

TAL

DATUM: 2026-01-16
TALARE: Riksbankschef Erik Thedéen
PLATS: Stockholms handelskammare

Svag konsumtion och bostadsmarknad: orsaker och lärdomar

Riksbankens senaste prognos pekar, liksom flera andra prognoser, på god tillväxt och låg inflation i år och de kommande åren. Efter en period med svag efterfrågan började tillväxten i Sverige att ta fart i fjol, hjälpt av en stark export och stigande privat konsumtion. KPIF-inflationen, som tidigare varit förhöjd, hade i december sjunkit till 2,1 procent.

Trots hög osäkerhet, inte minst i omvärlden, befinner sig Sveriges ekonomi alltså av allt att döma idag i ett förhållandevis gynnsamt läge. Det kan därför vara lämpligt att nu fundera på konsekvenserna av de makroekonomiska störningar som vi drabbats av de senaste åren, och de lärdomar vi kan dra för framtiden.

Jag kommer idag att fokusera på hushållens köpkraft och konsumtion, och dess kopplingar till bostadsmarknaden. De disponibla inkomsterna och konsumtionen föll efter att inflationen tagit fart 2022 och utvecklades därefter svagt under ett par år, både jämfört med historisk trend och jämfört med euroområdet och USA. Den svaga konsumtionen bidrog, tillsammans med låga bostadsinvesteringar, till den svaga BNP-tillväxten 2023 och 2024.

Vår konjunkturutveckling följer normalt den i omvärlden mycket nära eftersom vi i allmänhet påverkas av samma händelser som andra länder direkt eller indirekt genom efterfrågan på vår export. Därför blir episoder där utvecklingen avviker från den i omvärlden extra intressanta och viktiga att förstå.

1. Vad kan då förklara att svenska hushåll under åren med hög inflation drabbades hårdare än hushållen i många andra länder? Varför har de svenska hushållens reala disponibla inkomster och konsumtion utvecklats svagare?
2. Vilken effekt har stigande boendekostnader och fallande bostadspriser haft på hushållens ekonomi och deras efterfrågan under perioden?

3. Och vad säger svaren på de frågorna om utvecklingen framöver och vilka lärdomar vi kan dra?

Riksbankens penningpolitik är förstås en viktig pusselbit i den här historien, inte minst via de svenska hushållens höga skulder och via skuldernas korta räntebindningstider. Jag återkommer till det.

Varför drabbades svenska hushåll hårdare än hushåll i andra länder?

Låt mig börja med den första frågan: varför svenska hushåll drabbades hårdare än hushåll i många andra länder under åren med hög inflation.

Viktiga förklaringar till att konsumtionen utvecklats svagare i Sverige än i omvärlden är att hushållens arbetsinkomster har vuxit långsammare och att deras köpkraft urholkats mer sedan inflationen tog fart i slutet av 2021. Kombinationen av en jämförelsevis återhållsam tillväxt i arbetsinkomsterna och en högre inflation innebar att hushållens reala inkomster från arbete sjönk under perioden. Faktum är att Sverige i detta avseende sticker ut, både om man jämför med de stora ekonomierna, euroområdet och USA, och om man jämför med våra nordiska grannar.

Den relativt svaga utvecklingen av de svenska hushållens arbetsinkomster ser ut att handla om såväl löner och andra ersättningar som antalet arbetade timmar, även om jämförelser mellan länder brukar vara osäkra i dessa avseenden. Denna utveckling handlar förstås till viss del om ansvarsfulla löneavtal, som bidrog till att värna inflationsmålets trovärdighet i ett läge då KPIF-inflationen var betydligt högre än målet på 2 procent.

Att köpkraften urholkades jämförelsevis mycket i Sverige kan, åtminstone delvis, förklaras av att kronan försvagades kraftigt under 2022 och 2023. Ett rimligt antagande är att växelkursen lämnar störst avtryck i varupriserna och dessa har stigit betydligt mer i Sverige än i euroområdet och USA. Riksbankens skattningar och modellanalyser talar för att en bestående växelkursförsvagning i den här storleksordningen normalt skulle motsvara en dryg procentenhet av ökningen i konsumentpriserna under perioden.¹ Det finns därtill studier som indikerar att kostnadsförändringar får ett betydligt större genomslag på konsumentpriserna när inflationen är hög än när den är låg.² Därför är det fullt möjligt, om än inte alls

¹ Se fördjupningen "Växelkursens genomslag på inflationen" i den penningpolitiska rapporten december 2016.

