

Öppen utfrågning om Riksbankens
redogörelse för penningpolitiken 2021
den 10 maj 2022

ISSN 1653-0942
ISBN 978-91-7915-055-6
Riksdagstryckeriet, Stockholm 2022

Förord

Finansutskottet anordnade den 10 maj 2022 en öppen utfrågning i riksdagen om Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2021 med riksbankschef Stefan Ingves, förste vice riksbankschef Cecilia Skingsley och vice riksbankscheferna Martin Flodén, Per Jansson, Henry Ohlsson och Anna Breman samt opponenterna John Hassler, professor vid institutet för internationell ekonomi (IIES) vid Stockholms universitet, och Christina Nyman, chefsekonom vid Svenska Handelsbanken.

I rapporten redovisas programmet, en utskrift av de uppteckningar som gjordes vid utfrågningen och de bilder som visades av föredragshållarna under presentationerna.

Program

Tid: Tisdagen den 10 maj 2022 kl. 10.00–12.00

Plats: Förstakammarsalen, riksdagen

- 10.00** Finansutskottets ordförande Åsa Westlund hälsar välkommen och inleder utfrågningen
- 10.00** Sammanfattning av Redogörelse för penningpolitiken 2021, riksbankschef Stefan Ingves
- 10.20** Synpunkter på redogörelsen och utformningen av penningpolitiken, John Hassler, professor vid IIES Stockholms universitet, och Christina Nyman, chefsekonom på Handelsbanken
- 11.00** Kommentarer från Riksbankens direktion på opponenternas synpunkter, förste vice riksbankschef Cecilia Skingsley
- 11.10** Frågor från ledamöterna
- 11.55** Finansutskottets ordförande Åsa Westlund avslutar utfrågningen

Uppteckningar från den öppna utfrågningen

Ordföranden: Då öppnar vi vår öppna utfrågning om penningpolitiken. Ni ser att jag har många jämte mig här uppe på podiet, men vi ska börja med Stefan Ingves, riksbankschef, som ska ge sin redogörelse för penningpolitiken 2021.

Stefan Ingves, Riksbanken: Tack för det! Det finns ju en ganska lång rapport som ett underlag till detta, så det jag tar upp är en del axplock och ett försök till sammanfattning av penningpolitiken under fjolåret.

År 2021 är ett år som präglas av två saker. Den ena är coronapandemin och frågan hur lång tid det skulle ta att kravla sig ur pandemin och de ekonomiska konsekvenserna av den. Den andra är helt enkelt att det var möjligt att komma ur pandemin, och då är frågan vad som sedan händer på den ekonomiska sidan. Det handlar i mycket hög grad om en helt annan frågeställning än tidigare, nämligen hur mycket inflation det blir.

I början av året var smittspridningen fortfarande hög och den ekonomiska aktiviteten på olika håll i världen dämpades fortfarande av olika typer av restriktioner. Det gick inte att veta vad som skulle hända närmast när det gäller den hastighet varmed vi skulle hantera pandemin och de ekonomiska konsekvenserna av den. Men när sedan vaccinationerna i olika delar av världen kom igång blev det så småningom klart att de ekonomiska konsekvenserna av pandemin sakta började försvinna och de kraftiga bnp-fallen återhämtades på olika håll i världen.

Under den senare delen av 2021 gjorde vi bedömningen att det hade gått så pass länge att det var möjligt att börja avveckla en del av krisåtgärderna. Då skiftade också fokus till frågan om inflation. Under hösten 2021 handlade det framför allt om stigande energipriser på ett eller annat sätt.

Det jag just har sagt ser man tydligt på den här grafen. Om vi fokuserar på 2020 och 2021 ser vi att återhämtningen i svensk ekonomi och på olika håll i världsekonomin går väldigt snabbt. Det är glädjande, och om vi tittar på den mörkblå grafen ser vi att återhämtningen i svensk ekonomi går snabbare än i många andra länder. Vi ser också här att vid i slutet av året är bnp högre än före pandemin.

Det är dock samtidigt viktigt att komma ihåg att vi inte kan hämta igen den ekonomiska utvecklingen som försvann under pandemin, alltså den djupa nedgången i svensk ekonomi och i världsekonomin. Men det är oerhört glädjande att vi under fjolåret är tillbaka ungefär på den tillväxtbana som vi hade innan. Under året har också inflationstakten varierat mer än vanligt, och det ser man tydligt om man går tillbaka till 2013 och 2014. Det händer någonting mot slutet av 2021. Samtidigt ser vi att under 2020, då pandemin pågår som mest, är inflationen låg på många olika håll av världen.

Under senare delen av 2021 kommer vi å ena sidan tillbaka till vårt inflationsmål om 2 procent, å andra sidan fortsätter inflationen uppåt – inte på samma sätt i alla länder men ändå på ett någorlunda likartat sätt.

Om vi då tittar på Sverige och räknar bort energi och livsmedel för att illustrera vad som händer på inflationssidan – som konsument konsumerar man självfallet både energi och livsmedel – kan vi se att den mörkblå grafen i slutet av året ligger på 2 procent. Detta är bara ett sätt att illustrera att diskussionen under hösten handlar väldigt mycket om energi och livsmedel och väldigt mycket om frågan om detta är temporärt eller inte. Om vi tittar på USA och Storbritannien kan man redan under fjolåret se att det nog inte bara handlar om energi och livsmedel i de länderna, utan det är också varupriser. Det vill säga att inflationstakten håller på att bli bredare än vad många kanske trodde.

Vi bedriver den penningpolitik vi ska under den här perioden, som ju då går ut på att få tillbaka KPIF till målet och stödja den allmänna ekonomiska utvecklingen. Samtidigt börjar det bli klart att vi ser större svängningar i inflationstakten än tidigare. Som grafen visar drar inflationen i väg på ett annat sätt än vi hade sett på länge under slutet av 2021. Vi gjorde ändå bedömningen att det ändå var lämpligt att hålla räntan kvar på 0 procent för att stödja den allmänna ekonomiska utvecklingen. Bedömningen var att det skulle räcka med detta för att hantera inflationstakten, eftersom vi utgick ifrån att det skulle vara någorlunda övergående.

Samtidigt har vi hela tiden med oss ett behov av att bedöma vad som händer på pandemisidan, och vi ska stötta den ekonomiska utvecklingen när pandemin inte är över. Att titta på våra värdepappersköp är ett sätt att illustrera detta. Här ser man väldigt tydligt att innan vi går in och börjar köpa värdepapper och låna ut i stor omfattning till banksystemet är räntorna på väg upp. När vi går in och börjar agera på det sätt som vi har gjort faller ränteskillnaderna tillbaka, och vi har en stabil ränteutveckling under den här perioden. Det vill säga att vi lyckas återföra utvecklingen till ett läge där det har lugnat ned sig. Vi gick ju in i pandemin i ett läge där det var svårt att veta vart det hela skulle ha tagit vägen om inga åtgärder hade vidtagits.

Mot slutet av perioden är det dock inte fråga om snabbt stigande räntor, för den frågan är ju liksom hanterad. Det har under hela perioden handlat om att hålla igång utlåningen i den svenska ekonomin på ett sådant sätt så att utlåningen underlättar och stöder den allmänna ekonomiska utvecklingen. Detta ser vi också i grafen till höger här, som visar utlåningen till hushåll och företag. Här finns inte obligationer med. Hade man lagt till obligationer hade det sett lite annorlunda ut när det gäller företagssektorn. Det här innebär då att det under den här perioden är möjligt att hålla räntorna låga. Det är också möjligt att se till att kreditmarknaderna i olika avseenden fungerar när det gäller hushåll och företag.

Om man sedan tittar på våra värdepappersköp ska vi för det första vara medvetna om att en del av de krisåtgärder vi vidtog vid pandemins början har avslutats eller mer eller mindre avvecklat sig själva. Vid det sista penningpolitiska mötet under fjolåret sa vi att vi under 2022 enbart ska återinvestera

obligationsinnehav för att hålla vår portfölj någorlunda konstant och att vi någon gång i framtiden gradvis kommer att trappa ned det obligationsinnehav som vi har. Ett annat sätt att uttrycka detta är att det är lämpligt att krympa våra obligationsinnehav när det betraktas som en icke-händelse. I det avseendet fungerar detta också under fjolåret.

Om man tittar på inflationstakten ser ni här, och det har jag redan många gånger nämnt, att den snabbt steg under andra halvåret av 2021. Det är stora svängningar, för inflationen bottnar faktiskt på $-0,4$ under 2020, men sedan stiger den snabbt under 2021 mot slutet av året. Då var den över 4 procent. KPIF exklusive energi, den röda grafen, har rört sig mycket mindre. En stor del av fjolårets diskussion handlade om hur detta skulle kunna tänkas te sig framöver.

Glädjande under hela perioden är att de långsiktiga inflationsförväntningarna, som vi ser i graferna till höger här, har hållit sig nära 2 procent. Tolkeningen av detta har varit att förväntningarna är sådana att även om inflationen stiger mot slutet av året kommer Riksbanken att agera på ett sådant sätt att inflationstakten återförs till vårt inflationsmål på 2 procent.

Låt mig sammanfatta detta. Vi gick in i ett läge av en typ som ingen varit med om tidigare, och det rådde stor osäkerhet. De kraftfulla åtgärder vi vidtagit har mot denna bakgrund varit motiverade. Under året drevs inflationen av energipriser. Den stiger snabbt under slutet av året, men detta har inte satt spår när det gäller inflationsförväntningarna. Det är naturligtvis ett gott tecken att det har varit på det sättet. Ekonomin fortsatte att återhämta sig, och den återhämtade sig snabbt under året. Men när vi gick in i 2022 har dessvärre de risker vi talat om mot slutet av förra året kommit att materialiseras.

Vid slutet av fjolåret kom nya covidmutationer. Det var svårt att veta om de skulle ha en negativ påverkan på den ekonomiska utvecklingen, vilket de dock inte hade. Det rådde också stor osäkerhet kring det geopolitiska läget och vilka konsekvenser som kan komma från den kanten. Tyvärr har vi ju i dag facit i hand och vet hur det har blivit. Den tredje fråga vi diskuterade och vred och vände på var i vilken mån det skulle bli en bredare inflationsuppgång eller inte. Och det har det alltså blivit, även om vi under andra halvåret i fjol resonerade om de här frågorna i huvudsak utifrån perspektivet livsmedel och energi.

Om vi ska summera detta är kortversionen så här: Vi har sett stora störningar i svensk ekonomi och i världsekonomin. Vi har också sett mycket stora svängningar jämfört med tidigare delar av 2000-talet när det gäller inflations-takten. Men oaktat detta och de svårigheter som har att göra med osäkerhet och att ekonomierna svänger kraftigt tycker vi ändå att under loppet av fjolåret var inflationsmålsuppfyllelsen inte perfekt men någorlunda acceptabel.

Ordföranden: Tack så mycket, riksbankschef Stefan Ingves! Nu ska vi få höra lite utomståendes synpunkter på penningpolitiken under den tid det gäller. Den som börjar är Christina Nyman, chefsekonom på Handelsbanken.

Christina Nyman, Handelsbanken: Tack för att jag får komma hit och diskutera penningpolitik som är bland det roligaste som finns att prata om, även om det är väldigt svårt. Jag måste ju tyvärr gå efter min presentation, vilket känns lite surt. Men så är det ibland. Jag tänkte att jag skulle ta upp några frågor. Jag ska prata lite övergripande om innehållet i just den här redogörelsen. Sedan kommer en kort kommentar om prognoserna och slutligen något om vad jag tycker om penningpolitik i termer både av kommunikation och av det som faktiskt blivit utfört.

Allmänt om själva rapporten kan jag säga att jag läser den som en deskriptiv genomgång av året. Det är en del analys. Man hade kanske kunnat ha haft lite mer. Den är lång, men jag tycker faktiskt att den är rätt lättläst. När jag tog mig an den trodde jag att det skulle ta lång tid att läsa den, men det går faktiskt ganska fort, och den är lätt att ta till sig. Jag tycker också att det är en intressant fördjupning om QE, alltså tillgångsköp, som ju är väldigt centralt.

