1,1 procent. Antalet arbetslösa har således reviderats upp och arbetslösheten är i genomsnitt 0,2 procentenheter högre (se diagram 2 i kapitel 1). Den nya målpopulationsdefinitionen har medfört en nedrevidering av befolkningen med omkring 0,4 procent, vilket innebär att arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden i genomsnitt är 0,4 respektive 0,5 procentenheter lägre historiskt. Antalet arbetade timmar har reviderats ned, med i genomsnitt 0,9 procent.<sup>41</sup>

AKU:s revidering av historiska data förklaras framför allt av de förändrade definitionerna av sysselsatta och målpopulation enligt EU:s nya förordning, samt av övergången till AGI i stället för RAMS som hjälpinformation. SCB har även lagt in en arbetslöshets-effekt från blankettbytet som de bedömer beror på att omformuleringen av arbetslöshetsfrågan har medfört att fler personer uppger att de söker arbete, och därmed numer ingår i arbetskraften som arbetslösa. Riksbanken bedömer dock att denna effekt är något större än vad SCB beaktat, och att uppgången i den uppmätta arbetslösheten under 2021 till viss del beror på den nya undersökningen.<sup>42</sup> För att inte resursutnyttjandet mätt med Riksbankens olika gap ska påverkas, har bedömningen av den långsiktigt hållbara arbetslösheten justerats upp något från och med första kvartalet 2021.

<sup>38</sup> AKU genomför länkningen i tre etapper. I etapp ett publicerades bland annat serier uppdelat på åldersgrupper och kön. I etapp två kommer bland annat serier för utrikes och inrikes födda samt outnyttjat arbetskraftsutbud och i etapp tre kommer bland annat serier över långtidsarbetslöshet efter utbildningsnivå.

<sup>39</sup> För mer information, se även faktaruta i *Penningpolitisk rapport*, april 2021, samt fördjupningen ”AKU-omläggningen och Riksbankens arbetsmarknadsbedömning” i *Penningpolitisk rapport*, februari 2021.

<sup>40</sup> Se metodrapport ”Länkning av AKU:s tidsserier”, februari 2022, på AKU:s produktsida på [www.scb.se](http://www.scb.se).

<sup>41</sup> Nationalräkenskaperna har ännu inte implementerat AKU:s länkade data, men planerar att revidera data över arbetsinsatsen i ekonomin i samband med publiceringen av BNP för det första kvartalet i maj.

<sup>42</sup> Förändringen i arbetslösheten till följd av blankettbytet är relativt stor, men inte statistiskt signifikant i SCB:s skattningar. Det stora osäkerhetsintervallet beror på att urvalet i dubbelmätningen är litet.

## FÖRDJUPNING – Mycket talar för hög inflation i år och nästa år

---

Under inledningen av 2022 har inflationen stigit betydligt snabbare än väntat och uppgången är bred. Förutom energipriser syns nu en tydlig uppgång i livsmedelspriser, övriga varupriser och i viss utsträckning tjänstpriser. Kriget i Ukraina bidrar till en högre inflation och den bedömningen bekräftas av att olika indikatorer pekar mot att konsumentpriserna kommer att stiga ytterligare. Dessutom har olika mått på underliggande inflation stigit snabbt de senaste månaderna, vilket är ett tecken på att inflationen kan bli mer varaktigt hög. Riksbanken bedömer nu att inflationen blir högre under en längre tid och att den kommer att ligga över målet den närmaste tvåårsperioden. Hur inflationen utvecklas på lite längre sikt beror till stor del på hur företagens och hushållens inflationsförväntningar påverkas, vilket i sin tur beror på hur penningpolitiken anpassas.

---

### Högre inflation än väntat

Energipriserna började stiga från låga nivåer under andra halvåret 2020 samtidigt som högre fraktkostnader, störningar i leveranser och brist på vissa insatsvaror skapat problem som väntades påverka konsumentpriserna.<sup>43</sup> Kostnaderna steg också successivt i nästan alla branscher. Sedan förra sommaren har Riksbanken diskuterat osäkerheten i inflationsprognosen kopplat till hur stora effekterna av högre kostnader för företagen skulle bli. Riksbanken har bedömt att de högre kostnaderna skulle påverka konsumentpriserna efter hand och leda till högre inflation, speciellt under 2022.<sup>44</sup> <sup>45</sup> Uppgången har dock blivit betydligt större och snabbare än vad både Riksbanken och andra bedömare hade väntat sig. Enligt prognosen i den penningpolitiska rapporten i februari förväntade sig Riksbanken att inflationen enligt KPIF exklusive energi skulle bli 1,9 procent i januari. Ett genomsnitt av prognoser från andra bedömare uppgick

---

<sup>43</sup> Se bland annat "Hittar man en komponent, är det en annan som saknas", Riksbankens företagsundersökning, september 2021, Sveriges riksbank.

<sup>44</sup> Se bland annat "En högre inflation – tillfälligt eller varaktigt?" i Penningpolitisk rapport, november 2021, Sveriges riksbank och "Höga energipriser – hur kommer andra konsumentpriser att påverkas?" i Penningpolitisk rapport, februari 2022, Sveriges riksbank.

<sup>45</sup> Förutom så kallade indirekta effekter av högre kostnader i företagen diskuterades också en annan typ av effekt som kan uppstå om inflationsförväntningarna förändras mer varaktigt. Den typen av effekt, som brukar kallas andrahandseffekt, påverkar inflationen via till exempel högre lönekrav.

också till 1,9 procent, men utfallet blev 2,5 procent och det var ett ovanligt stort prognosfel på en månads sikt.<sup>46</sup> Även utfallen i februari och mars har blivit tydligt högre än väntat med ännu större prognosfel som följd.

Ett sätt att väga samman information från olika tidiga indikatorer för inflationen är att använda modeller som bland annat inkluderar sammanfattande index av en mängd olika indikatorer. Innan pandemin bröt ut 2020 brukade Riksbanken regelbundet visa prognoser från sådana kortsiktsmodeller i de penningpolitiska rapporterna.<sup>47</sup> Sedan 2020 har informationsinnehållet i de modellbaserade prognoserna blivit mindre. Modellerna har bland annat svårt att hantera de tvära kast och nya säsongsmönster som det förändrade konsumtionsmönstret under pandemin har skapat. Inför utfallen i januari, februari och mars 2022 pekade en mängd modellprognoser på en stigande inflation, men ingen modellprognos var i närheten av den ovanligt snabba uppgången i konsumentpriserna som blev fallet. Genomslaget från till exempel högre producentpriser på konsumentpriserna blev således betydligt större än vad historiska samband indikerar.

### Vilka priser har bidragit till den snabba inflationsuppgången i Sverige?

Flera livsmedels- och andra varupriser bidrar till att inflationsuppgången är bred. Det finns också tecken på att vissa tjänstepriser stiger snabbare än vanligt. Diagram 46 visar andelen prisindex i KPIF vars ökningstakt nu är högre än den varit i genomsnitt sedan 2000.<sup>48</sup> Prisindexen är indelade i livsmedel, andra varor och tjänster.<sup>49</sup> Av diagrammet framgår att andelen livsmedelspriser som stiger snabbare än vanligt har ökat snabbt från en mycket låg nivå under den senaste tiden. Ökningstakten för livsmedelspriserna var negativ så sent som i maj 2021. Just nu sticker prisutvecklingen på kaffe och tomater ut, tillsammans med priserna på lax, mjöl och bröd.

Andelen varupriser som ökar snabbare än vanligt är också hög och steg tidigare än livsmedelspriserna. Uppgången är bred här också, eftersom ökningstakten för 21 av de 27 delindex som ingår i det här aggregatet nu är högre än vanligt (se röd linje). Några exempel på produkter som stigit ovanligt mycket i pris är möbler och olika inredningsprodukter, cyklar, bilar, fritidsvaror och husgerådsartiklar.<sup>50</sup> Ökningstakten i varupriserna var också negativ under delar av 2021, i linje med det historiska genomsnittet, och nära noll så sent som i december 2021. I mars uppgick den årliga procentuella förändringen till 4,1 procent.

<sup>46</sup> Bloomberg publicerar varje månad enstegsprognoser (prognoser en månad framåt) från ett antal prognosmakare. Antalet bedömare varierar något från månad till månad, men uppgick till 11 stycken i januari. Bland bedömarna ingår de större svenska bankerna och andra privata finansiella aktörer.

<sup>47</sup> Den variant som brukade visas i de penningpolitiska rapporterna modellerar KPIF exklusive energi direkt. Som förklarande variabler inkluderas indikatorer, men också variabler som fångar tidsseriedynamiken, som tidsfördröjda effekter av den beroende variabeln och säsongsvariation.