² Se till exempel fördjupningen "Kronans genomslag på inflationen tycks vara ovanligt stort" i den penningpolitiska rapporten november 2023 och Linderoth och Meuller (2024).

säkert, att växelkursen ligger bakom så gott som hela skillnaden i köpkraftens utveckling mellan Sverige och omvärlden sedan inflationen tog fart.

Vid sidan om fallande reala arbetsinkomster har många svenska hushåll fått uppleva hur ränteförändringar snabbt kan påverka de egna konsumtionsmöjligheterna. För det genomsnittliga hushållet fördubblades räntekostnaderna som andel av den disponibla inkomsten på kort tid. Det är mer än i omvärlden och har att göra med en relativt hög skuldsättning och en hög andel rörliga räntor. Här kan det dock vara värt att påminna sig om att vi talar om det genomsnittliga hushållet, inklusive den majoritet som inte har några bostadslån över huvud taget. För många hushåll har räntekvoten alltså stigit betydligt mer.

Vilken roll har stigande boendekostnader och fallande bostadspriser spelat?

Räntekostnaderna påverkar inte bara hushållens disponibla inkomster utan även bostadsmarknaden, eftersom de är en viktig del av boendekostnaderna för ägda bostäder. Boendekostnaderna spelar i sin tur en viktig roll i bestämningen av bostadspriserna. Man brukar nämligen räkna med att priset på bostäder bestäms av vad folk tror att det kommer att kosta att äga dem.³ Även förväntningar på framtida värdestegringar går in i sådana boendekostnadskalkyler. Innan räntehöjningarna var det nog ganska vanligt med mycket optimistiska förväntningar på fortsatta uppgångar i bostadspriserna. Själva förväntningarna om fortsatta värdestegringar kan alltså ha bidragit till att bostadspriserna var så höga som de faktiskt var. När räntorna sedan höjdes och priserna började sjunka, då kom de optimistiska förväntningarna på skam, något som i sin tur kan ha bidragit till ytterligare prisnedgångar.

Mot den här bakgrunden är de inte så konstigt att vi i Sverige har sett fallande bostadspriser. Från topp till botten sjönk priserna med närmare 15 procent, vilket är betydligt mer än i omvärlden. I teorin kan man tänka sig att fallande bostadspriser påverkar hushållens konsumtion via flera olika kanaler. De lägre bostadspriserna kan göra det lite svårare för hushållen att låna med bostaden som säkerhet. Dessutom innebär de lägre priserna att hushållens nettoförmögenhet sjunker, vilket i sig kan dämpa konsumtionen. Min tolkning är dock att effekten

³ Se Almenberg m.fl. (2022). Åtminstone i teorin bör det handla om hur dessa kostnader väntas se ut under hela bostadens livstid och det innebär att om hushållen väntar sig att en ränteuppgång blir tillfällig så får den en mindre betydelse för bostadsprisutvecklingen. En möjlighet är dock att ränteuppgången efter 2021 har fått många att justera sina förväntningar också på bolåneräntor längre fram i tiden.

från högre ränteutgifter är en minst lika viktig förklaring till den svaga konsumtionsutvecklingen.⁴

Även bostadsinvesteringarna reagerade på ränteförändringarna och de fallande bostadspriserna. Bostadsinvesteringarna utgör visserligen en liten del av de totala investeringarna, men de tenderar att variera kraftigt. De senaste decennierna har de haft en tendens att förstärka konjunkturförsvagningar, i synnerhet efter räntehöjningsepisoder. Den period jag har fokuserat på idag utgör inget undantag från detta. Faktum är att Sverige är ett av de länder som sett det största fallet i bostadsinvesteringar, ett fall som inte har någon motsvarighet sedan 1990-talet. Bostadsinvesteringarna har bidragit negativt till BNP-tillväxten med sammanlagt närmare 2 procentenheter under 2023 och 2024.⁵

Konsumtionens utveckling framöver

Bidragande orsaker till den jämförelsevis svaga konsumtionsutvecklingen är alltså, för att summera: ansvarsfulla löneavtal, kronans försvagning och de svenska hushållens höga räntekänslighet. Dessutom har den kraftiga nedgången i bostadspriserna förmodligen bidragit en del.

När vi nu blickar framåt har vi goda skäl att tro att de disponibla inkomsterna ska stiga eftersom räntorna är lägre och reallönerna stiger. Vi bedömer därför att vi har en stabil uppgång i konsumtionen framför oss. I år och nästa år räknar vi med att hushållens arbetsinkomster ska stiga med mer än 4 procent per år när lönerna fortsätter att öka samtidigt som arbetslösheten faller tillbaka. Samtidigt är arbetskostnadernas andel av näringslivets samlade förädlingsvärde i utgångsläget på en jämförelsevis låg nivå. Förutsättningarna är därför goda för att reallönerna framöver ska kunna stiga i god takt, utan att kostnadstrycket ökar på ett sätt som är oförenligt med inflationsmålet.