Låt mig nämna några saker som jag saknar eller kanske tycker att man kan ta med sig till ett annat år. När det gäller kommunikation tycker jag att det skulle ha varit ett bra komplement att få en diskussion om hur man har rapporterat om Riksbanken i medierna. Då menar jag inte bara diskussionen i medierna utan också hur man själv har agerat eller använt sig av media.

Man kunde också ha tagit upp hur direktionen har kommunicerat, vad man har varit ute på för typ av event för att sprida information om vad man gör och varför, vilka man har träffat och så vidare. Jag vet att man jobbar hårt när det gäller detta. Jag tycker också att det är bra som underlag när man ska diskutera detta, för penningpolitik handlar ju först och främst om förtroende och om att sprida det till alla oss. Olika typer av förtroendeundersökningar tycker jag också att man kunde ha tagit med. Det handlar helt enkelt om att se hur man lyckas. Det handlar inte bara om att uppnå inflationsmålet för det aktuella året utan också om själva förtroendet för Riksbanken, också på lite längre sikt.

Vad gäller prognoserna kommer jag att ta upp dem väldigt kort, men jag kommer tillbaka till detta. Man kanske kunde ha haft lite mer underlag i den här rapporten om de absolut svåraste prognosfrågorna. Hur har diskussionen fram och tillbaka gått? Vad har varit svårt? Vilka antaganden har man varit tvungna att göra? Är det något vi alla vet – jag har ju själv hållit på med prognoser jättelänge, precis som alla i direktionen – är det att detta är jättesvårt, och det blir sällan rätt. Men man måste välja när man ska göra dessa prognoser och bedömningar, och detsamma gäller penningpolitiken. Där kan jag också tycka att det kunde vara en lite mer djupgående diskussion om de detaljerade argument som man har använt och hur man har funderat, diskuterat och avvägt kring penningpolitiken. De färdigskrivna formuleringarna i besluten är ju emellanåt ganska tillrättalagda.

När det gäller själva prognoserna har jag egentligen inte så mycket att säga. De är ungefär lika bra som alla andra. Vi har absolut inte gjort några bättre. De är helt okej och kanske till och med väldigt bra.

På sidan 1 i rapporten står: Sammanfattningsvis kan konstateras att inflationen varierade mer än vanligt under 2021 men att penningpolitiken bidrog

till goda förutsättningar för en inflation varaktigt nära inflationsmålet. Jag tycker kanske att det är lite tidigt att säga detta med tanke på vad vi nu i efterhand vet har hänt. Jag skulle gärna vilja se lite fler funderingar och diskussioner kring detta.

Jag skulle gärna vilja ha lite mer diskussion kring svårigheten att göra prognoser. Det har varit jättestort fokus på inflation. Det var hög inflation i andra länder, inte minst i USA. Som Stefan sa inledningsvis har det inte varit lika brett här i Sverige, men ändå har till exempel företagens prisplaner farit upp ganska tidigt och indikerat att det kan bli ett bredare inflationstryck. Jag har inte gjort någon bättre inflationsprognos än Riksbanken för 2022, utan detta handlar mer om att det är svåra frågor, vilket jag tycker att man kunde ha speglat mer i den redogörelse vi diskuterat. Hur ställde man sig till detta, och vad skulle kunna vara riskerna?

Samtidigt hade vi lönebildning där man inte såg så mycket på förväntningar, löneförväntningar och så vidare. Det har absolut funnits saker som har vägts i olika korgar. Jag tycker som sagt att man kunde ha utvecklat det resonemanget lite. Sedan måste man ju landa i något, och det är ju helt okej.

Den här bilden visar producentpriser på konsumtionsvaror. Även om det inte ser så dramatiskt ut ser man ändå att det steg under slutet av 2021. Jag har klippt den precis i slutet av 2021. Det brukar variera runt ett medelvärde, och det var ändå ganska mycket över, en tydlig tendens. Så här har det blivit. Det är klart att ingen såg allt detta framför sig. Det har sedan kommit nya saker som har att göra med kriget i Ukraina, som har bidragit till att detta har blivit förlängt. Men redan i januari–februari, före utbrottet, såg man utvecklingen. Det tycker jag att vi alla måste vara självkritiska och fundera kring.

När det gäller penningpolitiken tänkte jag först börja med tankeramen kring kvantitativa tillgångar eller köp, QE, i relation till reporäntan. Givet att Riksbanken under 2021 hade en prognos där man i princip skulle ha nollränta tre år framåt tycker jag att man kunde ha kommunicerat lite mer hur man tänker på QE i relation till reporäntan. Det gäller på vilket sätt de fungerar och vilken tankeram man har. Man behöver inte slå fast någon absolut ordning, men man kan fortfarande diskutera hur man tycker att de här verktygen fungerar och när man tycker att de ska användas i olika utsträckning.

Den här bilden är från 2017, när Riksbanken publicerade en sådan plan för en strategi för att gradvis göra penningpolitiken mindre expansiv. Man hade en strategi, precis som Federal Reserve och Bank of England också har kommunicerat även de senaste åren, att lämna räntan oförändrad och fortsätta med återinvesteringar. Först slutar man att expandera balansräkningen, sedan lägger man en konstant balansräkning – det vill säga att man håller på att återinvestera. Sedan höjer man räntan en bit, så att man kan använda den som sitt huvudsakliga verktyg innan man börjar avveckla tillgångarna. Sedan har man ett mål som man ska ned till, och räntan varierar över tiden.

Kvartalen där lade vi in hösten 2021. Då hade Riksbanken fortfarande en nollränta fram till och med tredje kvartalet 2024, vilket var så långt fram i tiden som man gick då. Då hade man inte kommunicerat hur man tänkte med

tillgångsköpen framåt alls. Då tänkte jag att det skulle bli först framåt 2025 som man börjar ligga med en stabil balansräkning, och man kanske skulle börja avveckla framåt 2026. Men detta fick man gissa sig till. Det fanns liksom kommunikation kring detta. Det kan man ju ha missat, såklart.

I november 2021 kom tratten, tror jag. Då hade man fortfarande en ganska platt räntebana. Det var en lite höjning fjärde kvartalet 2024. Det var inte kommunicerat hur tillgångsköpen skulle se ut på lite längre sikt, men de skulle antagligen ligga stilla under 2022. Med tratten kan man sedan gissa sig till att de kanske skulle börja avvecklas innan räntan höjdes. Här finns text från rapporten från november 2021, där man pratar om att prognosen för reporäntan är att den kommer att höjas under senare delen av 2024, och man vet i princip inte vad man ska göra med köpen, så att penningpolitiken blir mindre expansiv. Det var liksom den informationen som man hade när man skulle fundera kring det här.

Nu kom Cecilia Skingsley med ett tal i förra veckan, där hon presenterade tankeramen. Nu har det ju liksom redan blivit så, för besluten har fattats. Nu har de flesta centralbanker vidtagit att man ligger stilla med återinvesteringar, höjer räntan och så småningom låter det förfalla, och nu är det andra halvåret i år. Vi är tillbaka på det. Förutsättningar ändras, så det är inte alls konstigt att man kan tänka olika. Jag tycker att man absolut kan tänka sig att dra ned på tillgångsköpen innan man höjer räntan. Det beror alldeles på hur man tycker att de olika verktygen fungerar. Nu har vi fått väldigt hög inflation, och då är det helt enkelt aktuellt att höja räntan. Men det har absolut inte funnits något tvivel i kommunikationen om att det är så här man ska göra eller vilka instrument man ska använda. Jag vill verkligen poängtera att det inte är någon form av date of the pen jag pratar om här.

Låt mig gå över till de aktuella penningpolitiska övervägandena 2021. Jag tycker att det var resolut och snabbt agerat under 2020. Det var inte läge för något finlir. Det är bättre att ta i och göra vad man kan, helt enkelt. Sedan tycker jag att det är ett annat läge under 2021. I redogörelsen för penningpolitiken tycker jag kanske att man talar lite väl mycket om 2020 fortfarande. Man kunde tala mer om 2021: Hur ser förutsättningarna ut där? Vad är argumenten? Hur ska man tänka? Sedan kan man ändå landa i exakt samma slutsats.

Det stod klart att ekonomin har lärt sig att hantera restriktioner och att finanspolitiken har hållit uppe hushållens inkomster och motverkat konkurser. Just finanspolitiken är en väldigt stor skillnad. Man visste ju inte riktigt vad som skulle komma 2020. Sedan såg vi att det ändå fanns olika stöd som gjorde att folk kunde vara kvar på jobbet, företag gick inte i konkurs och så vidare. Det var väldigt stor skillnad i förutsättningarna mellan 2020 och 2021. Inflationstrycket tilltog under året, men det var utbudsdrevet, så det var svårt att bedöma hur det skulle utvecklas. Låg ränta tycker jag absolut var rimligt.

De finansiella förhållandena var mycket expansiva. QE var i alla fall initialt en krisåtgärd, och jag tycker nog att det var rimligt. Då kan det också vara rimligt att minska i kontrollerade former när den akuta krisen är över. Pandemin är ju inte en ekonomisk kris i botten. Det är inte de långa obalanserna som

man ska plocka ned successivt. Jag tycker också att det var ganska onödigt att binda sig vid en ekonomisk ram redan i början av 2021. Även om man inte sa att man måste fullfölja den blir det ju implicit så.

Hur såg då de finansiella förhållandena ut? Här ser ni Riksbankens eget index för finansiella förhållandena. Det är diagram 15 i den senaste penningpolitiska rapporten. Det är ju väldigt expansivt under 2021. Här kommer det med mycket av de kvantitativa åtgärderna som bidrar till låga obligationsräntor, aktiemarknad och så vidare. Man kan jämföra med 2018 och 2019 att förhållandena är väldigt mycket mer expansiva. Under 2021 hade man ändå kommit ganska långt i återhämtningen.

Nu kan jag läsa i redogörelsen att senare under pandemin när läget på den finansiella marknaden hade stabiliserats och ränteutvecklingen inte längre i första hand drevs av riskpremier syftade köpen mer till att på bred front hålla nere ränteläget i ekonomin och stimulera efterfrågan. Och det är väl detta som jag skulle ha velat ha mer diskussion kring. Jag tror att ni förstår min poäng, för jag har sagt detta flera gånger.

Styrräntan är som jag ser det absolut det mest effektiva redskapet när man ska jobba mot inflationen. Den här bilden har ni redan sett. Det är räntespreddar, som visar stressen på finansiella marknader under 2020 och hur de faktiskt kom ned på lägre nivåer utan också betydligt lägre än de var innan. Under 2021 hade vi väldigt snabb uppgång i hushållens inkomster. Hushållens sparande var högt. Bostadspriser steg snabbt och företagen var ovanligt optimistiska om framtiden. Det fanns en väldigt god tillgång till krediter. Att ställa en allmänekonomisk efterfrågan tycker jag att man kunde göra, men fortsätta med räntan och sedan successivt som sagt dra ned på tillgångsköpen.

Det jag vill skicka med är att det skulle vara intressant med mer om Riksbankens kommunikation i själva redogörelsen. Det skulle vara bra med mer analys av de svåra prognosfrågorna. De finns alltid. Sedan tycker jag att argumenten för QE kunde ha varit tydligare under 2021, och personligen tycker jag att QE skulle ha trappats ned tidigare, men man kan absolut tycka anorlunda och argumentera för det.

Ordföranden: Tack Christina Nyman! Då går vi vidare till John Hassler, som är professor vid institutet för internationella ekonomiska vid Stockholms universitet.

John Hassler, Stockholms universitet: Tack så mycket för att jag fick komma hit! Penningpolitiken är en väldigt central del av den ekonomiska politiken och särskilt stabiliseringspolitiken. Att den har delegerats till en oberoende centralbank kräver att den utvärderas. Därför känns det lite hedersamt att få vara med, även om det är i en blygsam roll, i den här utvärderingen, som behövs för att penningpolitiken ska kunna behålla sin demokratiska legitimitet.