<sup>48</sup> Beräkningarna baseras på 65 delindex enligt Riksbankens indelning. Tillsammans utgör de KPIF exklusive energi. Genomsnittlig ökningstakt för respektive delindex är beräknad för perioden januari 2000 till mars 2022.

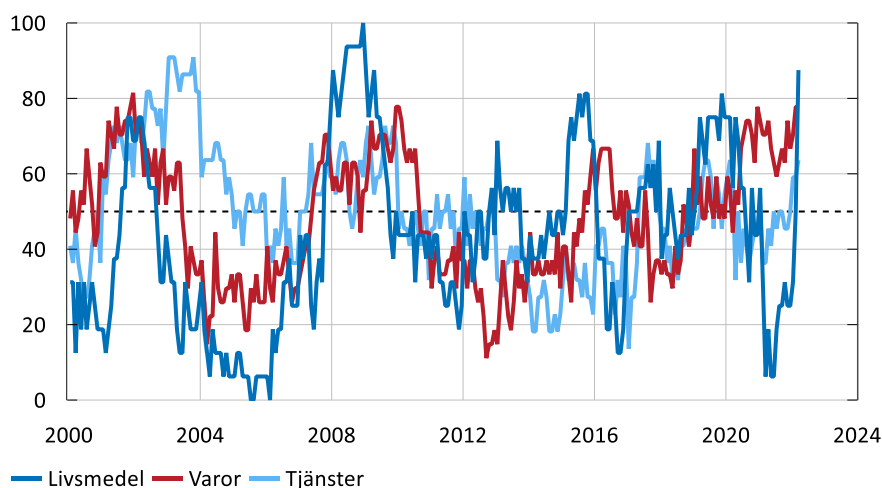
<sup>49</sup> Vi bortser från energipriser här. Samtliga delindex i det aggregatet ökar tydligt snabbare än i genomsnitt.

<sup>50</sup> I december 2021 aviserade ett av världens största möbelföretag, IKEA, en höjning av priserna på halva sitt sortiment med i snitt 9 procent. De hänvisade då till högre kostnader för transport och logistik.

Andelen tjänsteprisindex som ökar snabbare än normalt har också stigit, men inte alls i samma omfattning som för livsmedels- och andra varupriser. Bland tjänster har till exempel priset på hotellrum stigit snabbt, vilket delvis har att göra med att ekonomin öppnat upp efter pandemin.

**Diagram 46. Andelen priser som ökar snabbare än genomsnittet sedan 2000**

Procent



Anm. Varor avser varupriser exklusive energi och livsmedel. I gruppen livsmedelspriser ingår 16 delindex och i varupriserna 27 delindex. Resultatet för tjänstepriserna baseras på 22 delindex. Den streckade linjen indikerar 50 procent. I genomsnitt över hela perioden ökar ungefär 50 procent av delindexen i respektive grupp snabbare än sitt snitt och ungefär 50 procent ökar långsammare.

Källor: SCB och Riksbanken.

### Olika mått på underliggande inflation har stigit, vilket kan indikera en mer varaktigt hög inflation

En viktig del i inflationsanalysen är att försöka bedöma hur stor del av inflationen som är tillfällig respektive mer varaktig. Utöver aggregatet och olika delindex i KPIF analyserar Riksbanken därför också olika mått på underliggande inflation, som försöker minska betydelsen av priser som brukar variera mycket. Tanken är att den delen av inflationen som brukar förändras relativt långsamt (är mer persistent) kan säga mer om den framtida inflationsutvecklingen än vad den aktuella KPIF-inflationen gör.<sup>51</sup> Den senaste tiden har alla de olika måtten på underliggande inflation som Riksbanken beräknar och följer stigit snabbt.<sup>52</sup> Medianen av måtten, som har varierat jämförelsevis lite under den senaste tioårsperioden, steg från 2,6 procent i januari till

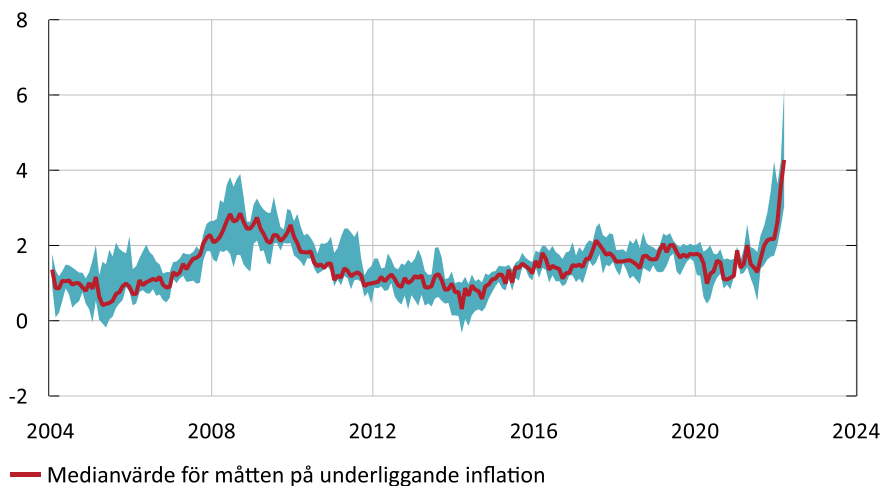
<sup>51</sup> Se bland annat "Varför mått på underliggande inflation?" i Penningpolitisk rapport, oktober 2018.

<sup>52</sup> Riksbanken brukar redovisa ett antal mått på underliggande inflation. Där ingår KPIF exkl. energi, KPIF exkl. energi och färskvaror, persistensviktad inflation (KPIFPV), faktor från principalkomponentanalys (KPIFPC) och viktad medianinflation (Trim1). Bland måtten ingår också Trim85. Där har 7,5 procent av de högsta respektive lägsta prisförändringstakterna varje månad för de undergrupper som ingår i KPIF tagits bort. Ett mått som benämns UND24 ingår också. Där finns alla undergrupper kvar, men de får en annan vikt än den de har i KPIF. Den nya vikten beror på hur mycket priserna har varierat de senaste 24 månaderna.

3,6 procent i februari och 4,3 procent i mars, vilket är en historiskt snabb uppgång på en så kort tid (se diagram 47).

#### Diagram 47. Olika mått på underliggande inflation

Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken.

#### Prisuppgången i Sverige och omvärlden – finns det gemensamma drag?

Om man studerar hur svenska konsumentpriser utvecklas sig över tid i förhållande till motsvarande priser i omvärlden framgår det att samvariationen, eller korrelationen, är tydligast för *energipriser*. Korrelationen är som högst om svenska konsumentpriser på energi en viss månad matchas med energipriser i omvärlden samma månad. Det sambandet håller också under den senaste tvåårsperioden.<sup>53</sup> Ökningstakten i konsumentpriserna på energi i Sverige, euroområdet, Storbritannien och i USA bottnade i mitten av 2020 och började sedan stiga relativt snabbt.

Samvariationen är också tydlig om man studerar prisutvecklingen på *livsmedel*. Liksom för energipriserna var den senaste uppgången i livsmedelspriserna relativt samtidig i Sverige och i omvärlden, men den skedde från olika nivåer (se diagram 48). Den årliga procentuella förändringen i råvarupriserna på livsmedel började, i likhet med energipriserna, stiga under det andra halvåret 2020.<sup>54</sup> Våren/sommaren 2021, började också livsmedelspriserna i konsumentledet stiga successivt i Sverige och i omvärlden. Prisuppgången på livsmedel beror sannolikt delvis på stigande energikostnader, som brukar påverka hela leveranskedjan inom livsmedelsindustrin, från gårdsproduktionen till transport och bearbetning, lagring och försäljning.

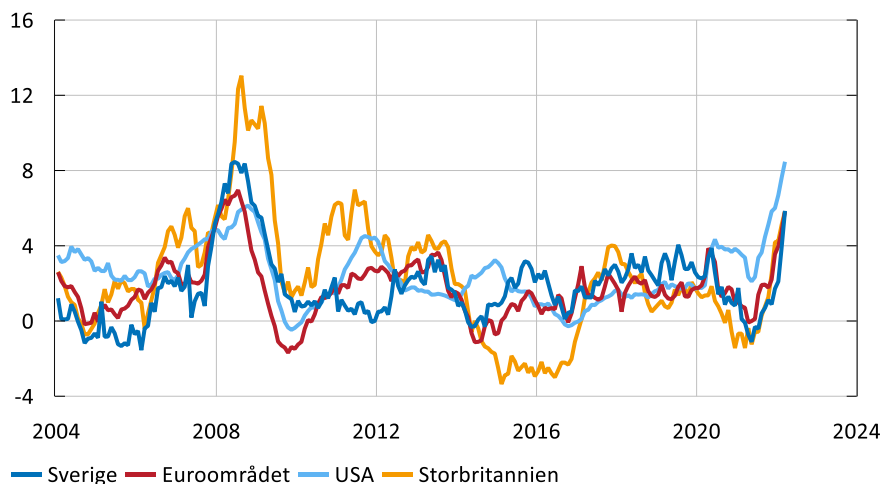
<sup>53</sup> I analysen studeras årliga procentuella förändringar i olika delindex. Vändpunkter i årstakterna har identifierats med hjälp av olika utjämningsmetoder såsom HP-filter och trendcykelkomponenten från säsongrensningproceduren x12. Sådana vändpunkter är ofta mycket lättare att urskilja efter hand och betydligt svårare att datera i realtid.