Därtill har kronan förstärkts igen och det bidrar nu till att dämpa inflationen. Förra året apprecierade kronan med cirka 5 procent gentemot euron och över 15 procent gentemot den amerikanska dollarn. Kronans utveckling framåt är som alltid osäker, men under det senaste halvåret har växelkursen utvecklats stabilt trots bestående internationell oro. I år tillkommer effekten av den halverade matmomsen, som tillfälligt kommer att trycka ner inflationen och bidra till att hushållens reala inkomster stärks.

⁴ Det här är också slutsatser som man kan dra utifrån flera aktuella studier, däribland Flodén m.fl. (2021) och Bojeryd m.fl. (2026).

⁵ En del av bostadsinvesteringarna består av import, vilket innebär att det egentliga bidraget till BNP-tillväxten är något mindre i absoluta tal.

Penningpolitiken under höginflationsåren och framåt

Hushållens höga räntekänslighet som jag nämnt flera gånger idag har förstås en direkt koppling till Riksbankens styrränta. Därför vill jag säga några ord om den penningpolitik vi förde under åren med hög inflation, och hur vi på Riksbanken bedömer att räntorna kommer att utvecklas framöver. Riksbanken och många andra centralbanker genomförde som bekant räntehöjningar under 2022 och 2023 i syfte att få ner inflationen igen. I början av inflationsuppgången bedömde vi att det skulle räcka med jämförelsevis måttliga räntehöjningar. De svenska hushållens relativt höga räntekänslighet talade för att även ganska måttliga räntehöjningar skulle åstadkomma en betydande åtstramning.

Men inflationsutsikterna försämrades gång på gång under 2022 och 2023, bland annat beroende på att kronan under 2023 fortsatte att försvagas på ett sätt som vi inte hade väntat oss. Deprecieringen spädde på den redan höga inflationen och dessutom visade flera analyser att växelkursens genomslag på konsumentpriserna troligtvis var större när inflationen var hög. För att få bukt med inflationen behövde vi höja räntan mer än vad vi inledningsvis trodde var nödvändigt och nästan lika mycket som i omvärlden.

De sänkningar av styrräntan som vi genomfört sedan maj 2024 har förstås förbättrat den ekonomiska situationen för många hushåll, särskilt för dem med stora lån. Räntebetalningarnas andel av hushållens disponibla inkomster har fallit tillbaka, från en nivå runt 7 procent 2024 till cirka 5 procent i dagsläget. Vår prognos är att styrräntan framöver kommer att ligga kvar ungefär på dagens nivå.

Lärdomar från åren med hög inflation och höga räntor

Så här i efterhand kan vi konstatera att räntehöjningarna inte orsakade någon kollaps för konsumtionen. Det går att argumentera för att systemet aldrig var så sårbart som en del befarade, och jag tror det ligger något i detta. Ett skäl är sannolikt att sparandet länge har varit högt och att många hushåll därför hade en buffert av sparande som de kunde använda då räntorna steg.

Men man måste också komma ihåg att världens aktiemarknader utvecklats förhållandevis stabilt under åren med hög ränta och att den svenska arbetsmarknaden länge stod emot nedgången ganska väl. Lågkonjunkturen blev i denna bemärkelse inte så bred, vilket också bidrog till att konsumtionen inte sjönk så mycket som man kunde ha befarat.

Dessutom är det värt att betona att kombinationen av amorteringskrav, bolånetak och bankernas kreditprövningar bidragit till hushållens motståndskraft och därmed stärkt den finansiella stabiliteten. Det är omöjligt att säga exakt hur stor effekt olika åtgärder har haft för att öka hushållens motståndskraft, men jag är övertygad om att effekten varit positiv. Det som framstod som närmast osannolikt

under låginflationsåren blev de facto verklighet; boräntorna steg upp till nivåer som då av många sågs som orealistiska. En viktig lärdom är alltså att ta höjd för att verkligheten snabbt kan ändras.