En sådan utvärdering tror jag måste bygga på en förståelse om vad penningpolitiken kan åstadkomma och vad den inte kan åstadkomma, och för det

behöver vi ekonomisk teori. Jag läste ett citat av Ronald Reagan, som kanske i och för sig inte är min favorit i alla avseenden, utom i cowboyfilmer. Han sa att ekonomer är sådana som ser någonting fungera i verkligheten och som sedan funderar på om det också fungerar i teorin. Han menade kanske det som en kritik för att vi är lite verklighetsfrånvända, men jag tror faktiskt att vi behöver fundera på varför saker och ting fungerar kring ekonomisk politik. Det gäller i synnerhet penningpolitiken, som vi sedan länge vet har effekter på ekonomin. Men frågor om varför och om vad den kan göra behöver vi ha i bakhuvudet också i en sådan situation som vi är i dag.

Låt mig börja med att säga några ord om stabiliseringspolitiken. Den grundar sig i en tanke om att efterfrågan i ekonomin – det vi vill köpa av varor och tjänster – behöver vara i paritet med ungefär vad ekonomin kan producera. Och vad ekonomin kan producera vid en given tidpunkt brukar vi kalla för potentiell produktion.

Om efterfrågan inte är i paritet med det får vi problem. För låg efterfrågan leder till arbetslöshet och deflation, och för hög efterfrågan ger överhettning och ökande inflation. Enligt keynesiansk teori kommer pariteten inte alltid att uppstå av sig själv, utan det behövs en stabiliseringspolitik som försöker styra efterfrågan så att den kommer i paritet med vad ekonomin kan producera. Det är keynesiansk teori, och jag skulle säga att det i dag i stort sett finns en konsensus om att det åtminstone ibland behövs åtgärder för att hantera detta, så att vi får paritet. Det är det vi brukar kalla stabiliseringspolitik, att se till att efterfrågan är ungefär i linje med vad ekonomin kan producera, och det kan man göra med både penningpolitik och finanspolitik.

Men en viktig del i detta – jag skulle säga att det är en helt central del, den kanske viktigaste – är penningpolitiken. Centralbankens verktyg för att hantera detta är då styrrentan, och den verkar genom att en hög ränta minskar efterfrågan, och en låg ränta ökar efterfrågan. Man behöver då använda sig av en hög respektive låg ränta om man ser att efterfrågan inte är i paritet med ekonomins produktionsförmåga.

Den forskning som jag pratade om alldeles nyss har visat att det finns ett antal olika mekanismer som verkar här. En högre ränta minskar belånade hushålls kassaflöden, vilket gör att de efterfrågar mindre. Växelkursen ändras. Huspriser ändras och så vidare. Lånemöjligheter ändras när räntan ändras. Det är på det sättet som Riksbanken kan styra efterfrågan. Gör man det med rätt tajmning kan efterfrågan, som tenderar att variera, mer komma i paritet med vad ekonomin klarar. Och det leder till en stabilare inflation. På köpet blir också BNP och arbetslöshet mindre variabla.

En viktig fråga är då: Vad är hög respektive låg ränta? Där kan vi gå tillbaka till en person som är lite hjälte, nämligen Knut Wicksell. Det är kanske Sveriges tyngsta ekonom genom alla tider. Han verkade för drygt 100 år sedan och var för övrigt en av de första, tror jag, manliga svenska feministerna. Han visade att det finns någonting som man brukar kalla för neutral ränta. Om styrrentan är högre än den blir den åtstramande. Om den är lägre är den stimulerande på efterfrågan.

Detta låter ganska enkelt, men verkligheten är komplicerad, betydligt mer komplicerad än det här resonemanget. Det har att göra med en viktig aspekt i detta. Riksbanken kan inte styra vad som är den neutrala räntan, alltså den balanspunkt som Knut Wicksell beskrev. I stället styrs den här räntan av utbud av sparande och efterfrågan på investeringar, huvudsakligen på den internationella världsmarknaden. En komplikation är då att den neutrala räntan inte är stabil över tid.

Jag såg i årets rapport att det finns en stiliserad bild av att den neutrala räntan har förändrats. Men det är viktigt att sätta siffror på det. Jag använder mig här av en statistisk analys i en rapport – ni ser vilken rapport det är längst ned på bilden – där man har estimerat vad som är den neutrala räntan, som definierar när styrräntan inte har någon effekt på efterfrågan i ekonomin.

Vi ser här att under de senaste 20–25 åren har den gått ned väldigt mycket. En ränta på 8 procent skulle i dag vara enormt åtstramande men var inte det förr. Och en nollränta strax innan Coronapandemin slog till var faktiskt åtstramande, men den hade tvärtom varit extremt stimulerande bara för några år sedan. Detta är en viktig komplikation som centralbanker i allmänhet och Riksbanken måste ta hänsyn till.

En annan komplikation är att effekterna kommer med en betydande eftersläpning. På denna bild visas, från en av Riksbankens modeller, Maja, effekten av en räntehöjning på BNP. På X-axeln har ni kvartal. Ni ser att det tar ett antal kvartal. Den maximala effekten på BNP kommer efter ett år. Det är ungefär samma sak när det gäller inflation. Det tar tid.

Det är alltså svårt att tajma. Realräntan, som jag visade i den här figuren, är något som man kan estimerar i efterhand, men det är svårt att veta var den ligger i realtid. Samma sak gäller i fråga om vad efterfrågan faktiskt är och vad potentiell produktion är. Det är svårt att tajma.

Men låt oss titta på hur det har gått i ett längre tidsperspektiv. Här relaterar jag till BNP-gapet. Det brukar vi definiera som skillnaden mellan faktisk BNP och vad ekonomin under normala förhållanden kan producera. Är BNP-gapet positivt jobbar vi på övertid, och det är inte hållbart i längden. Är BNP-gapet negativt är efterfrågan för låg, och det leder till arbetslöshet och en fallande inflation.

Vad vi skulle vilja är att räntan, eller rättare sagt skillnaden mellan den faktiska styrräntan och den neutrala räntan, rör sig ungefär parallellt med detta. Då stramar man åt när vi har överhettning i ekonomin och överhettningrisk, och man stimulerar när det finns för låg efterfrågan.

På bilden kan vi se hur det har sett ut. Det är förstås inga sanna siffror, utan det är estimerat, och det kan göras på lite olika sätt. Men vi ser att det i huvudsak har gått ganska bra. Helst skulle man vilja att stimulansåtgärderna i form av en ränta som är lägre än den neutrala och åtstrammingsåtgärder, det vill säga att räntan är högre än den neutrala, ligger lite före på grund av tajmningsproblematiken, som förvärras av att det tar tid innan politiken slår igenom.

Här ser vi att det kanske snarare är så att man ligger lite i efterkant. Det är väl ett uttryck för att detta är svårt. Men i huvudsak har det varierat ungefär på

ett sådant sätt som man skulle vilja. Men vi kan se på några episoder. Efter finanskrisen var räntan förmodligen lite för hög. Och det har diskuterats om huruvida räntan före pandemin var för låg. Jag stöder det första men däremot inte det sista. Jag tror att det nog var bra att experimentera med en lite låg ränta då, inte minst eftersom inflationen ändå inte såg ut att ta fart. Vi kan inte riktigt veta vad BNP-gapet är, åtminstone inte i realtid.

Slutsatsen av detta är att normala konjunkturfluktuationer som drivs av sådana här variationer i efterfrågan, som leder till att efterfrågan inte är i paritet med vad ekonomin kan producera, kan stabiliseras med hjälp av ändringar i styrräntan. Om man lyckas blir inflationen stabil och BNP och arbetslöshet mindre variabla.

Tittar man i ett lite längre perspektiv får man säga att penningpolitiken har varit godkänd i det perspektivet men kanske inte perfekt. Men som Stefan poängterade: Det verkar som att förtroendet för penningvärdet och förtroendet för inflationsmålet har etablerats väldigt starkt. Och det var oerhört värdefullt när vi gick in i pandemin.

När vi diskuterar i ett längre perspektiv är det också viktigt att notera en sak. Som jag sa tidigare kan stabiliseringspolitiken också skötas med finanspolitik. Man bestämmer sig då för att öka efterfrågan med olika finanspolitiska åtgärder när den är för låg och tvärtom. Men hade vi haft mer av den politiken får man nog ändå inse, tycker jag, att det med stor sannolikhet hade fungerat sämre. Om man gör ett liknande diagram, som det jag gjorde med BNP-gap och styrräntans avvikelse från det neutrala, för finanspolitiken kommer det inte alls att se lika bra ut. Track record för diskretionär stabiliseringspolitik är mycket sämre än för penningpolitik.

Detta var vad penningpolitiken kan göra. Vad kan penningpolitiken inte göra? Ja, ibland sker det som vi ekonomer brukar kalla för utbudschocker. Det är oförutsedda händelser som gör att ekonomin plötsligt inte kan producera lika mycket som tidigare. Pandemin är ett väldigt bra exempel på det.

Många sektorer fick eller kunde inte producera normalt. Restaurang- och tjänstesektorer kunde inte det. Det ledde till att BNP föll, inte på grund av att det var för låg efterfrågan utan för att man inte fick eller helt enkelt inte kunde producera. Nu ser vi också att kriget och kinesiska nedstängningar orsakar leveransproblem vad gäller komponenter, råvaror och energi. Detta är något helt annat. Det är inte ett uttryck för brist på efterfrågan, tvärtom skulle man säga. När det blir en sådan här chock för ekonomin, och allt annat är lika, är efterfrågan faktiskt för stor. Ekonomin kan inte producera lika mycket som tidigare. Om det då inte händer någonting med efterfrågan tenderar den att vara för hög.

Det är väldigt enkelt att se det i konkreta exempel. Nu har vissa företag, till exempel Volvo, svårt att få tag i chips till sina bilar. Då kan de inte sälja lika mycket som tidigare, och de producerar mindre. Men givet att de inte kan sälja så mycket är det förstås en stor frestelse för dem att höja sina priser. Det är den naturliga reaktionen när man har mindre att gå till marknaden med. Det gäller också generellt.

Då är det viktigt att konstatera att penningpolitiken inte kan neutralisera denna typ av chocker. Om man med stimulanspolitik försöker göra någonting åt den typen av chocker skapar man ett bra recept för stagflation. Det är viktigt att inte göra det.

Då kommer vi in på penningpolitiken under pandemin. Jag sa just att penningpolitiken inte kan neutralisera utbudschockerna. Men det betyder inte att penningpolitiken inte är relevant. Jag ser väl två centrala uppgifter där.

Den första är att upprätthålla tillgången på likviditet. Gör man inte det kan det ske som skedde under finanskrisen, nämligen att det finansiella systemet fallerar. Det slutar att fungera. Det tar stopp, helt enkelt. Vad centralbanker får göra i det läget är att egentligen ta över bankernas roll att skapa likviditet. Bankerna har ju tillgångar som ofta är låsta i utlåning på lång sikt, men de har skulder som är kortsiktiga. De skapar likviditet. I en sådan situation som uppstår efter en allvarlig utbudschock slutar detta ofta att fungera. Då behöver centralbankerna ta över en del av likviditetsskapandet, men ibland kan det räcka med att man lovar att göra det om det behövs.

Den andra uppgiften är att se till att en sådan här utbudschocks inflationsimpuls inte får fäste i ekonomin. Då är det viktigt att agera innan inflationsförväntningarna börjar stiga och permanentas på en högre nivå. Har de gjort det är vi i den situation som vi var i på 70-talet. Då är det väldigt svårt att komma ur detta.

Den första uppgiften är uppenbart mest akut. Den hanterades bra av Riksbanken i Sverige och av många andra centralbanker i det akuta krisläget våren 2020. Christina gav tydlig och mer direkt evidens för det.

Därefter kan man fråga om det verkligen behövdes någon stimulanspolitik. Behövdes det mer av stimulans i ekonomin? Jag tror inte det. Jag tror att det fanns tillräckligt med efterfrågan i ekonomin givet att utbudet hade kommit ned ganska mycket på grund av ett antal olika saker.