<sup>54</sup> Enligt The Economists råvaruprisindex för livsmedel.



**Diagram 48. Livsmedelspriser i olika länder och regioner**

Årlig procentuell förändring

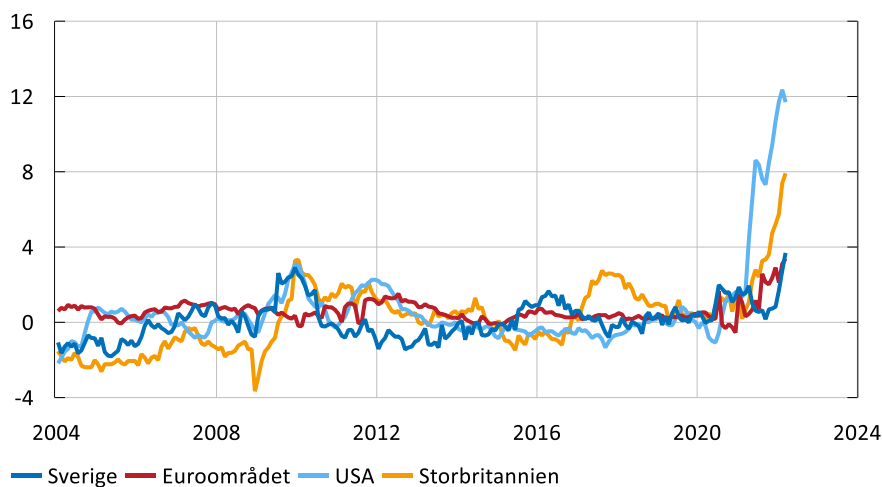


Anm. Mätt med HIKP för Sverige och euroområdet respektive KPI för USA och Storbritannien.

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

**Diagram 49. Varupriser i olika länder och regioner**

Årlig procentuell förändring



Anm. Avser varor exklusive energi och livsmedel. Mätt med HIKP för Sverige och euroområdet respektive KPI för USA och Storbritannien.

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

Samvariationen mellan *andra varupriser än livsmedel* i Sverige och i omvärlden är inte alls lika tydlig över tid (se diagram 49). De genomsnittliga ökningstakterna under perioden är också olika. Växelkurser kan förklara skillnader mellan länder/regioner i det här fallet, men även sättet att mäta priserna på, skillnader i konsumtionsmönster samt skillnader i metoder för kvalitetsjusteringar.<sup>55</sup> Uppgången under den senaste tiden är inte heller särskilt samtidig. Priserna i USA började stiga redan under sommaren 2020. Mot slutet av 2020 började varupriserna stiga i euroområdet, men i en

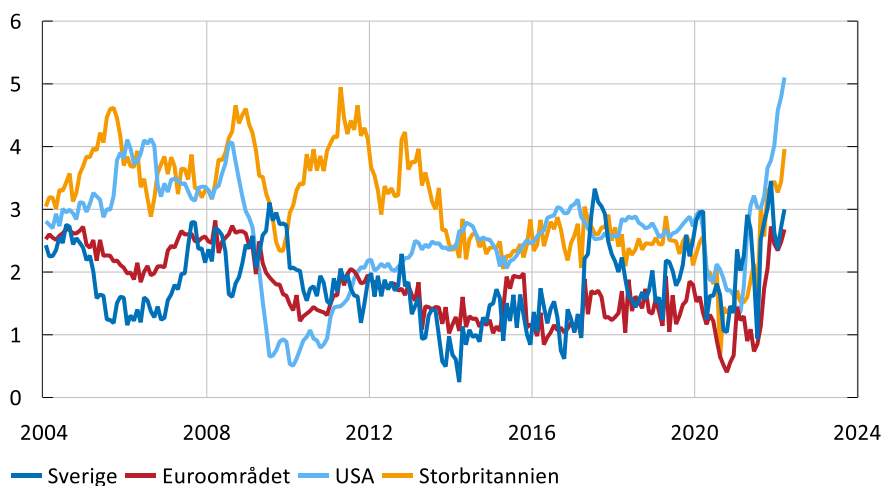
<sup>55</sup> För en diskussion om prisjämförelser mellan länder se O. Tysklind, "Kvalitetsjusteringar och internationella prisjämförelser", Staff Memo, januari 2020.

mycket långsammare takt. Ytterligare något senare började varupriserna stiga i Storbritannien, men där blev uppgången brantare. I Sverige steg ökningstakten under andra halvåret 2020 och första halvåret 2021, men dämpades sedan och blev negativ under större delen av det andra halvåret 2021. Under 2022 har dock varupriserna stigit snabbt i Sverige. Prisuppgången förklaras främst av en stark global efterfrågan i kombination med utbudsproblem. Högre energipriser har bidragit till ökade transportkostnader samtidigt som andra råvarupriser ha stigit. Flaskhalsar i den globala handelskedjan har också medverkat till höga fraktkostnader. Liksom för livsmedelspriserna kan alltså en del av prisuppgången på varor förklaras av indirekta effekter av stigande priser på viktiga insatsvaror.

Korrelationen mellan utvecklingen av *tjänstepriser* i Sverige och i omvärlden är positiv och tydligare än för varupriserna, men inte alls lika stark som för energi- och livsmedelspriser (se diagram 50). Ökningstakten i tjänstepriserna började stiga runt årsskiftet 2020/2021 i Sverige och omvärlden och utvecklingen hänger sannolikt ihop med att många pandemirestriktioner togs bort, vilket innebar en snabbt stigande efterfrågan på tjänster. I Sverige har den uppåtgående trenden varit ojämn, vilket beror på stora viktjusteringar för delindex med stora säsongsvariationer, som utrikes resor. Generellt är prisuppgången på tjänster än så länge inte lika stor som på livsmedel och övriga varupriser. I USA har dock tjänstepriserna ökat betydligt mer än i andra länder och även löneökningarna har stigit snabbt.

#### Diagram 50. Tjänstepriser i olika länder och regioner

Årlig procentuell förändring



Anm. Mätt med HIKP för Sverige och euroområdet respektive KPI för USA och Storbritannien.  
Källor: Eurostat, U.K. Office for National Statistics och U.S. Bureau of Labor Statistics.

#### Kriget i Ukraina pressar upp inflationen ytterligare

Redan innan kriget i Ukraina bröt ut hade livsmedelspriserna börjat stiga. Kriget i Ukraina väntas bidra till ännu högre livsmedelspriser eftersom utbudet på till exempel vete kommer att minska (se också fördjupningen "Ekonomiska konsekvenser av kriget i Ukraina"). Fortsatta störningar på energimarknaden väntas också påverka livsme-

delsbranschen. Priserna på naturgas, som är en insatsvara i produktionen av konstgödsel, och el- och drivmedel, som också är viktiga insatsvaror i jordbruket, har stigit sedan kriget bröt ut.

Andra exempel på produkter som blivit dyrare på grund av västländernas sanktioner mot Ryssland är olika trävaror, förpackningar av olika slag och plast. Flera av de insatsvaror som används vid tillverkningen av sådana produkter produceras i Ryssland. Kriget i Ukraina väntas skapa nya prisimpulser, med ytterligare högre inflation i år.

### **Olika indikatorer pekar också på högre inflation i närtid**

Enligt Riksbankens företagsundersökning, som genomfördes i februari före Rysslands invasion av Ukraina, ökar kostnaderna för insatsvaror, transporter, energi och arbetskraft. Flera företag har redan höjt sina försäljningspriser och jämfört med undersökningen i september är det nu fler företag som planerar att höja försäljningspriserna framöver för att kompensera för bland annat det ökade kostnadstrycket. Enligt Konjunkturbarometern har andelen företag som planerar att höja sina priser inom detaljhandeln och i tjänstesektorn stigit ytterligare. Prisökningstakten på insatsvaror verkar enligt inköpschefsindex (PMI) ha stabiliserats på rekordhöga nivåer både inom industrin och i tjänstesektorn. Ökningstakten i producentpriserna på konsumtionsvaror stiger också fortfarande (se diagram 45). Olika indikatorer pekar alltså entydigt på högre konsumentpriser den närmaste tiden.