Vi har också påmint om vårt starka omvärldsberoende. Riksbankens penningpolitik utformas för att passa svenska förhållanden, men både inflations- och konjunkturutsikterna bestäms i betydande utsträckning av omvärldsförhållanden. Hur ekonomiska förändringar i omvärlden påverkar Sverige avgörs till viss del av kronans växelkurs. Under tidigare lågkonjunkturer har växelkursen i flera fall fungerat som en sorts stötdämpare, eftersom små valutor som den svenska vanligtvis försvagas då den internationella konjunkturen försvagas. I ett sådant läge bidrar en kronförsvagning till att nedgången i svensk inflation och efterfrågan blir mindre. Men denna gång var de makroekonomiska omständigheterna annorlunda. 2023 drev den svaga kronan upp den redan höga inflationen ytterligare och bidrog då till våra beslut att höja styrräntan till 4 procent, något som blev kännbart för många hushåll med stora lån.

En annan viktig och tydlig lärdom från åren med hög inflation handlar om värdet av bibehållen trovärdighet för inflationsmålet. Vi kunde se att ansvarstagande parter på arbetsmarknaden tog inflationsmålet på 2 procent som sin utgångspunkt i lönebildningen, trots att inflationen kortsiktigt steg till över 10 procent. Det har kostat köpkraft för hushållen på kort sikt, men det är något som kommer att gynna svensk ekonomi och svenska löntagare långsiktigt. Inflationsmålets trovärdighet bidrar till stabilitet och förutsägbarhet och banar väg för stigande reallöner de närmaste åren.

På Riksbanken har vi också, för vårt eget analysarbete, dragit lärdomar av de senaste årens turbulenta utveckling. Vi lägger nu ner mycket arbete på att utveckla våra prognosmodeller och aktivt motverka att vi hamnar i grupptänkande. Jag hoppas att vi på Riksbanken inte ska missa signalerna om inflationen skulle stiga kraftigt igen.

Man kan också dra slutsatser gällande de regelverk och normer kring skuldsättning som jag nyss nämnde. Att vi i Sverige avviker med stora skulder och en så hög andel rörliga lån är inte optimalt och utgör en sårbarhet i ekonomin. Verkligheten kan ändras snabbt. Därför är det så viktigt att vi behåller tydliga regelverk och normer kring hushållens skuldsättning och värnar den amorteringskultur som nu börjat sätta sig. Man kan också hoppas att fler framöver är villiga att betala den försäkringspremie som det innebär att binda bolåneräntorna på längre tid.

Slutligen vore det önskvärt om bostadsbyggandet kunde bli mindre cykliskt och mer uthålligt i likhet med hur det ser ut i andra länder. Stora nedgångar påverkar arbetsmarknaden negativt, kompetens går förlorad och bostadspolitiken blir

ryckig. Här finns det anledning att gå på djupet och analysera orsakerna. Bland annat borde man fundera på om volatiliteten i bostadsbyggandet delvis berott på att rådande affärsmodeller utformats utifrån ett antagande om ständigt stigande bostadspriser.

Just nu är signalerna från svensk ekonomi positiva med en inflation som är nära målet och en tillväxt som tagit fart. Men det är inte svårt att föreställa sig scenarier där utvecklingen tar en helt annan vändning än vad vi tror och hoppas på. Hur vi än försöker förbättra vår förmåga att förutse och på ett tidigt stadium motverka svåra makroekonomiska scenarier går det inte helt att undvika dem. Jag hoppas att hushåll, banker och andra aktörer gör vad man kan för att svensk ekonomi ska vara väl rustad när så sker.

Referenser

Almenberg, Johan, Mattias Ankarhem, Karl Blom och Thomas Jansson (2022), "Bostadspriser och ränteförväntningar", Ekonomisk kommentar, nr 10, Sveriges riksbank.

Bojeryd, Jesper, Björn Tyrefors, Roine Vestman och Dany Kessel (2026), "The Housing Wealth Effect: Quasi-Experimental Evidence", *Journal of Monetary Economics* (under utgivning).

Flodén, Martin, Matilda Kilström, Jósef Sigurdsson och Roine Vestman (2021), "Household Debt and Monetary Policy: Revealing the Cash-Flow Channel", *The Economic Journal*, vol. 131, nr 636, s. 1742–1771.

Linderöth, Gabriella och Malte Meuller (2024), "Inflation-Dependent Exchange Rate Pass-Through in Sweden: Insights from a Logistic Smooth Transition VAR Model", Working paper nr 439, Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2016), "En svagare krona har bidragit till högre inflation", fördjupning i Penningpolitisk rapport, december 2016.

Sveriges riksbank (2023), "Kronans genomslag på inflationen tycks ha varit ovanligt stort", fördjupning i Penningpolitisk rapport, november 2023.