Att köpa tillgångar och därmed skapa likviditet i en akut krissituation löser uppgift ett, men om man fortsätter med det för länge har det mer effekten att man pressar ned alla räntor i ekonomin och stimulerar efterfrågan. Jag ser inte riktigt att det behövdes. Liksom Christina tycker jag nog inte att det var särskilt rimligt att man hade lägre riskpremier, och därmed bostadsräntor, under krisen än innan.

Även om jag är lite kritisk ska jag säga att det inte är detta som är orsaken till den inflation som vi ser nu. Men jag ifrågasätter ändå om det var rimligt att ha denna stimulanspolitik.

Nollränta till 2024 var inte, tyckte jag, trovärdigt givet de indikationer som också Christina pekade på. Det var väl också så som marknaden uppfattade det.

Jag har alltså en del kritik, men i det stora hela gjorde man det bra. Man löste de viktiga uppgifterna.

Låt mig avsluta med att säga några saker om penningpolitiska risker framöver, som jag gärna skulle ha sett att rapporten kanske diskuterade mer. Det centrala är här om Riksbanken kommer att kunna hålla inflationsförväntningarna

nära målet. Som jag sa tidigare: Drar de iväg blir det väldigt svårt i ekonomin att få tillbaka dem, och då riskerar vi att hamna i den situation som vi var i på 70-talet.

En sak som jag oroar mig för är att vi nu får en väldigt obalanserad stabiliseringspolitik, alltså en expansiv finanspolitik i stället för utbudsreformer, och att det då kommer att ge behov av kraftigt åtstramande penningpolitik som kanske ändå inte biter. Här är det kanske framför allt USA jag tänker på, där man har haft en fullkomligt sanslös expansiv finanspolitik som kommer att kräva en väldigt åtstramande penningpolitik, och det kanske ändå inte hjälper. Och hjälper inte det och om man inte heller lyckas med strukturreformer hamnar man i stagflation. Riskerna är inte lika stora i Sverige, men händer det i USA får det stora konsekvenser för oss.

Jag tycker också att det finns en risk att penningpolitiken fortsätter att bli överlastad, och kanske värre överlastad, med andra uppgifter som den egentligen inte är särskilt lämpad för.

Den första handlar om att låga globala räntor leder till höga tillgångspriser och stora skulder. Det är inte uttryck för någon obalans, men det är heller inte problemfritt. Men de problem som skapas är inte penningpolitiken ägnad att kunna hantera.

Den andra gäller att trenden nedåt i neutrala räntor har skapat en stor förmögenhetsomfördelning, och det kan inte heller hanteras av penningpolitiken.

Den tredje handlar om att Europa ska ställa om till klimatneutralitet. Vi hoppas att hela världen ska göra det, i god tid, till 2050. Det är otroligt viktigt för oss alla och för framtida generationer. Men penningpolitiken är inte ett effektivt verktyg när det gäller att hantera det.

I de kvantitativa studier där man har tittat på effekten av grön QE, till exempel, har man funnit extremt små effekter. Därför är det viktigt för klimatpolitiken att man fokuserar på det som är bra, och det är viktigt att man inte tror att penningpolitiken ska göra någonting åt dessa frågor.

Ett orosmoln, tycker jag, är att det har byggts upp en förväntan om att Riksbanken och andra centralbanker ska gå in och neutralisera uppgångar i riskpremier på marknaden genom stora tillgångsköp, som man gjorde här under krisen. Det var rätt, för riskpremierna höll på att explodera våren 2020. Men det är inte bra om det byggs en förväntan om att det här kommer att ske så fort riskpremierna går upp. Det gör att marknadsaktörerna fokuserar på fel saker. Man blir lite grann av det som i USA brukar kallas för Fed watchers. Det viktiga är då, på ett antal marknader, att fundera på vad centralbankerna gör, inte på vilka underliggande fundamentala risker som finns. Det gör att marknaderna inte fungerar. Det lägger också grunden för framtida kriser.

Även om massiva QE var bra under krisen är det viktigt att fundera på vilka konsekvenser det har för framtiden, och det skulle jag gärna ha velat se lite mer diskussion om.

Ordföranden: Tack så mycket, John Hassler, professor vid Stockholms universitet!

Då har vi fått rätt mycket kommentarer på Riksbankens penningpolitik under 2021. Förste vice riksbankschef Cecilia Skingsley ska nu få möjlighet att kommentera en del av det.

Cecilia Skingsley, Riksbanken: Jag vill börja med att tacka Christina Nyman och John Hassler för tankeväckande kommentarer om 2021 års penningpolitik.

När man nu tittar tillbaka på 2021, när vi fick en tillväxt på nära 5 procent, är det faktiskt lätt att glömma bort att 2021 var ett år när pandemin fortfarande dominerade Sverige på många sätt.

När året började hade vi med oss en inflation från december 2020 som mättes till 0,5 procent i KPIF-termer. Någon egentlig måluppfyllelse väntades inte ske på mellan ett och två år framåt i tiden. Och när det året började hade Sverige de högsta restriktionerna ditintills i pandemin. Vi hade en alfavariant som höll oss i ett hårt grepp. Sedan kom det en deltavariant. Mot årets slut fick vi lära oss ordet omikronvarianten, och det aktualiserade en viss återgång till de här restriktionerna.

Den ekonomiska sikten var alltså stundtals ganska dimmig. Men framför allt – och det ska jag utveckla lite – såg direktionen rätt svaga motiv för att göra en större omläggning av penningpolitiken under året.

Christina Nymans och John Hasslers kommentarer skjuter in sig på en väldigt viktig fråga, som jag tänker att vi behöver diskutera. Var det verkligen nödvändigt att köpa så mycket obligationer och äga dem så pass länge som vi nu ser ut att göra? Nyman efterlyser mer detaljerade argument rörande utformningen av penningpolitiken. Och jag tar fasta på en viktig sak som hon sa, nämligen att QE, alltså detta att köpa värdepapper och hålla dem i en portfölj, är en krisåtgärd. Det, skulle jag säga, håller inte direktionen med om.

Att köpa värdepapper och hålla dem så länge som det är penningpolitiskt motiverat är en åtgärd som har blivit allt vanligare. Den globala finanskrisen under 00-talet och sedan pandemin visade att det ibland krävs direkta obligationsköp för att värna penningpolitikens transmission, det vill säga att kreditgivningen fungerar till de räntenivåer centralbanken finner lämpliga genom krisen.

Den globala finanskrisen och åren därefter visade också att det här med en nedre gräns för styrräntan inte är någon akademisk kuriositet, utan den finns på riktigt. Och mitt intryck är att ganska få penningpolitiska beslutsfattare vill testa den nedre gränsen.

Eftersom värdepappersköp har kommit att utvecklas som lösningen på båda de här problemen kan man tro att det först och främst är ett krisverktyg. Därför vill jag påminna om att obligationsköp också används för att stödja ekonomin i vid mening när inflationen visar sig alltför låg. Detta är någonting som görs inom euroområdet sedan ganska många år. Och som utskottet är väl medvetet om gjorde också Riksbanken en värdepappersportfölj och lät den växa under åren 2015–2017, när vi bedömde att inflationen hade blivit för låg.

Det jag tar med mig är förstås att vi ska arbeta vidare med vår argumentation och vår analys kring de nya penningpolitiska verktygen. Detta är något som flera har lyft fram i olika tal det senaste året. Men jag tror att direktionen och Christina Nyman har lite olika uppfattningar om värdepappersköp och innehav som ett penningpolitiskt verktyg.

John Hassler för ett viktigt resonemang om att penningpolitiken i pandemin behöver upprätthålla tillgången på likviditet för att kreditgivningen inte ska fallera, och så säger han att det kan räcka med att lova ett sådant upprätthållande av tillgången på likviditet. Men direktionens bedömning är att om makroekonomin och därmed inflationsmålet utmanas i vid mening krävs det större åtgärder. Då räcker det inte längre med löften.

Jag menar att det är så här: Om man ställer ut löften som centralbank och sedan blir, så att säga, synad av marknaden, uttryckt i form av stora ränteuppgångar och dåligt fungerande marknader, måste vi som beslutsfattare snabbt ta ställning till en lång rad mycket svåra frågor. När har det blivit för illa? Vad ska man göra? Hur mycket ska man köpa? Hur länge ska man köpa? Ska man ställa ut nya löften därefter, och hur ska man utforma dem och infria dem? Eller ska man helt enkelt byta strategi mitt i krisen och lägga ett köpprogram i stället?

Jag tror att resultatet av att lova och sedan behöva agera i efterhand blir en svårförutsägbar penningpolitik och därmed inte ett gott bidrag till svensk ekonomi. Vi valde i stället att vara tydliga, kraftfulla och uthålliga, så att ekonomins aktörer, oavsett vilka problem de upplevde, i alla fall kunde lita på en fungerande kreditgivning till låga räntor. Det hjälpte, menar vi, ekonomin genom chocken. Därmed levererade vi på Riksbankens mål om inflationsmålsuppfyllelse. Och såväl Coronakommissionen i Sverige som den av finansutskottet beställda utvärderingen av penningpolitiken, av Karnit Flug och Pa trick Honohan, som ska diskuteras senare i år, kom ju ändå till slutsatsen att vårt tillvägagångssätt inom penningpolitiken överlag var gynnsamt för den ekonomiska utvecklingen.

Sedan är det en återkommande diskussion om våra köp av företagsobligationer. Därför vill jag säga några ord om det och om läget i mars 2020. Om banklån står för två tredjedelar av det svenska näringslivets lånefinansiering står företagspappersmarknaden för den sista tredjedelen. Det är således en stor och viktig marknad för det svenska näringslivet. Den var nära kollaps i mars 2020. Vi tog då beslutet att vi skulle gå in och köpa värdepapper på den här marknaden, och det menar jag fick igång marknaden, och räntenivåerna kunde sjunka igen.

Sedan visade det sig att det tog längre tid att faktiskt köpa företagsobligationer än vad vi hade föreställt oss, och det är förstås direktionens ansvar och ingen annans. Men jag menar att det är centralt att göra det man har fattat beslut om. Våren 2020 var det ett stort antal låntagare men också investerare som tog beslut i mångmiljardklassen på basis av vårt beslut. Om vi senare hade backat på temat ”det här behövs nog inte” hade marknadsaktörerna aldrig glömt det. Och i nästa kris – den kommer tids nog – skulle aktörerna bli ganska

misstänksamma mot Riksbanken och med rätta ställa sig frågan: Kommer de att agera, eller snackar de bara?

Jag menar att Riksbankens handlingskraft måste vara hög för att kunna ge ett gott bidrag till den ekonomiska utvecklingen, och det är extra viktigt just i dåliga tider. Om man inte har förmågan att agera sviktar snart förtroendet.

En intressant fråga är om vi hade kunnat kommunicera planen för vår portfölj tidigare. Christina Nyman, framför allt, lyfte in den frågan. Vi redogjorde 2017, i den sista penningpolitiska rapporten det året, för en möjlig ordning mellan höjningar av reporäntan och avveckling av tillgångsinnehavet. Då hade vi enbart köpt statsobligationer under ett par år. Man skulle förstås kunna önska sig att vi kunde ha en prognos för portföljen tre år framåt i tiden på samma sätt som vi redovisar en räntebana lika långt fram. Men jag vill gärna påminna om att det är ytterst få centralbanker som är så utförligt framåtblickande som Riksbanken är, i så måtto att vi offentliggör styrräntebanan. Vi har den ambitionen, och i internationella rankingar över centralbankers öppenhet brukar Riksbanken hamna bland dem som ligger absolut högst.

Ingen centralbank pratar om obligationsinnehav i så långa tidsperspektiv som vår reporäntebana, alltså flera år framåt i tiden. De som har kommit längst på detta område är Bank of England och den amerikanska centralbanken. De har börjat kommunicera beslut om förändringar i sina portföljer, men man kan konstatera att det skedde först när det var tämligen uppenbart i de här ekonomierna att penningpolitiken behövde läggas om. Man gjorde det inte innan dess.