Enligt samtal med företag som Riksbanken genomförde i början av april har det redan skett stora prishöjningar, men försäljningspriserna förväntas höjas ytterligare. Företagen menar också att acceptansen för prishöjningar generellt är större nu, både gentemot underleverantörer och från kunder.<sup>56</sup> Det var en tendens som blev tydlig redan innan kriget bröt ut.

### **Riksbankens bedömning för de närmaste två åren**

Flera olika indikatorer, som prisplaner i barometern och producentpriser pekar alltså på att de stora prisökningar som skett i råvaru- och producentled de senaste åren ännu inte fullt ut har vältrats över till konsumenterna. Dessutom innebär kriget i Ukraina nya prisimpulser. Priserna i konsumentled väntas därmed stiga ytterligare och Riksbanken har gjort en stor revidering av inflationsprognosen fram till 2023, jämfört med prognosen i februari (se diagram 7 i kapitel 1). Ökningstakten i livsmedels- och övriga varupriser har varit snabb, men väntas stiga ytterligare och vara som högst under det andra halvåret i år (se diagram 51). Ökningstakten i tjänstepriserna väntas ligga kvar på en högre nivå än vanligt i år och nästa år, medan ökningstakten i energipriserna dämpas något tidigare.

Bedömningen innebär inte att priserna på livsmedel, varor och energi kommer falla framöver, men de antas inte fortsätta stiga lika snabbt. Det finns stöd för den bedömningen i terminspriserna på marknaderna för livsmedel, övriga råvaror och energi.

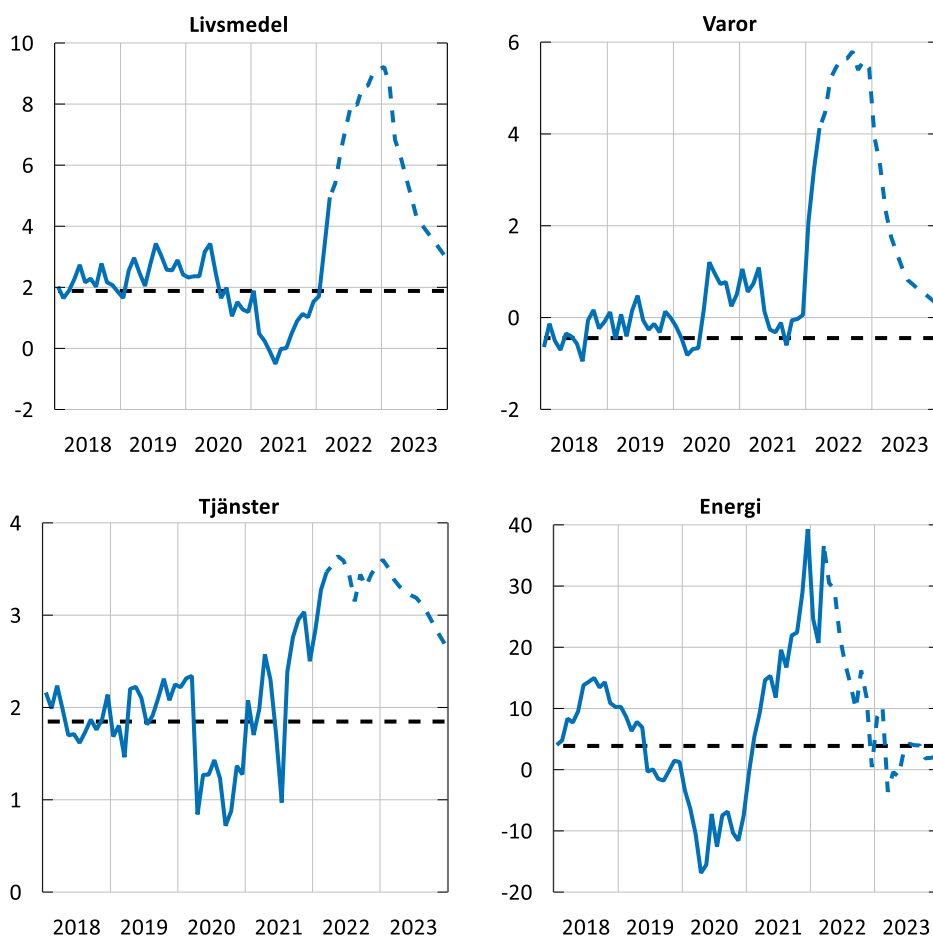
---

<sup>56</sup> Intervjuerna genomfördes efter Rysslands invasion av Ukraina med ett mindre urval av företag. Sammanlagt 19 företag och branschorganisationer intervjuades om krigets effekter på deras verksamhet och om prissättningen för närvarande. Resultatet av nästa ordinarie företagsundersökning publiceras i juni.

Hur inflationen utvecklas på lite längre sikt beror på hur företagens och hushållens inflationsförväntningar påverkas av detta och hur penningpolitiken anpassas. Olika mått på underliggande inflation har stigit den senaste tiden, vilket kan vara en indikation på att inflationen kan bli mer varaktigt hög. Än så länge är det dock svårt att se några tydliga tecken på så kallade andrahandseffekter i Sverige, där högre inflationsförväntningar i sin tur genererar högre priser och löner. Uppgången i de långsiktiga inflationsförväntningarna är relativt måttlig än så länge och det finns inga tecken på snabbt stigande löner. Uppgången i tjänstepriserna, som kanske främst skulle påverkas av en sådan utveckling, har också varit mer begränsad än i andra priser.

### Diagram 51. Prognoser för olika delindex i KPIF 2022 och 2023

Årlig procentuell förändring



Anm. Varor avser varupriser exklusive energi och livsmedel. Vikten för livsmedelspriser i KPIF, enligt Riksbankens indelning, uppgår till 18,2 procent 2022 medan övriga varupriser väger 28,9 procent. Vikten för tjänstepriser är 43,7 procent och för energipriser 5,9 procent. 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.

## FÖRDJUPNING – Ekonomiska konsekvenser av kriget i Ukraina

---

Rysslands invasion av Ukraina har orsakat en humanitär katastrof i ett av Europas folkrikaste länder. Vid sidan om det mänskliga lidandet i Ukraina har krigshandlingarna dessutom utlöst den snabbast växande flyktingkrisen i Europa sedan andra världskriget.

De ekonomiska konsekvenserna är svåra att överblicka och avgörs i stor utsträckning av kommande vägval om Europas säkerhets- och handelspolitik. Tillgången på flera viktiga råvaror, exempelvis olja, naturgas och spannmål, har blivit mer osäker. Världsmarknadspriserna på fossila bränslen har stigit och i Europa har energipriserna ökat markant. Högre priser på energi och livsmedel pressar upp inflationen i ett läge då prisökningstakten redan är hög i flera länder.

Flera faktorer talar för att tillväxten i EU och Sverige i år blir lägre, jämfört med vad som förväntades före krigsutbrottet. Det är dock svårt att bedöma hur mycket tillväxten dämpas och hur långvariga effekterna blir. För att belysa osäkerheten diskuteras två olika scenarier för den ekonomiska utvecklingen framöver, och de ekonomisk-politiska avvägningar som kan aktualiseras.

---

### Ryssland och Ukraina är viktiga råvaruexportörer

EU:s ekonomiska utbyte med Ryssland domineras av handeln med fossila bränslen. Värdet av importen från Ryssland av kol, petroleumprodukter och naturgas har de senaste åren varit ungefär dubbelt så stort som värdet av all annan varuimport från Ryssland (se diagram 52). Cirka 30 procent av medlemsländernas totala import av fossila bränslen har kommit från Ryssland och flera enskilda länder, exempelvis Polen, Tyskland och Österrike, har hämtat mer än hälften av sin import av naturgas från Ryssland.

Ryssland är dessutom en viktig exportör av konstgödsel, solrosolja och spannmål, samt av somliga metaller som är svåra att ersätta i produktionen av vissa specifika varor.<sup>57</sup> EU:s övriga handelsrelationer med Ryssland är jämförelsevis små och de direkta finansiella exponeringarna mot Ryssland är begränsade.<sup>58</sup> Ukraina är en betydligt

---

<sup>57</sup> Ryssland är en betydande exportör av palladium, nickel och platina, som bland annat används i produktionen av katalysatorer, halvledare och batterier.

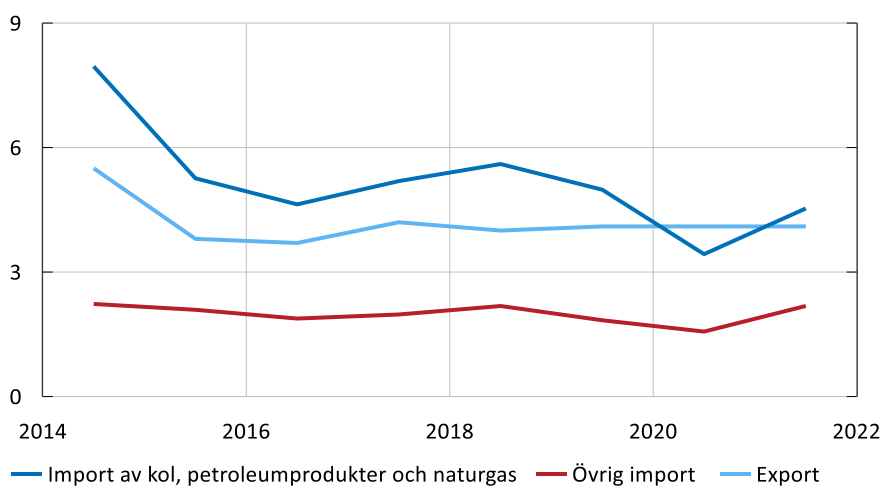
<sup>58</sup> EU:s export till Ryssland är betydligt mindre omfattande än importen därifrån. I fjol svarade Ryssland för cirka 4 procent av EU:s samlade varuexport. Som jämförelse kan nämnas att EU:s två viktigaste exportmarknader, USA och Storbritannien, stod för 18,3 procent respektive 13,0 procent av varuexporten.

mindre handelspartner för EU än Ryssland, men är trots det en stor exportör av vissa specifika varor, exempelvis just konstgödsel, solrosolja och spannmål.

Efter Rysslands annektering av Krim 2014, och den efterföljande aggressionen i östra Ukraina, beslutade EU om ekonomiska sanktioner mot Ryssland. Sveriges handel med Ryssland har sedan dess minskat avsevärt, särskilt importen av fossila bränslen. I fjol importerade Sverige rysk råolja till ett sammanlagt värde av 7 miljarder kronor, motsvarande 8,5 procent av den totala råoljeimporten. Som jämförelse kan nämnas att Ryssland 2014 svarade för nära hälften av Sveriges försörjning av råolja. Rysslands betydelse som svensk exportmarknad är ganska liten, inte minst sett till landets befolkning och relativa närhet. 2021 gick mindre än 1,5 procent av Sveriges varuexport till Ryssland.

### Diagram 52. EU:s varuhandel med Ryssland

Andel av EU:s samlade import/export av varor, procent



Anm. Statistiken avser handel med varor mellan Ryssland och de 27 länder som sedan februari 2020 är medlemmar i Europeiska unionen (EU27). Värdet av handeln är uttryckt i euro och visas som andel av värdet av EU27:s samlade externa import respektive export av varor.

Källor: Eurostat och Riksbanken.

### Omfattande ekonomiska sanktioner mot Ryssland

Efter Rysslands invasion av Ukraina den 24 februari i år har EU, USA, Storbritannien och flera andra länder infört omfattande ekonomiska sanktioner mot Ryssland. Det handlar om handelsrestriktioner och höjda importtullar, begränsningar i möjligheterna att investera i Ryssland, sanktioner mot enskilda personer och mot en rad ryska banker och finansiella institutioner. Bland annat har flera ryska banker stängts ute från EU:s och USA:s kapitalmarknader och från SWIFT, som förmedlar information om

betalningar mellan banker och finansinstitut.<sup>59</sup> Man har också gjort det olagligt att genomföra transaktioner med Rysslands centralbank.<sup>60</sup> EU, USA, Storbritannien och Kanada har dessutom stängt sina luftrum för ryska flygplan.<sup>61</sup>

Australien och USA har förbjudit import av fossila bränslen och Storbritannien har som mål att landet vid årets slut ska vara helt oberoende av rysk kol och olja.<sup>62</sup> EU har beslutat om sanktioner mot import av kol, som motsvarar cirka 6 procent av värdet av den samlade importen av fossila bränslen från Ryssland. Flera regeringar inom EU förespråkar åtgärder för att även begränsa importen av naturgas och olja, och de baltiska länderna har redan stoppat importen av rysk naturgas. Men EU har hittills inte fattat något gemensamt beslut om förbud mot import av naturgas och olja.<sup>63</sup> Ett sådant beslut skulle sannolikt medföra betydande kostnader, för både företag och hushåll.<sup>64</sup> Rysk naturgas är särskilt svår att ersätta eftersom Ryssland är en så dominerande leverantör i flera europeiska länder och eftersom det saknas kapacitet att skeppa flytande naturgas i de kvantiteter som skulle behövas vid ett importstopp. EU-kommissionen har lagt fram en plan som innebär att importen av fossila bränslen från Ryssland snabbt trappas ned istället för att omedelbart avbrytas.<sup>65</sup>

Vid sidan av de ekonomiska sanktioner som beslutats av olika regeringar har ett stort antal företag bestämt sig för att avsluta eller kraftigt minska sin handel med Ryssland, och att stänga ned sina verksamheter i landet.

## Högre priser på energi och livsmedel

Under de första dagarna efter krigsutbrottet föll priserna på världens aktiemarknader och marknadsröntorna sjönk. På valutamarknaderna stärktes den amerikanska dollarn

<sup>59</sup> Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, förkortat SWIFT, är ett medlemsägt företag med säte i Belgien och har som syfte att tillhandahålla ett världsomspännande system för säker, elektronisk överföring av finansiell information.

<sup>60</sup> USA och Storbritannien har även förbjudit transaktioner med Rysslands finansdepartement och med fonder som förvaltar statliga ryska tillgångar.

<sup>61</sup> Listan på sanktioner är inte uttömmande och sanktionerna riktas i flertalet fall även mot Belarus och mot personer och företag med kopplingar till Belarus.

<sup>62</sup> Australiens förbud gäller petroleumprodukter, kol och gas medan USA förbjudit import av flytande naturgas, råolja och vissa andra petroleumprodukter. Även Kanadas regering har infört ett förbud mot import av råolja från Ryssland, trots att någon sådan import inte förekommer.

<sup>63</sup> Två stora ryska banker, Sberbank och Gazprombank, har av EU undantagits från de sanktioner som riktats mot andra banker och finansiella institutioner. Sberbank och Gazprombank förmedlar en stor del av betalningarna för Europas import från Ryssland av just fossila bränslen.

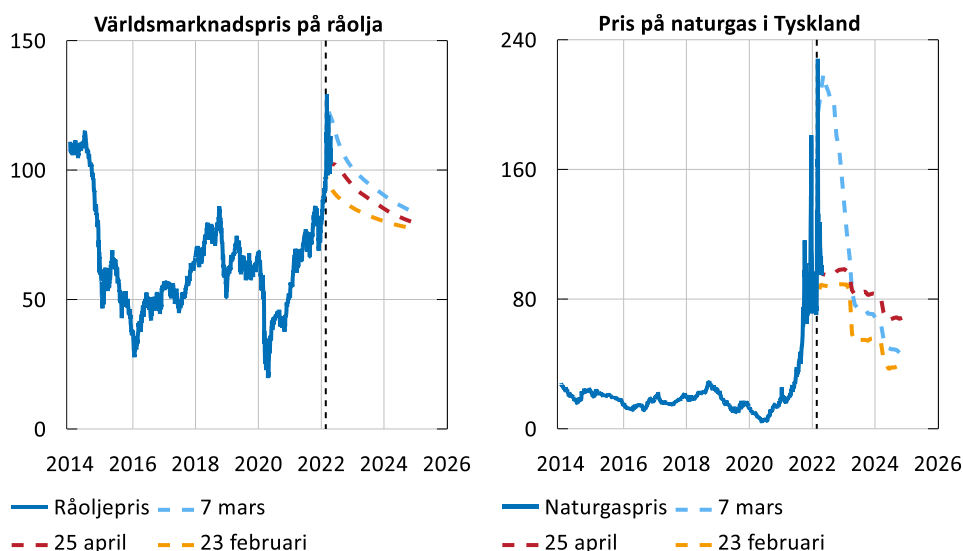
<sup>64</sup> Hur stora kostnader som skulle uppstå vid ett importstopp är svårt att avgöra. Några analyser som fokuserat på tysk ekonomi indikerar ett bortfall i Tysklands BNP på mellan 0,5 och 6,5 procent. Se Bachmann m.fl. (2022), "What if? The economic effects for Germany of a stop of energy imports from Russia", ECONtribute Policy Brief nr. 028, Gemeinschaftsdiagnose 1-2022, som tagits fram gemensamt av fem tyska prognosmakare [https://www.ifw-kiel.de/fileadmin/Dateiverwaltung/IfW-Publications/-ifw/Gemeinschaftsdiagnose/Langfassungen/gd\\_2022\\_1.pdf](https://www.ifw-kiel.de/fileadmin/Dateiverwaltung/IfW-Publications/-ifw/Gemeinschaftsdiagnose/Langfassungen/gd_2022_1.pdf), samt Bundesbanks senaste månadsrapport <https://www.bundesbank.de/en/tasks/topics/war-against-ukraine-energy-embargo-could-significantly-weaken-german-economy-889696>.