Christina Nyman efterlyste också mer diskussion om samspelet mellan obligationsköp, portföljinnehav, styrränta och osäkerhet och menade att det kanske är lite summariskt beskrivet i redogörelsen för penningpolitiken. Men i våra penningpolitiska protokoll finns det ganska utförliga inlägg från flera ledamöter i den frågan.

Både John Hassler och Christina Nyman kritiserade att ränteskillnader mellan riskfria räntor och mer riskfyllda räntor var lägre under 2021 än innan pandemin bröt ut. Det här är svårt att styra i detalj, men det var också så att den ekonomiska sikten var ganska grumlig. Vi kom från en miljö med för låg inflation, och vi ville helt enkelt stödja de finansiella förhållandena så att ekonomin kunde återhämta sig.

Man kan fundera på en hypotetiskt omvänd situation, att räntenivåerna under 2021 hade varit högre än före pandemin som ett resultat av en jämförelsevis stramare penningpolitik.

Men jag är rätt säker på att vi då hade stått här och diskuterat varför Riksbanken hade varit så stram genom pandemikrisen och kanske inte tagit sitt inflationsmål på tillräckligt stort allvar. Vi hade kunnat få en diskussion som påminner om den vi hade för ungefär tio år sedan, där det rådde en oklarhet om direktionen verkligen ville leverera på inflationsmålet.

Det är inte uppenbart, menar jag, varför svensk penningpolitik under 2021–när vi i vår ekonomi hade en historia med lägre inflation än flertalet andra ekonomier – skulle vara först ut av alla centralbanker med att sluta köpa

värdepapper och krympa vår portfölj. Och eftersom ett av penningpolitikens problem under lång tid har varit att styrräntan har varit så nära den effektiva nedre gränsen är det ett bra vägval som vi nu gör: först höja styrräntan och således komma bort en liten bit från den nedre gränsen och sedan låta värdepapperen förfalla. Det gäller att göra saker i rätt ordning och att inte börja för tidigt, och jag menar att Riksbanken följer en ordning som nu har etablerats internationellt.

Jag tar också fasta på det som John Hassler sa mot slutet om att vi kanske har byggt upp förväntningar på att Riksbanken i framtiden kommer att neutralisera uppgångar i riskpremier med den här sortens tillgångsköp. Det är svårt att i detalj veta vad andra aktörer har för förväntningar i händelse av en framtida kris, och jag tror säkert att observationen är riktig. Jag är dock inte personligen så orolig för det. Den här våren har ju också bjudit på stigande riskpremier, och nu har Riksbanken – eller en annan centralbank som jag känner till för den delen – inte agerat, utan nu går vi snarare i motsatt riktning med krympande portföljer framöver.

Avslutningsvis: Var det då nödvändigt att köpa så mycket obligationer och hålla dem så länge? Jag tycker att det mesta talar för det, givet vad direktionen visste om läget 2021. Att stänga sina stimulansåtgärder på ett sätt som sedan visar sig vara alldeles för tidigt, misslyckas med måluppfyllelsen om 2 procents inflation och sedan försöka springa ikapp och rätta till det med ännu mer stimulanser hade helt enkelt varit skadligt för svensk ekonomi.

Därför valde vi linjen att vara kraftfulla i den akuta krisfasen och uthålliga medan pandemin rullade genom samhället så att vi nu är i den tacksamma situationen att kunna avveckla pandemiåtgärderna från svensk penningpolitik.

Ordföranden: Tack så mycket, förste vice riksbankschef Cecilia Skingsley! Jag kommer nu att lämna ordet till olika ledamöter i finansutskottet och tänkte själv börja.

Jag tänkte börja där du slutade, Cecilia Skingsley, om John Hasslers kritik angående att marknaden kanske börjar titta mer på Riksbankens möjliga företagsobligationsköp än själva riskbedömningen.

Det var kanske lite hårdraget, men jag tänker att den frågan ändå finns kvar efter kommentarerna om att direktionen inte ser obligationsköp som en krisåtgärd utan någonting annat. I och för sig gör ni någonting annat nu, men jag tycker ändå att det skulle vara värt att höra lite mer resonemang runt den här risken, om det finns skäl att beakta den mer och hur marknaden ändå är tänkt att se på det här.

Edward Riedl (M): Stort tack för intressanta och spännande dragningar kring det här området!

Jag tänker att vattenproduktion är ju en komplicerad process som ingen av oss funderar på. Vi vrider på kranen, det funkar, det kommer ut rent vatten och vi dricker och gör en massa saker med det. De städer som har upplevt att man

har fått in bakterier i systemet vet dock att från att inte ha funderat alls pratar snart alla om hur vatten produceras.

Där tror jag att svenska hushåll är i dag. Man har ett stort penningpolitiskt intresse, givet hög belåning och mycket annat. Även företagen funderar rätt frekvent över de här frågeställningarna just nu.

Det som kommer att leda till min fråga först till John Hassler handlar helt enkelt om att det vi gör just nu med högre ränta ju är att balansera det som har skett i övrigt, så att säga. Jag vill bara säga att redan i höstas var det flera av utskottets ledamöter som konstaterade att det fanns stora risker på uppsidan vad det gällde inflationstryck och annat. Där kan man göra olika bedömningar. Efteråt är det alltid lättare att veta vem som hade rätt, och det finns skäl åt båda hållen.

Till stor del förklaras ju vår inflation av energipriserna, det vill säga höga elpriser, vilket man skulle kunna säga är ett resultat av politiska beslut som vi har tagit och som har gjort att vi har tryckt upp marginalpriserna framför allt i södra Sverige. Detsamma gäller drivmedelspriserna som är otroligt höga, och detta sammantaget förklarar en del av den inhemska inflationen. Det är ju inget osynligt väsen som bara uppstår någonstans.

Min fundering är: Vi har 6 kronor dyrare diesel än EU-snittet till exempel, till följd av reduktionsplikt. Vi har avskaffat kärnkraft. Nu pratar vi ju om de här instrumenten, vilket är temat för dagen, men hur mycket av detta skulle gå att balansera tillbaka med andra politiska beslut, eftersom det är politiska beslut bakom en del av de här fördyringarna?

Sedan har jag en kort fråga till riksbankschef Stefan Ingves också. Den handlar helt enkelt om risken för stagflation. Ser Riksbanken i dag en större risk för det, och vad tänker man sig från Riksbankens sida kopplat till detta?

Stefan Ingves, Riksbanken: Om man läser i vår senaste penningpolitiska rapport ser man att en risk för stagflation inte är någonting som vi ser framför oss i dagsläget, utan det är ändå en rätt hygglig ekonomisk utveckling under kommande år. Men vi ska också vara noga med att säga att tillväxten kommer att bli lägre under kommande år jämfört med den tillväxt som vi har haft, vilket inte är så konstigt när vi kommer ur pandemin med extremt höga tillväxttal under en period. Så det är vår bästa bedömning i dagsläget. Vad som händer i övrigt när det gäller krig och annat kan man inte veta, men det är inte så att vi ser några stora bekymmer framför oss på den kanten.

Det tycker jag också stöds av den utveckling som vi ser på arbetsmarknaden i dagsläget, för efterfrågan på arbetskraft är god och det finns gott om lediga jobb. Att arbetslösheten ändå parkerar sig någonstans kring ungefär 7,5 procent är inte någonting som Riksbanken råder över, utan det är snarare arbetsmarknadens struktur.

Så har vi den återkommande frågan om vad man ska göra – köpa, inte köpa eller bara prata. Min syn är mycket enkel när det gäller penningpolitik som allt annat här i livet: Om man väljer att bara prata och någon synar korten och upptäcker att det bara var luft, då tappar man i förtroende. Det innebär att det

finns tillfällen när Riksbanken behöver använda sin balansräkning med kraft. Fungerar det väl kanske det räcker med att göra det med väldigt långa intervall, så för det mesta räcker det med att bara prata. Då ställer förväntningarna in sig efter det, så att säga. Men om man aldrig är villig att lägga plånboken på bordet, då får man det förr eller senare inte dit man vill, och det är farligt för svensk ekonomi.

Den andra delen i det här, alltså när det gäller vad man ska göra, är att man helt enkelt får acceptera att den svenska finanssektorn ändras över tiden och att den ser ut som den gör. Om man tycker att det är viktigt att kreditförsörjningen på ett eller annat sätt fungerar i företagssektorn, ja, då är inte first best att köpa mer statsobligationer, utan då är faktiskt first best att hantera det på den marknaden. Givet att världen ser ut som den gör är det heller inte trivialt i dagsläget att bankerna, om vi lånar ut pengar till dem, sedan skickar dessa pengar vidare till företagssektorn.

Detta sammantaget har gjort det angeläget att köpa företagsobligationer på det sätt som vi har gjort. Det har varit extremt framgångsrikt i den meningen att vårt innehav av företagsobligationer i dag är ungefär 1 ½–2 procent eller någonting sådant, och det har bidragit till att hålla igång hela det här systemet.

Sedan finns det ytterligare en väldigt praktisk aspekt på saker och ting: Vi misslyckades när det gäller att göra de här köpen den dag vi borde ha gjort dem. Det bär vi ett ansvar för, för vi kunde inte. Det betyder att det inte räcker att teoretisera om penningpolitik; man måste också ha förmåga.

Förmåga innebär att man måste kunna agera på många marknader samtidigt, och det är det vi har gjort. Fungerar det här väl behöver vi göra det väldigt sällan. Vi måste hela tiden observera, förstå och leva med att den svenska finanssektorn förändras och förändras över tiden. Då behöver vi förstå på vilket sätt vi kan agera i de sammanhangen.

Det betyder inte, som John Hassler tar upp, att vi ser framför oss en värld där Riksbanken ska befria allt och alla från det som sker så fort det rör sig minsta lilla på marknaderna. Men tyvärr är det så att som våra ekonomier fungerar inträffar det då och då händelser som är så stora att ingen annan än det allmänna orkar och förmår bära den risk som uppkommer. Och Riksbanken hör till det allmänna.

I ett bra scenario bär man den risken, och när saker och ting normaliseras kryper man ur det som vi har gjort. Om världen sedan är snäll framgent kan det ta många, många år innan vi behöver vidta liknande åtgärder igen. Men vi måste ändå hela tiden vidmakthålla vår förmåga, för om vi inte kan när det behövs blir det etter värre, och det har alla ont av på lång sikt.

Cecilia Skingsley, Riksbanken: Jag uppfattade Åsa Westlunds fråga om riskerna för moral hazard om man köper värdepapper som ett återkommande penningpolitiskt verktyg och problemen med det.

Alltså, är det kris så är det precis som riksbankschefen säger angeläget att vara snabb och kraftfull. När det sedan gäller något mer vardaglig penningpolitik menar jag att vi absolut inte ska köpa värdepapper mer än nödvändigt.

Man måste också vara väldigt noga med vad man köper. I ett land som Sverige som har en statsobligationsmarknad som är relativt liten men en marknad för säkerställda obligationer, alltså de svenska bankernas viktigaste finansieringskälla, som är väldigt stor måste centralbanken, om vi vill påverka de finansiella förhållandena, finnas och köpa där de uppstår. Där måste vi vara inne från tid till annan, hävdar jag, även på marknaden för säkerställda obligationer.

Vi ska dock inte vara där mer än nödvändigt. Jag vill gärna göra reklam för några diagram i mitt tal som jag publicerade i fredags, för där ser man nämligen att det vi har köpt huvudsakligen är papper med rätt kort löptid. När direktionen väl har beslutat att vi inte längre vill återinvestera kommer mesta delen av de här portföljerna därför att falla av inom en treårsperiod. Vi ska liksom ur det här så fort vi tror att det är penningpolitiskt motiverat.

John Hassler, Stockholms universitet: Låt mig först ge en liten synpunkt kring det här med kvantitativa lättnader, om det är krisåtgärder eller inte.

Jag tror att det är väldigt viktigt att inse att hur kvantitativa lättnader påverkar ekonomin väldigt mycket beror på vilken situation vi är i. Är man i en sådan situation som vi var i mars 2020 när kreditmarknaden riskerar att stoppa upp är det jätteviktigt att centralbanken har möjligheten att helt enkelt ta över den verksamheten ett tag.

Så är dock inte alls mekanismen av kvantitativa lättnader i mer normala fall. Då fungerar det på annat sätt. Då är det mer ett allmänt sätt att trycka ned räntor, stimulera ekonomin, öka efterfrågan och så vidare, och det finns andra komplikationer med den typen av politik. Det är viktigt att hålla isär argumentationen, och man borde ha kunnat göra det tydligare. Den akuta krisåtgärden handlade inte om stimulans. Därefter, när man tror att marknaderna fungerar bra, då kan det här leda till stimulanser. Jag är lite ifrågasättande om det verkligen behövdes. Så resonerar jag.

När det gäller Edward Riedls fråga om priser, prischocker och andra politikområden är det en helt korrekt observation att det den senaste tiden har skett kraftiga prisuppgångar på ett antal olika områden, bland annat energi, ett antal råvaror och så vidare. Det här beror i grunden på en minskad tillgång av de här sakerna, en förväntan om mindre tillgång på gas i Tyskland och annat. I det läget går priset upp. Det är en helt normal och korrekt mekanism som gör att man hanterar det minskade utbudet. Priserna ska alltså gå upp på sådant som det tillfälligt är ont om. Sedan kan man ha en strukturpolitik som gör att det blir mindre prisvariationer och så vidare, men det är en annan sak. I den akuta situationen måste priserna gå upp, och det ska penningpolitiken inte försöka hantera.

Jag skulle säga att en sådan prisuppgång egentligen inte är vad vi brukar mena med inflation. Den räknas in i inflationen, men inflation är någonting annat, nämligen att man tappar det långsiktiga förtroendet för penningvärdet, att kompensationsökningen växer sig in i ekonomin och att alla priser börjar

driva uppåt. *Det* är inflation, och penningpolitiken kan ha en betydande och viktig effekt i att förhindra att så sker.

Det gäller dock att den övriga delen av den ekonomiska politiken inte understöder ett kompensationsstänkande, för om man gör det finns det stor risk att vi kommer i det som jag kallar för riktig inflation, det vill säga att den här tendensen till allmänna prisökningar biter sig fast i samhället. Därför ska man inte vare sig med penningpolitik eller finanspolitik försöka korrigera för de här i grunden sunda prisökningarna.

En helt annan sak är att man kanske vill ha en energipolitik som gör att energiförsörjningen i framtiden blir mer stabil och så vidare. Det ska man förstås göra. Men kompensationspolitik tror jag är i grunden fel och farlig och en väg till stagflation.

Dennis Dioukarev (SD): Ordförande! Tack för presentationerna! Vi har ju en ny penningpolitisk realitet i Europa nu. När jag var ny i finansutskottet 2014 pratade vi alla om en låg inflation och de risker som det medför, och nu är läget precis tvärtom. Nu pratar vi om en alldeles för hög inflation.

Jag tror att den absolut största risken för trovärdigheten för inflationsmålet just nu är att vi får en prislönespiral. Det är ett scenario som jag tror att de flesta centralbanker kommer att behöva hantera inom en snar framtid. Vi fick siffror häromdagen från Tyskland om att de tyska metallarbetarna nu kräver 8,2 procent i löneökningar, och Tyskland är naturligtvis ett märke för övriga Europa. Jag var inte med på 70-talet, men på papperet ser det åtminstone identiskt ut med dagens situation. Vi har en konjunktur som möjligtvis toppat, en pris–lönespiral och en energikris.

Jag ställde frågan om stagflation till direktionen förra året, och nu ställde Edward Riedl samma fråga. Jag riktar därför min fråga till John Hassler: Anser du att risken för stagflation har ökat i år i jämförelse med förra året? Är det några fler direktionsmedlemmar som vill elaborera kring det så får man gärna göra det också.

Martin Ådahl (C): Det är många som undrar. Jag vill tacka både riksbankschefen, vice riksbankschefen och även kommentatorerna. Jag blir alltid glad när Knut Wicksell och hans kloka insikter även för vår tid nämns i denna kammar!

Ni har tangerat det jag har frågor om, men jag är ändå nyfiken. Ett av diagrammen visar just det faktum att den underliggande inflationen, rensad i det här fallet för energi och livsmedel, är lägre i Sverige och i viss mån i euroområdet än i Storbritannien och USA. Det här berör ju även 2021, och den här uppgången i underliggande inflation såg vi redan då i de här länderna.

Min första fråga är om det finns information i det som har hänt i USA och Storbritannien – bortsett från diskussionen om pris–lönespiraler och lönebildningen – som så att säga är ledande för Sverige. Eller finns det i botten en grundläggande skillnad mellan åtminstone Sverige och de här länderna med

en högre underliggande inflation? Och om man nu tror att det gör det, vad ska man i så fall förklara det med? Är det lönebildningen, eller vad kan det tänkas vara? Det är ju väldigt viktigt. Om det ser ut likadant i Storbritannien och USA behöver ju Sverige bara vänta på att hamna i den stagflationssituation som har nämnts.

Det andra gäller det som John Hassler var inne på, vad den neutrala Wick-sellianska räntan egentligen är. Finns det något annat i botten utöver de här utbudschockerna på energi med stigande priser, vilket dessutom var tydligt redan i fjol, som det här berör? Anledningen till att den där kurvan har gått ned enligt olika diagram i den neutrala räntan, den som inte har med er penningpolitik att göra, har ibland kopplats till demografi och sådana saker. Ni var inte riktigt inne på det i dag, men kan det också vara så att vi helt enkelt har gått ur den på grund av att det finns ett internationellt pristryck nedåt som har att göra med globalisering och värdekedjor som nu uppenbarligen, med både protektionism och störningar överallt kopplat till pandemin och även på andra plan, inte längre funkar på samma sätt och att den här underliggande neutrala räntan därmed kanske bara har flyttat sig cirkulärt uppåt igen?

Jag ska inte gå in på frågan om QE och obligationsköp, men ändå: Om det nu stämmer, som John Hassler bland annat var inne på, att ni inte kan påverka utvecklingen av tillgångspriserna med penningpolitiken, vad är i så fall förväntan? Jag vet att det här inte har med 21 att göra, men jag är ändå nyfiken på hur åtstramningen ska fungera. Är förväntan att tillgångspriserna, bostadspriserna och kommersiella fastigheter så att säga kommer att mjuklanda för att det här ska fungera? Eller är det förväntat att det finns en uppenbar risk för att de hård landar? Hur ser bilden ut i det scenario som ni bygger upp framåt?

Ordföranden: Nu ska jag försöka mig på någonting. John Hassler fick en direkt fråga, så han ska få ordet. Men jag tänkte att ni som är vice riksbankschefer och inte har fått säga någonting ännu skulle kunna säga någonting om både de här frågorna och om det var någonting tidigare i seminariet.

Jag uppfattade i och för sig att Henry Ohlsson vaknade till liv när arbetsmarknaden nämdes. Ska vi därför börja med dig, Henry, och den frågan?

Henry Ohlsson, Riksbanken: Om man funderar över skillnaden mellan å ena sidan USA och Storbritannien och resten av Europa å andra sidan och börjar leta sig in kring lönebildningen tror jag att det finns ett möjligt svar till skillnaderna dem emellan. Arbetsmarknaden i USA och Storbritannien är nämligen mycket reguljära marknader där löner sätts kontinuerligt hela tiden, medan vi i Sverige och Europa har avtalsförhandlingar mellan parter som sluter avtal under längre perioder. Det tror jag är en viktig faktor till varför vi ser de här skillnaderna.

Visst kan vi säga att de tyska metallarbetarna nu kräver höga löner. Det är dock inte förhandlat än, så vi vet inte vilket utfallet blir i Tyskland. I Sverige i dag vet vi att vi har väldigt många avtal som fortfarande löper. De stora

avtalsförhandlingarna kommer först 2023. Om vi tänker oss att det skulle uppstå tendenser till pris-lönespiraler i Sverige de närmaste månaderna är det därför inte avtalade löner som kommer att ändra sig, utan det handlar då om att vi får tillbaka löneglidning i Sverige. Men när det gäller spiraler och så vidare har vi ändå tid på oss till 2023 innan de stora avtalsförhandlingarna kommer att komma igång. Det är viktigt vad som händer i svensk ekonomi och i svensk ekonomisk politik fram till den tidpunkten.

Jag hoppar till en annan kommentar till en tidigare diskuterad fråga, nämligen tillgångsköp. När jag var en ung man för väldigt länge sedan och gick grundutbildningen i nationalekonomi fick jag läsa läroböcker om penningpolitik. Det var i slutet på 70-talet. Hur bedrevs penningpolitik i dessa läroböcker? Inte via styrränta utan genom att köpa och sälja statspapper.

När jag hamnade i Riksbankens direktion var det en god vän som skulle reta mig lite grann, så han gav mig en hundra år gammal bok som heter *Penningpolitikens medel* av professor Erik Lindahl. Hur bedrevs penningpolitik enligt Erik Lindahls bok 1930? Jo, genom att köpa och sälja statspapper. Det man i dag kallar för okonventionell penningpolitik var alltså väldigt konventionell penningpolitik på 1930-talet, och det var väldigt konventionell penningpolitik också på 1970-talet.

Man ser hur tiderna ändrar sig, men jag tycker att det är viktigt att ta med sig att det inte är någon nyhet att en centralbank köper och säljer statspapper. Det har funnits med i bilden jättelänge. Att vi har köpt andra tillgångsslag är liksom en annan fråga, men när det gäller just att bedriva penningpolitik så kan man ändra en styrränta, eller så kan man gå in och agera på olika finansiella marknader. Det är inget konstigt.

Anna Breman, Riksbanken: Det är många bra frågor, och de hänger delvis samman.

En fråga som har ställts flera gånger handlar om risken för stagflation, alltså att vi hamnar i en situation med en mycket hög inflation och låg tillväxt framöver. Det är ju en risk i dag. När vi pratar om Riksbankens kommunikation tycker jag att det är viktigt att se på den penningpolitiska rapporten där vi har ett avsnitt där vi diskuterar riskerna. Är det någonting vi kan lära oss från de senaste två åren är det ju att oväntade saker händer som gör att vi behöver ändra inriktning. Vi hade en pandemi. Det var helt oväntat, och vi behövde agera. Nu har vi haft en rysk invasion av Ukraina. Den var inte helt oväntad, men det hände mycket snabbt och det spädde på de tendenser till hög inflation som redan fanns. Ovanpå det får vi att invasionen av Ukraina ökar inflationstrycket, samtidigt som det gör att riskerna blir större för att tillväxten mattas av.

Det är precis där vi befinner oss i dag, och det är en svår balansgång. Det är det man ska ha med sig: Det är en svår balansgång. Då måste jag komma tillbaka till en sak tidigare, innan jag kommenterade det här, och det var det som John Hassler sa om utbudsdrivna störningar och höga energipriser som vi har haft.

Skillnaden mot förra året, och då kommer vi också in på Martin Ådahls fråga, är att det då bara var energipriser. Risken var att energipriserna skulle spilla över, för om energi är kostsamt blir det dyrare med transporter, det blir dyrare att värma upp sina hus och det blir dyrare för företagen att värma upp sina lokaler. Då börjar man se att kostnadstrycket ökar, och det är precis där vi har hamnat nu: Det har spridit sig från energipriser in i andra delar, och vi får ett mer allmänt inflationstryck, precis som John sa.

Därför är det så viktigt att vi nu agerar, och det är precis det vi har gjort. Vi både höjde styrräntan vid förra mötet, och drar ned på obligationsköpen. Men med det sagt, eftersom Edward Riedl också frågade om det här med riskerna för inflation, måste jag ändå framhålla att vi var tre stycken som reserverade oss i februari och ville dra ned på obligationsköpen tidigare.