<sup>65</sup> EU-kommissionens plan, kallad REPowerEU, innebär att importen av rysk naturgas ska minska med två tredjedelar i år. För att ersätta bortfallet räknar kommissionen bland annat med att öka importen från andra länder, som Algeriet, Norge och USA, och att snabba på utbyggnaden av sol- och vindkraft. Se [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_22\\_1511](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_22_1511). Bedömare inom branschen menar dock att det kan bli svårt att snabbt öka tillförseln av el från förnybara energikällor och att man på kort sikt kan tvingas acceptera en ökad användning av olja och kol som importerats från andra leverantörer än Ryssland.

och Schweizerfrancen och samtidigt försvagades den svenska kronan och andra valutor från små, öppna ekonomier. Dessutom skedde kraftiga uppgångar i priserna på fossila bränslen (se diagram 53) och på elektricitet.

### Diagram 53. Världsmarknadspris på råolja och pris på naturgas i Tyskland

Brent, USD per fat (vänster) respektive Euro per MWh (höger)



Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser terminsprissättning vid angivet datum. Streckad vertikal linje markerar den 23 februari 2022, dagen före Rysslands invasion av Ukraina.

Källor: Intercontinental Exchange och Riksbanken.

Aktiepriser och marknadsräntor steg emellertid ganska snart igen, och krigets effekter på de finansiella marknaderna bedöms hittills ha varit begränsade. Priserna på energi är fortsatt höga, även om de fallit tillbaka efter de kraftiga uppgångarna i början av mars, och prisrörelserna fortsätter att vara stora. Krigsutbrottet har skapat en avsevärd osäkerhet om Europas framtida energiförsörjning och energipriserna påverkas tydligt av nyheter om krigets förlopp och av åtgärder som kan påverka rysk export av fossila bränslen. Trots att EU:s sanktioner har utformats så att det ska vara möjligt att fortsätta importen av naturgas och olja finns det ändå, för de bolag som är direkt inblandade, affärsmässiga risker förknippade med fortsatt handel. Sedan krigsutbrottet har priset på rysk olja sjunkit medan Brentoljan har blivit dyrare (se diagram 54).



**Diagram 54. Pris på råolja, Brent och Ural**

USD per fat



Anm. Brent och Ural syftar på två olika riktpriser som används vid handel med råolja. Brent är idag världens ledande riktpris för råolja; namnet kommer ursprungligen från ett specifikt oljefält i Nordsjön som heter Brent. Ural är ett riktpris som används för prissättning av rysk råolja avsedd för export. Streckad linje markerar den 23 februari 2022, dagen före Rysslands invasion av Ukraina.

Källa: Intercontinental Exchange.

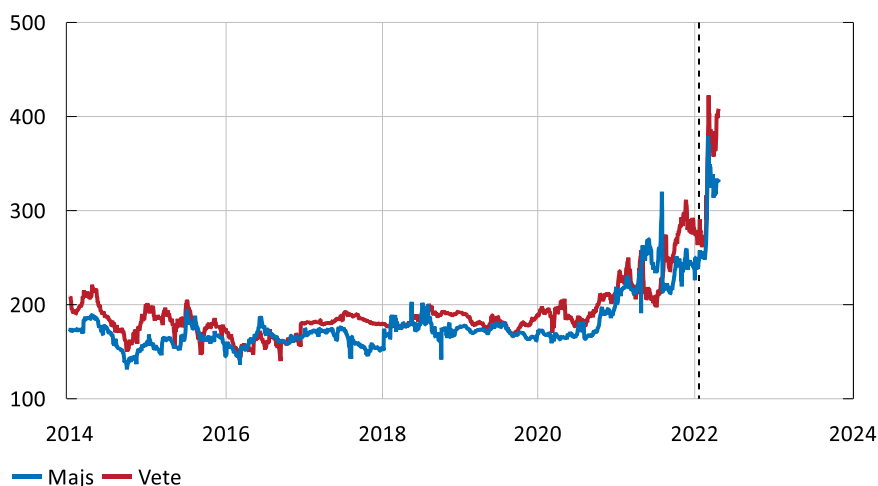
Konflikten i Ukraina bidrar också via flera olika kanaler till att pressa upp världsmarknadspriserna på livsmedel. Eftersom Ryssland och Ukraina är viktiga exportörer av spannmål, majs och konstgödsel har priserna på dessa produkter stigit (se diagram 55). Högre priser på konstgödsel och energi leder i sin tur till högre kostnader för lantbrukare och livsmedelsproducenter. I utvecklingsländer lägger många hushåll en stor andel av sina inkomster på mat och för dem innebär stigande livsmedelspriser ofta ett direkt hot om svält. Ett land som drabbas särskilt hårt av kriget i Ukraina är Egypten, som är en av världens största importörer av vete.<sup>66</sup>

För hushållen i EU och Sverige kommer högre priser på energi och livsmedel att innebära lägre köpkraft. I mars steg konsumentpriserna på energi i euroområdet med över 40 procent, jämfört med nivån ett år tidigare, och även livsmedelspriserna påverkas nu av konflikten. Högre priser på energi och livsmedel har också bidragit till förväntningar om att flera europeiska centralbanker framöver ska agera för att dämpa efterfrågan i syfte att försvara inflationsmålen.

<sup>66</sup> Egypten har dessutom varit ett populärt resmål för ryska och ukrainska turister och kriget har därför inneburit fallande inkomster. I mars tillkännagav IMF att Egyptens regering bett om stöd för att klara krisen.

**Diagram 55. Pris på majs och vete**

Euro per ton



Anm. Streckad linje markerar den 23 februari 2022, dagen före Rysslands invasion av Ukraina.

Källa: Euronext.

**Migration och högre försvarsutgifter**

De offentliga finanserna i EU:s medlemsländer påverkas på flera sätt av kriget i Ukraina. Utöver ökade transfereringar till hushållen, för att kompensera för högre energipriser, ökar även kostnaderna för flyktingmottagandet. Enligt FN:s flyktingorgan, UNHCR, har runt 5 miljoner människor flytt Ukraina sedan invasionen inleddes, och de flesta av dessa har tagit sig till EU. I början av mars beslöt EU:s ministerråd att aktivera det så kallade massflyktsdirektivet, vilket ger möjlighet för ukrainare som flyr kriget att få tillfälligt skydd inom unionen. Beslutet gäller till den 4 mars 2023 och ger ukrainska flyktingar tillgång till bland annat grundläggande vård och visst ekonomiskt bistånd, samt rätt att arbeta.<sup>67</sup> Flyktingkrisen ökar de offentliga utgifterna i form av transfereringar till migranter och hjälporganisationer och höjer den offentliga konsumtionen.<sup>68</sup>

En ytterligare faktor som påverkar de offentliga finanserna är att flera länder i Rysslands närhet nu beslutar om militär upprustning. Invasionen har tvingat fram en omvärdering av Europas säkerhetspolitiska situation och tidigare vägval har snabbt omprövats. Åtminstone sju regeringar i Europa har hittills meddelat att försvarsutgifterna ska höjas och i ytterligare ett par länder finns tydliga indikationer på att man överväger höjningar. Av störst ekonomisk betydelse är den tyska regeringens förslag att omedelbart avsätta 100 miljarder euro till en fond för anskaffning av försvarsmaterial, samt att de ordinarie anslagen till försvaret framöver ska öka till över 2 procent av BNP. År 2019 motsvarade Tysklands försvarsanslag cirka 1,3 procent av BNP.

<sup>67</sup> Beslutet innebär också att flyktingarna ska få hjälp med boende och att barnen får rätt till skolgång. Massflyktsdirektivet kan förlängas i upp till tre år. För mer information, se [https://ec.europa.eu/home-affairs/policies/migration-and-asylum/common-european-asylum-system/temporary-protection\\_sv](https://ec.europa.eu/home-affairs/policies/migration-and-asylum/common-european-asylum-system/temporary-protection_sv).

<sup>68</sup> Ju längre konflikten fortsätter, och ju fler ukrainare som väljer att stanna i EU en längre tid, desto större blir också effekterna på utbudet av arbetskraft i EU.

Ännu är det oklart exakt i vilken takt och omfattning som försvarsanslagen i EU kommer att öka och hur man planerar att finansiera upprustningen. Detaljerna i den tyska regeringens förslag tyder dock på en villighet att förlita sig på ökad upplåning i år och ett par år framöver.<sup>69</sup> Den svenska regeringen har som målsättning att försvarsutgifterna ska öka till 2 procent så fort det är praktiskt möjligt.<sup>70</sup>

## Två scenarier för den ekonomiska utvecklingen

Vilka blir då de ekonomiska konsekvenserna på lite längre sikt; hur påverkas utsikterna för konjunkturen och inflationen? En nyckelfråga är förstas hur den militära konflikten i Ukraina utvecklas och hur den i sin tur påverkar det ekonomiska utbytet mellan Ryssland och de länder som infört sanktioner. Flera regeringar i EU förespråkar som sagt gemensamma åtgärder för att omedelbart begränsa EU:s import av olja och naturgas och ett sådant beslut skulle hämma tillväxten ytterligare. En viktig relaterad fråga är den säkerhetspolitiska omprövning som nu pågår och som kan få långtgående ekonomiska konsekvenser även på global nivå. I Europa och Nordamerika höjs röster för ökad självförsörjning inom strategiskt viktiga branscher och man ifrågasätter de senaste decenniernas fokus på globalisering och kostnadseffektivitet.