Sista grejen då: Balansgången som vi står inför är den höga inflationen och en risk för lägre tillväxt. Vi kan inte *inte* agera. Vi måste agera nu, både med höjd styrränta och lägre obligationsköp. Det jag tycker är viktigt att ta med sig är att vi gör båda delarna, och kombinationen av att både höja styrräntan och dra ned på obligationsköpen gör att vi ser den här effekten på marknaden. Marknadsräntor även på längre sikt har ju stigit, och det är åtstramande. Det gör att vi framöver behöver vara vaksamma på hur snabbt minskningen av efterfrågan kommer, för det är viktigt att vi inte överreagerar.

Vi måste agera, men vi ska inte överreagera. Det är balansgången. Just nu är det rätta att höja och sedan ta det lite lugnare längre fram när den här penningpolitiken har verkat. Effekterna ser vi, som John Hassler säger, först om ett eller två år.

Martin Flodén, Riksbanken: Tack för alla kommentarer och frågor! Det finns ju väldigt mycket att kommentera, och jag ska försöka att hålla mig ganska kort.

Jag tycker att det här med moral hazard och våra tillgångsköp och risken att marknaden tror att man alltid ska bli räddad av Riksbanken är en viktig fråga som jag vill diskutera. Det kopplar också lite, och lite inte, kan man säga, till våra stora tillgångsköp under 2021. Anna Breman nämnde att vi var några som reserverade oss mot utformningen av tillgångsköpen vid beslutet i februari.

Det som jag tycker är viktigare är egentligen att Anna Breman och jag reserverade oss i november 2020 mot utökningen av tillgångsköpen under 2021 – inte för att vi ville minska balansräkningen utan för att vi ville ha mindre köp under året, ungefär, tycker jag, i linje med de argument som John Hassler och Christina Nyman har fört fram.

Men hade vi köpt mindre under 2021 skulle inte det ha påverkat risken för sådant här moral hazard-beteende. En aspekt är att det är bra att marknaderna prissätter risk och så vidare i normala tider. Men det här moral hazard-beteendet uppstår framför allt när centralbanken eller staten bedriver krispolitik och räddar marknaderna i ett riktigt akut läge. Det kommer vi säkert att göra igen.

Vad är lösningen på det här? Dels handlar det om att bygga resiliens med strikta regelverk för de kritiska marknaderna i normala tider så att man inte hamnar i de här riktigt problematiska situationerna, dels kommer vi inte alltid

att rädda marknaderna. Vi gör ju inte det för att vi bryr oss om marknaderna specifikt, utan vi träder in när vi bedömer att det är viktigt för svensk ekonomi totalt – för inflationsutveckling kanske men också för den bredare ekonomiska utvecklingen. Pandemin var väldigt speciell. Det var en oväntad och väldigt extern chock som aktörerna på marknaden inte hade kunnat göra så mycket åt. De kunde ha varit bättre förberedda och lite mer robusta, men hade inte vi trätt in i mars–april 2020 skulle det ha gått dåligt för svenska hushåll, svenska småföretag och så vidare, för det här skulle ha spritt sig till en bredare kris.

Det kan komma nya kriser där högt belånade företag inom vissa sektorer kanske inte tål en ränteuppgång som kommer. Det är inte någon självklarhet att vi kommer att träda in då och rädda de marknaderna. Det är viktigt att ha med sig, tycker jag. Aktörerna på marknaderna måste bygga en egen bättre resiliens.

Det var det ena. Det andra var en bred uppsättning frågor här: Är vi på väg mot stagflation? Kommer det att bli en mjuklandning? Skiljer sig Sverige från USA?

Vår prognos är att vi kommer att lyckas dämpa svensk inflation utan att det blir stagflation eller att det blir en lågkonjunktur och att det blir något av en mjuklandning. Som några har sagt är det här väldigt osäkert, så det beror lite på. Men Sverige skiljer sig på flera sätt från USA, och Martin Ådahl undrade, tror jag, om vi kunde ha sett mer av USA under förra året och om det kommer att hända här.

Jag tycker att det är viktigt att ha med sig att det som har hänt i USA och delvis i Storbritannien inte är att de går in i en stagflation – inte ännu i varje fall – utan tvärtom att det går väldigt bra. De har en väldigt het arbetsmarknad, lönerna ökar snabbt och tidigt hade de också en stimulerande inte bara penningpolitik utan också finanspolitik. Många låginkomsttagare fick under pandemin en snabbt ökande disponibel inkomst. Efterfrågan på varor ökade snabbt. Priserna på varor ökade väldigt snabbt för att vi hade de här utbudstörningarna och så vidare. På så sätt skiljer sig Sverige från USA än så länge.

Nu är frågan, både i Sverige och USA, hur mycket man måste strama åt för att dämpa den här prisutvecklingen och i USA också dämpa löneökningarna. Kan man göra det utan att det blir en djup lågkonjunktur och så vidare? Det är både vår och än så länge också Feds bedömning att det går men är väldigt osäkert. Vi får se om vi lyckas, men jag tror att vi kommer att göra det.

Per Jansson, Riksbanken: När man kommer sist så här är det svårt, för mycket har sagts och många frågor har ställts. Men jag väljer att fördjupa mig lite i den här frågan som Martin Ådahl tog upp om vad vi kan lära oss av det som har hänt i USA och Storbritannien. Det gör jag också för att jag själv har funderat ganska mycket på den frågan och att vi ju hamnade ganska snett.

Läget i Sverige under 2021 var att man såg väldigt lite tendenser till prisstegringar utöver energi och råvaror. Det finns en tabell i utvärderingsrapporten på sidan 13 där ni kan se en sammanställning för helåret för olika priskomponenter, och där ser ni väldigt tydligt att det var energipriserna som steg. I

övrigt är det ganska små avvikelser i förhållande till de historiska snitten för de här olika delarna som ingår i konsumentpriserna.

Det var alltså väldigt lite man kunde se där, och det var till och med så att i december föll den underliggande inflationen, då definierad som inflation rensad för energipriser bara, tillbaka till 1,7 procent från 1,9 procent i november. Det gick alltså till och med åt fel håll.

Vi var väldigt förvånade på Riksbanken och satt och diskuterade hur det kunde vara så när vi hade sett kraftiga prisstegringar i USA som kom redan under våren 2021. Sedan kom det i Storbritannien ungefär under sommaren, och till och med i euroområdet, där inflationen brukar vara stendöd, höll jag på att säga, började det gå upp. Men i Sverige hände ingenting i stort sett.

Det där var verkligen en fråga som vi grubblade mycket på. Sedan ändrades bilden radikalt snabbt under de här månaderna i år, och nu har vi fått en rejäl uppgång i andra priser också, inte bara energipriser.

Men vi satt och diskuterade om det kunde vara för att vi är en liten, öppen ekonomi. Där kan man möjligen tänka att det borde komma snabbare till Sverige än till en stor ekonomi. Men så var det ju inte. Är det så att vi kan ha konkurrensförhållanden i Sverige som gör att det tar längre tid? Den typen av diskussioner hade vi, men vi måste ju ytterst ändå basera våra penningpolitiska beslut på den svenska utvecklingen och inte på den amerikanska inflationen.

Så här i efterhand ser man att det var någonting som vi missade, men det var också svårt att säga vad det var. Jag tror att det var Christina som sa att ingen prognosmakare hade en prognos med så att säga ett större inflationshot på gång i Sverige vid den tiden.

Det är en del. Sedan vill jag bara lägga till, och Henry och Martin har kommenterat det, att i finanspolitiken är det en avgörande skillnad jämfört med USA såklart, så där kom mycket mer från efterfrågesidan än vad det har gjort i Sverige. Jag tror och hoppas, precis som Henry sa, att när det gäller lönebildningen har vi ett helt annat system med ett ramverk som håller ihop lönebildningen på ett helt annat sätt än vad USA har. Där hoppas jag att man är kapabel att internalisera effekter på ekonomin på ett annat sätt än vad de gör.

Än så länge ser det bra ut. Låt oss hoppas att det fortsätter så, men mycket kommer att hänga på att lönebildningen inte kompenserar sig överdrivet nu för de här inflationseffekterna. Där har vi för övrigt en viktig roll att spela i att se till att vi kan bedriva en trovärdig penningpolitik så att inflationen går tillbaka mot målet. Det är precis det vi försöker kommunicera nu att vi satsar på.

Ytterligare en aspekt är det här att vi har en längre historik med ett inflationsmål än vad USA har. Amerikanerna gjorde ju också en lite olycklig strategiförändring precis innan detta med det genomsnittliga inflationsmålet. Då kan man hoppas att vi kanske har lite bättre förankrade långsiktiga inflationsförväntningar i Sverige än vad de har som på marginalen kanske kan hjälpa oss lite grann.

Förhoppningen vi har nu är att vi har fått de här bredare prisstegringarna men att vi ska kunna förhindra att det sprider sig vidare till lönestegringar och inflationsförväntningar – det är liksom rätt mycket nu, tycker jag, som handlar

om detta i penningpolitiken – och kommunicera en plan så att vi kan göra detta trovärdigt.

John Hassler, Stockholms universitet: Dennis Dioukarev frågar om stagflation och om risken för det är större nu.

Jag vill börja med att definiera stagflation som jag ser på det eftersom det diskuteras väldigt mycket. En del pratar om ett scenario då vi går in i en kra schlandning men inflationen fortsätter att vara ganska hög. Börsen kraschar, huspriserna går ned och så vidare. Det är inte vad jag menar med stagflation.

Stagflation är ett mycket mer långsiktigt fenomen där man har en låg tillväxt som beror på att det finns ett antal strukturreformer som inte har genomförts – man har inte orkat med att göra en nödvändig strukturomvandling, och samtidigt har man tappat – ofta på grund av en felaktig penningpolitik och en felaktig finanspolitik – förtroendet för penningvärdet och inflationsmålet så att man också får en hög inflation.

Ett sådant scenario kan vi ju komma in i, men det förutsätter att man då gör samma misstag som vi gjorde på 70-talet. Riskerna är väl ändå inte jättestora. Politikmisstag kan vi se, men åtminstone i Sverige ser jag väl inte riktigt den där uppenbara fallerade strukturomvandlingen som vi såg på 70-talet – tänk varvskris och så vidare.

Men det är klart att det ju kan hända. Martin Ådahl pratar om förändringar i världshandeln och sådant, och sker det, vilket förstås är en möjlighet, kan det ställa betydande krav på strukturomvandling som vissa ekonomier kanske inte klarar av.

Om man i stället i den situationen försöker stimulera sig bort ur den typen av problem hamnar man i stagflation.

Men jag ser ändå kanske inte jätteöverhängande stora risker för det, för det ändå en betydligt mer gynnsam situation nu än vad det var på 70-talet. Däremot är det här kraschscenariot förstås fullt möjligt.

Låt mig också säga någonting om det här med den neutrala räntan. Martin Ådahl och jag har ju en fäbless för Knut Wicksell. Utbudschockerna under krisen och det som vi ser nu får man betrakta som förmodligen temporära. De har en tendens att öka den neutrala räntan. Allt annat lika borde räntan vara högre i en sådan situation för att hålla efterfrågan i nivå med potentiell produktion.

Får vi en förändring i världshandeln som kanske leder till en mer långsiktigt inte lika positiv utveckling när det gäller utbudet har det snarare kanske en negativ effekt och skulle bidra till att vi ligger kvar på en ganska låg neutral ränta.

Den forskning som görs på orsakerna till det här stora fallet i den neutrala räntan pekar på att de flesta faktorer ändå kommer att finnas kvar. Det enda som jag egentligen ser som skulle kunna vara någonting som kan bidra uppåt lite grann är det ökade investeringsbehov som kommer av omvandlingen till ett klimatneutralt samhälle. Den kommer att kräva att investeringsnivån i

världen går upp med i storleksordningen ett par procentenheter av bnp, och det är inte oöverkomligt men det är ganska mycket. Det kan bidra till en något högre neutral ränta.

Ordföranden: Tack så mycket, John Hassler! Vi har två partier här som inte har fått ställa några frågor än, så jag tänker att vi tar dem. Det är inte säkert att vi sedan hinner med fler frågeställare.