I Riksbankens huvudscenario antas att de nuvarande sanktionerna mot Ryssland ligger kvar under prognosperioden och att EU inte inför något gemensamt, omedelbart förbud mot import av rysk olja och gas. Huvudscenariot utgår dessutom från antagandet att priset på olja och andra råvaror utvecklas ungefär i linje med nuvarande terminsprissättning. Men det går förstas inte att bortse från möjligheten att utvecklingen framöver tar en helt annan riktning. För att åskådliggöra osäkerheten beskrivs här två scenarier som utgår från olika antaganden om den militära konflikten och om de olika vägval som diskuteras.<sup>71</sup> Huvudscenariot är i flera avseenden förenligt med antagandena i det första av dessa två scenarier, där priserna på råolja och andra råvaror snart faller tillbaka. Men i huvudscenariot antas samtidigt att hushåll och företag påverkas av den stora osäkerhet som nu råder, och att detta återspeglas i deras beslut om konsumtion, sparande och investeringar.

### Scenario: Snabb militär nedtrappning, begränsade ekonomiska effekter

I det första scenariot sker under loppet av 2022 en avgörande nedtrappning av den militära konflikten mellan Ryssland och Ukraina. Antingen minskar intensiteten i krigshandlingarna i hela Ukraina, eller så begränsas stridigheterna geografiskt så att de

<sup>69</sup> Historiska data över olika länders militärutgifter publiceras av Stockholm International Peace Research Institute, SIPRI. Försvarsanslagens andel av BNP steg i många länder 2020 eftersom pandemin då orsakade betydande fall i BNP. Se även blogginlägget "Explainer: The proposed hike in german military spending" av Alexandra Marksteiner vid SIPRI (<https://sipri.org/commentary/blog/2022/explainer-proposed-hike-german-military-spending>).

<sup>70</sup> I den svenska statens budget för 2022 anslås 76,6 miljarder kronor till utgiftsområdet försvar och samhällets beredskap. Detta motsvarar cirka 1,3 procent av BNP. Regeringens målsättning om en ökning till 2 procent tillkännagavs av statsminister Magdalena Andersson vid en pressträff den 10 mars. Statsministern meddelade också att anslagen ska höjas så fort det är möjligt att på ett effektivt sätt omsätta ökningarna i stärkt försvarsförmåga.

<sup>71</sup> I båda scenarierna antas, liksom i Riksbankens huvudscenario, att medlemsländerna i EU och NATO undviker en militär upptrappning som innebär att deras väpnade styrkor blir stridande part i kriget.

fortsättningsvis berör en mindre del av landets territorium. Antalet ukrainare som flyr sitt land blir färre och en stor andel av de som redan flytt söker sig tillbaka.

Sanktionerna mot Ryssland kvarstår men de flesta EU-länder tillåter att importen av olja och naturgas fortgår ytterligare ett par år. Under tiden sker investeringar för att gradvis minska beroendet av fossila bränslen från Ryssland. För att underlätta omställningen anstränger man sig för att öka importen från andra leverantörer och samtidigt ökar Rysslands export av fossila bränslen till länder i andra världsdelar, i synnerhet Asien. Priset på energi och andra råvaror faller efterhand tillbaka och är från och med nästa år tillbaka på ungefär de nivåer som rådde före krigsutbrottet.

I Europa sker en betydande militär upprustning, och vissa ansträngningar görs för att öka graden av självförsörjning, exempelvis av energi och livsmedel. Men det nuvarande globala handelssystemet förblir huvudsakligen intakt. Tillväxten i år blir lägre än vad som förväntades före krigsutbrottet, men från och med nästa år blir de makroekonomiska konsekvenserna relativt små.

I scenariot stiger inflationen i år ytterligare, från dagens höga nivåer. Flera regeringar i EU inför därför nya åtgärder för att dämpa effekterna på hushållens köpkraft och för att hjälpa företag i energiintensiva branscher att överleva. Omfattningen av dessa åtgärder varierar från land till land och beror både på behovet av stöd och på det utrymme för ytterligare offentliga utgifter som statsfinanserna medger.

Penningpolitiken kan inte hindra att priserna på energi och andra råvaror stiger snabbare än andra priser och löner. Men i scenariot förs penningpolitiken i Europa ändå i en mer åtstramande riktning. En anledning är kvardröjande effekter av pandemin, som fortsätter att påverka priserna i konsumentledet. En annan anledning är att centralbankerna vill undvika en situation där högre energipriser mer påtagligt påverkar de långsiktiga inflationsförväntningarna, så att dessa stiger tydligt över inflationsmålen. Det faktum att energipriserna så småningom faller tillbaka underlättar emellertid uppgiften. De flesta centralbanker i Europa, däribland Riksbanken, lyckas därför att med jämförelsevis måttliga räntehöjningar föra inflationen tillbaka till inflationsmålen.

### **Scenario: Importstopp och större ekonomisk motståndskraft**

I det andra scenariot väljer Europas regeringar att ytterligare öka den ekonomiska pressen på Ryssland och att redan i år upphöra med i princip all import därifrån. Bakgrunden är att konfliktnivån i Ukraina fortsätter att vara hög och att allt fler europeer blir övertygade om att nya säkerhetspolitiska vägval är nödvändiga och att de kräver ekonomiska upppoffringar. Importen av gas och olja från andra producenter ökar, exempelvis från Norge och USA. Men trots det så stiger priserna till ungefär de nivåer som noterades på spot- och terminsmarknaderna under första veckan i mars (se diagram 53). I Tyskland och flera andra länder ransoneras naturgasen och många industriföretag tvingas att periodvis minska eller helt avbryta produktionen.

I scenariot går EU och dess allierade betydligt längre i sina ansträngningar att minska sitt beroende av Ryssland och en del andra länder som bedöms som opålitliga. På båda sidor om Atlanten fattar myndigheterna beslut som syftar till att öka graden av

ekonomisk motståndskraft och självförsörjning. Man försöker bland annat att motivera företag inom strategiskt viktiga branscher att flytta produktion och leverantörskedjor närmre det egna territoriet, alternativt till vänligt sinnade länder.

De höga energipriserna och ransoneringen leder till recession i euroområdet och till att även USA:s BNP-tillväxt blir lägre. Under 2024 sker en gradvis återhämtning, men produktivitetstillväxten bromsas upp på grund av förändringar i det globala handelsmönstret. Större fokus på säkerhet och självförsörjning innebär mindre fokus på kostnadseffektivitet och att det blir svårare för företagen att utnyttja skalfördelar. Allt detta innebär högre kostnader som i sin tur riskerar att ytterligare driva upp prisökningstakten.

I detta scenario drabbas många branscher och hushåll hårt av snabbt stigande kostnader och av störningar i produktionen till följd av ransonering. Hushållens reala inkomster blir alltså tydligt lägre än i det första scenariot. Men den sämre ekonomiska utvecklingen beror delvis på medvetna val, där säkerhet och motståndskraft prioriterats framför ökad köpkraft. I de europeiska länder som har jämförelsevis starka offentliga finanser sätter myndigheterna in omfattande stödåtgärder och detta lindrar de ekonomiska problemen, åtminstone på kort sikt. Men flera regeringar i EU finner att deras handlingsutrymme begränsas av en hög offentlig skuldsättning och de tvingas därför till svåra avvägningar. I dessa länder förvärras krisen ytterligare till följd av ökad ekonomisk osäkerhet och minskat förtroende.

Eftersom inflationen stiger kraftigt måste penningpolitiken i Europa i första hand inriktas på att försvara inflationsmålen. Flera centralbanker ställs inför svåra avgöranden då tillväxten samtidigt bromsar in och osäkerheten om det underliggande inflationstrycket därför ökar. För ECB kompliceras situationen ytterligare då energipriserna i olika länder i euroområdet påverkas olika mycket av importstoppet på rysk olja och gas, och då det finanspolitiska handlingsutrymmet varierar betydligt mellan medlemsländerna. Den snabba prisökningstakten innebär trots allt att den penningpolitiska åtstramningen i de flesta av Europas länder blir betydligt kraftigare i detta scenario, jämfört med scenariot med snabb militär nedtrappning.

Sverige importerar en jämförelsevis liten mängd fossila bränslen från Ryssland och har dessutom starka statsfinanser. I scenariot bidrar dessa faktorer till att något dämpa sanktionernas direkta effekter på prisbildningen och på den ekonomiska aktiviteten. Men svenska energipriser beror ändå i stor utsträckning av världsmarknadspriset på olja och av elpriserna i våra grannländer. Dessutom är Sveriges ekonomi starkt beroende av den ekonomiska utvecklingen utomlands och i scenariot ställs även svensk penningpolitik inför en situation med snabba prisuppgångar och vikande tillväxt. Den lägre tillväxten beror dock till stor del på lägre produktivitet, vilket alltså tenderar att driva upp prisökningstakten.

Andrahandseffekterna av de högre energipriserna blir kraftiga och i scenariot stiger de långsiktiga inflationsförväntningarna påtagligt. Det uppstår därför en risk att en hel del företag och hushåll börjar att planera för att inflationen även på sikt ska bli högre än 2 procent, och att de därmed fattar ekonomiska beslut som inte är förenliga med inflationsmålet. För att försvara målet tvingas Riksbanken till jämförelsevis snabba

höjningar av styrräntan. Den stramare penningpolitiken bidrar till att dämpa resursutnyttjandet och kostnadstrycket och till att inflationen så småningom kan återföras till 2 procent.

## Högre inflation och dämpad tillväxt i huvudscenariot

Riksbankens huvudscenario är i stort förenligt med det första av de två scenarier som diskuteras ovan. Kriget och sanktionerna bidrar till att tillväxten i Europa blir lägre och att prisökningstakten blir högre, jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten från februari. För hushållen medför högre priser på bland annat energi och livsmedel att de reala inkomsterna växer långsammare, vilket bedöms leda till lägre konsumtion. Högre energipriser innebär också högre kostnader för företagen och därför pressas deras lönsamhet. Minskad lönsamhet och ökad osäkerhet dämpar investeringarna, åtminstone på kort sikt. Riksbanken bedömer sammantaget att tillväxten i Europa i år dämpas ganska tydligt till följd av kriget och sanktionerna mot Ryssland. Prognosen för euroområdet BNP-tillväxt 2022 har skrivits ned med omkring en procentenhet, jämfört med prognosen från februari. Även svensk ekonomi påverkas av kriget och detta är en av anledningarna till att även svensk BNP nu väntas växa långsammare. Nedgången motverkas av ökade offentliga utgifter för migration och av åtgärder som syftar till att skydda hushåll och företag mot högre kostnader.

# Prognostabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

## Tabell 1. Reporänteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2022kv1	2022kv2	2022kv3	2023kv2	2024kv2	2025kv2
<b>Reporänta</b>	0,00 (0,00)	0,16 (0,00)	0,51 (0,00)	1,18 (0,00)	1,57 (0,13)	1,81

Källa: Riksbanken.

## Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2020	2021	2022	2023	2024
<b>KPIF</b>	0,5 (0,5)	2,4 (2,4)	5,5 (2,9)	3,3 (1,9)	2,0 (2,2)
<b>KPIF exkl. energi</b>	1,3 (1,3)	1,4 (1,4)	4,6 (2,2)	3,1 (2,1)	2,0 (2,1)
<b>KPI</b>	0,5 (0,5)	2,2 (2,2)	6,0 (2,9)	5,0 (2,0)	2,8 (2,4)
<b>HIKP</b>	0,7 (0,7)	2,7 (2,7)	5,6 (3,0)	3,3 (1,7)	2,0 (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
<b>Hushållens konsumtion</b>	-4,7 (-4,7)	5,8 (5,2)	3,4 (4,0)	1,4 (2,9)	1,6 (2,0)
<b>Offentlig konsumtion</b>	-1,3 (-1,3)	2,8 (3,7)	1,6 (1,4)	1,7 (0,6)	1,6 (1,1)
<b>Fasta bruttoinvesteringar</b>	-0,3 (-0,3)	6,1 (7,3)	2,6 (4,1)	0,4 (2,0)	0,6 (1,5)
<b>Lagerinvesteringar*</b>	-0,7 (-0,7)	0,4 (0,3)	0,2 (0,2)	-0,1 (-0,2)	0,0 (0,0)
<b>Export</b>	-4,6 (-4,6)	7,5 (6,8)	4,8 (3,1)	3,1 (4,4)	3,3 (3,3)
<b>Import</b>	-5,6 (-5,6)	9,4 (8,2)	5,3 (2,9)	2,5 (4,3)	3,2 (3,3)
<b>BNP</b>	-2,9 (-2,9)	4,8 (5,2)	2,8 (3,6)	1,4 (2,0)	1,4 (1,7)
<b>BNP, kalenderkorrigerad</b>	-3,2 (-3,2)	4,7 (5,0)	2,8 (3,7)	1,6 (2,2)	1,5 (1,7)
<b>Slutlig inhemsk efterfrågan*</b>	-2,5 (-2,5)	4,8 (5,1)	2,6 (3,2)	1,2 (1,9)	1,3 (1,6)
<b>Nettoexport*</b>	0,2 (0,2)	-0,4 (-0,2)	0,0 (0,2)	0,4 (0,2)	0,2 (0,1)
<b>Bytesbalans (NR), procent av BNP</b>	6,1 (6,0)	5,5 (6,3)	5,2 (6,5)	5,5 (6,6)	6,0 (6,6)

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

\* Procent av arbetskraften

\*\* Avvikelse från Riksbankens bedömda potentiella nivåer, i procent

\*\*\* Till följd av en statistikomläggning påverkas prognosen för 2022 av ett tidsseriebrott. För mer information se faktarutan i slutet av kapitel 3.

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

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

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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken.



**Tabell 6. Internationella prognoser**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Euroområdet</b>	0,12	0,47	-6,5 (-6,5)	5,4 (5,2)	2,9 (3,9)	2,4 (2,6)	1,9 (1,6)
<b>USA</b>	0,16	0,09	-3,4 (-3,4)	5,7 (5,7)	3,2 (3,6)	2,0 (2,4)	1,7 (1,8)
<b>Japan</b>	0,04	0,02	-4,5 (-4,5)	1,7 (1,8)	2,1 (3,1)	1,8 (1,4)	1,1 (0,9)
<b>Kina</b>	0,19	0,09	1,7 (1,6)	8,5 (8,5)	4,4 (5,2)	5,1 (5,3)	5,1 (5,3)
<b>KIX-vägd</b>	0,75	1,00	-4,8 (-4,9)	5,4 (5,2)	2,9 (4,0)	2,5 (2,8)	2,3 (2,2)
<b>Världen (PPP-vägd)</b>	1,00	—	-3,1 (-3,1)	6,1 (5,9)	3,7 (4,5)	3,4 (3,7)	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
<b>Euroområdet (HIKP)</b>	0,3 (0,3)	2,6 (2,6)	6,8 (4,5)	2,7 (1,8)	2,0 (1,8)
<b>USA</b>	1,2 (1,2)	4,7 (4,7)	7,4 (5,6)	3,2 (2,7)	2,5 (2,4)
<b>Japan</b>	0,0 (0,0)	-0,2 (-0,2)	1,6 (0,7)	1,0 (0,8)	0,7 (0,6)
<b>KIX-vägd</b>	1,1 (1,1)	2,7 (2,7)	5,9 (3,8)	2,9 (2,1)	2,2 (2,1)

	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Styrränta i omvärlden, procent</b>	-0,3 (-0,3)	-0,3 (-0,3)	0,0 (-0,2)	0,9 (0,0)	1,5 (0,2)
<b>Råoljepris, USD/fat Brent</b>	43,3 (43,3)	70,7 (70,7)	102,4 (83,8)	93,3 (77,2)	85,8 (72,8)
<b>Svensk exportmarknad</b>	-8,1 (-8,1)	9,1 (8,7)	6,7 (6,3)	4,2 (4,5)	3,9 (3,6)

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
<b>Reporänta</b>	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,4 (0,0)	1,2 (0,0)	1,6 (0,2)
<b>10-årsränta</b>	0,0 (0,0)	0,3 (0,3)	1,4 (0,6)	1,9 (1,0)	2,2 (1,3)
<b>Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100</b>	118,5 (118,5)	114,3 (114,3)	117,8 (119,5)	116,8 (118,3)	115,5 (116,5)
<b>Offentligt finansiellt sparande*</b>	-2,7 (-2,6)	-0,2 (-0,4)	-0,2 (0,0)	0,3 (0,6)	0,2 (0,7)

\* Procent av BNP

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

Källor: SCB och Riksbanken.



**SVERIGES RIKSBANK**

Tel 08 - 787 00 00

[registratorn@riksbank.se](mailto:registratorn@riksbank.se)

[www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK

ISSN 2000-1932 (online)