Ida Gabrielsson (V): Tack för intressanta dragningar! Den fråga som jag hade har till viss del redan besvarats. Den handlar om arbetsmarknaden och det faktum att vi har ganska långa avtal i Sverige som ändå ger stabilitet. Men jag kanske kan formulera om frågan till att handla om hur ni ser på att räntesättningen som vi har, som antingen kan bero på tillgångspriser eller som nu utbudschocker, kan drabba löntagarna eftersom man just har fasta avtal till skillnad från företagen som i viss mån ändå kan justera lite mer flexibelt. Jag ställer frågan till vice riksbankschef Henry Ohlsson.

Arman Teimouri (L): Precis som Per Jansson var inne på har det mesta redan sagts när man kommer in så här på slutet, men jag har en liten fråga om de tillfälliga prisökningar på energi som är kopplade till Rysslands invasion av Ukraina. Hur tillfälliga anser ni att de är, och vilken betydelse har de för inflationen framåt?

Henry Ohlsson, Riksbanken: Vi kan väl börja med att säga att de prisökningar som vi har sett inte är någonting som Riksbanken kan hantera. Det är någonting som liksom har inträffat. Pandemi och krig och sådana här saker innebär att vi allihop blir lite fattigare. Det är sanningen.

Det vi kan lära oss av 70-talet när priser och löner jagade varandra hela tiden är att löntagarnas köpkraft inte steg trots att de nominella lönerna steg väldigt mycket. De reformer som genomfördes i Sverige under 90-talet har ändå inneburit att vi under ungefär 25 år har haft väldigt låga prisstegringar. Löneökningarna har inte varit jättehöga heller, men de har varit något högre än prisstegringarna. Vi har alltså sett att löntagarna egentligen kontinuerligt har fått ökad köpkraft i Sverige under kanske 25 år.

Jag tror att den viktiga uppgift som vi har på Riksbanken i dag är att genom vår penningpolitik se till att förväntningarna vad gäller kommande inflation ligger kring inflationsmålet. Det är det bästa bidraget som vi kan ge för att vi ska kunna återvända till den situation där människor får ökad köpkraft.

Det verktyg vi har är penningpolitiken, och det är styrräntan. Det är den som vi kommer att använda oss av. I det korta perspektivet kommer det innebära att människor får betala mer för sitt boende och mer för sina lån, men det finns liksom ingen annan väg. Det är så det hela verkar.

Poängen är att vi ska ha ett långsiktigt förtroende för det tvåprocentiga målet, och vi ska kunna återvända till en situation med ökad köpkraft. Men det

kommer att vara en övergångsperiod nu. De tidigare prisökningarna är det ingenting att göra åt. Räntorna kommer att gå upp och lånen kommer att bli dyrare. Det är så penningpolitiken verkar, och det är så som vi kommer att agera från Riksbanken. Det har vi också talat om i det senaste penningpolitiska beslutet, att vi ser framför oss ett antal räntehöjningar framöver. Då är det åtminstone klart för de svenska hushållen åt vilket håll vi kommer att vandra.

Per Jansson, Riksbanken: Jag har ett par kommentarer till de här frågorna. En viktig sak tycker jag är att när räntan stiger blir det ytterligare en faktor som adderar negativt för hushållen på kort sikt. Det går inte att komma ifrån.

För dem som har lån blir lånen dyrare, och det kommer redan i ett skede där priset stiger, vilket blir en påfrestning på realinkomsten för hushållen. Det allmänna läget är inte särskilt gott heller, så det är ju inte positivt för hushållen.

Men det viktiga att inse tror jag är att om vi väntar med att reagera på det här är risken att man senare måste höja räntan ännu snabbare och ännu mer. Har det då gått så långt att man dessutom har fått ett trovärdighetsproblem för inflationsmålet kan slutresultatet för hushållen bli ännu högre ränta och ännu högre inflation. Det läget är ännu sämre än att nu på kort sikt ta att räntan stiger lite grann. Lyckas vår manöver så att vi därigenom kan säkra inflationsmålet, i alla fall på lite sikt, kommer också hushållen att klara sig bättre med den politiken.

Jag tror att det var Dan Andersson som en gång i tiden sa att LO och Riksbanken är bästa vänner, och det var ett resonemang av det slaget som han hade i åtanke då.

Sedan tänker jag på de tillfälliga energiprisökningarna. De kommer inte i sig att vara en källa till varaktig inflation. Skulle det vara så behöver de här energipriserna stiga för alltid, hela tiden, och det kommer inte att hända. De kommer att plana ut och förmodligen falla tillbaka när omständigheterna har förbättrats så småningom. Men det är inte det som är huvudbekymret, utan huvudbekymret är att de här störningarna fortplantas in i pris- och lönebildningen och att man där får en mekanism som permanentar, ändrar, de här från början tillfälliga impulserna till inflationen. Det är där den här pris-lönespiralen och liknande saker kommer in, och det är det som man vill förhindra.

Även om inte energipriserna i sig kommer att stiga för alltid finns ett problem där som handlar om att förhindra att det fortplantar sig vidare in i pris- och lönebildningen.

Ordföranden: Vi hinner med tre jättkorta frågor från ledamöterna.

Ingela Nylund Watz (S): Tack för intressanta föredragningar och inlägg! Jag tänkte stanna upp lite grann vid det här med hur hushållen kommer att hantera situationen med den höjda räntan och de planerade räntehöjningarna framöver.

I bakhuvudet måste man också ha att det ju har skett en förmögenhetsomfördelning tack vare eller på grund av, beroende på hur man ser det, köpen av

företagsobligationer. Nu kanske vi hamnar i en situation där löntagarna ser risker för att köpkraften kommer att minska och de får det besvärligt med lånen på sina bostäder.

Har ni i direktionen när ni har resonerat om räntehöjningen och den framtida banan, stress testat vad ni tror om vad hushållen kommer att klara på den här resan givet det läge vi har nu?

Boriana Åberg (M): Jag har egentligen fått svar på min fråga, men jag ska fråga en sak till. Går lärdomarna från hanteringen av krisen som skapades av pandemin att applicera på kommande kriser, eller kräver varje kris sina egna åtgärder och man blir efterklok först i efterhand?

Lars Thomsson (C): Jag har en snabb fråga som vi delvis har berört. Jag ser att det är rätt uppenbart att vi kommer att få förändrade mönster vad gäller världshandeln. Om man lägger ihop effekterna av pandemi, klimatomställning och krig kommer det att bli någonting annat. Allt kan inte bli på just-in-time någon annanstans ifrån.

Vad ser ni att det här förändrade handelsmönstret kommer att leda till för penningpolitiken? Ingen vill ju gå tillbaka till 70-talsscenarioet även om vi kanske måste komma tillbaka just till leveranssäkerhet som vi hade på 70-talet.

Cecilia Skingsley, Riksbanken: Det var en kvarvarande fråga från Martin Ådahl, och Ingela Nylund Watz tog upp samma sak. Vi lämnar åt sidan hur QE fungerar i olika ekonomiska förlopp och stannar till vid vad som har hänt med de svenska bostadspriserna.

Bostadspriserna steg ju under pandemin, men boräntorna sjönk inte i någon större utsträckning – vi kanske pratar några enstaka, alltså 10, 15 eller 20 punkter. Framför allt villapriserna steg, och det var för att hushållen ändrade preferenser och eftersökte ett större boende. Vi såg det i en hel del andra länder också.

Din fråga som jag uppfattade den, Martin, var vad man ska förvänta sig för svensk bo marknad framöver och, lite spetsigt, om vi förutsätter en dramatisk utveckling där.

Svaret är: Det gör vi inte. Vi tror inte att priserna kommer att öka, men om du läser vår senaste penningpolitiska rapport ser du att vi tror att det kommer att vara en viss nedgång med ett par procent under hela prognosperioden.

Det för mig över till frågan från Ingela Nylund Watz om vi så att säga har stress testat hushållen för detta. Svaret är att när vi gör våra konjunkturprognoser tittar vi på, givet den reporänta som vi tror leder till den bästa inflationsmålsuppfyllelsen, vad det får för effekter på hushållens agerande. Sedan kalibrerar vi den prognosen för den privata konsumtionen därefter.

Min slutsats av detta är: Ja, de svenska hushållen klarar högre räntor såvida banksystemet har gjort sitt jobb med adekvata kreditprövningar. Det utesluter inte att det kommer att finnas enskilda hushåll som har tagit för stora risker,

men vi förutser inte ett större problem med hushållssektorn av de högre räntorna.

Anna Breman, Riksbanken: Då kan jag fortsätta med frågorna från Borianana och Lars.

Du frågade om lärdomar från krisen, Borianana, och självklart ska vi dra lärdomar från krisen. Jag tror att en av de stora lärdomarna från pandemin var att det var en väldigt ovanlig och annorlunda kris. I början, och det har vi nämnt i dag, handlade det framför allt om att förhindra en finanskris. Det var en hälsokris och det höll på att bli en väldigt djup ekonomisk kris, men vi var nära en finanskris. Det var därför vi agerade med de tillgångsköp som vi gjorde.

Vi sänkte inte räntan, som John påpekade, vilket inte var rätt åtgärd i det läget. Men jag tror att du var inne på något viktigt, och det är att varje kris kommer att kräva rätt typ av åtgärder och rätt typ av kombination av åtgärder. Det är det som vi har betonat, och som Cecilia också nämnde i dag, att ibland är det ränta, ibland är det obligationsköp som är rätt åtgärd och ibland är det kombinationen av de två. Vi behöver kunna anpassa oss efter olika omständigheter, och nu står vi inför en ny typ av global kris och då ska vi göra rätt åtgärder för den.

Men självklart lär vi oss av den förra krisen. Nu fick vi en kris på en kris, och då ska vi kunna hantera det med de verktyg vi har, och den verktygslåda vi har är ganska bred.

Sedan kommer vi till Lars fråga om klimatförändringar, krig och minskad globalisering. Det kommer att vara utmaningar framöver, och det kommer att vara två områden där jag tror att vi kan förvänta oss stora svängningar i priserna, och det är just energipriser, som ni har frågat mycket om, och livsmedelspriser.

Cecilia gjorde lite reklam för sitt tal, så då kan jag göra lite reklam för mitt tal i slutet av mars då jag fokuserade mycket på just frågan om hur vi mäter inflation. I underliggande inflation rensar man ju ofta bort energi- och livsmedelspriser, trots att det är det som alla hushåll alltid måste använda. Vad innebär det framöver?

Ni får gärna titta på de slutsatser jag drar där. Jag tror att vi tyvärr kan förvänta oss ganska stora svängningar, och vi behöver då kunna kommunicera hur vi ska agera med de utmaningarna. Men det kommer att bli utmaningar framöver just när det gäller de här frågorna.

Stefan Ingves, Riksbanken: Min kommentar om detta med kriser är att det alltid är en utmaning att dels hantera kriserna, naturligtvis, dels att komma ihåg dem. Man glömmer lätt, och det är inte alltid så lätt att vidmakthålla kunskapen.

En reflektion kring det här är att på 90-talet hade vi en valutakris, en statsfinansiell kris och en bankkris som vi hanterade. Den stora, globala finanskrisen hade vi inte i Sverige, men däremot hade vi en kris runt omkring oss, och då tvingades vi att hantera den.

Nu har vi gått igenom en pandemi. Flera har noterat att pandemin inte över huvud taget var en finanskris, och det var en viktig uppgift i sig att se till att pandemin inte blev en finanskris. Samtidigt vet vi inte vad det är för kriser som kan inträffa i framtiden, utan man får komma ihåg det som har varit och försöka påminna sig om vilka kombinationer som gällde då och vad som gjordes och relatera det som ska göras i framtiden till var vi är någonstans och vilka de medel eller instrument som står till buds är när man ska hantera det.

Det har varit väldigt roligt att vara här och prata om svensk penningpolitik den här förmiddagen – tack för det! Jag vill avsluta med att spinna vidare lite på det som min kollega Henry Ohlsson tog upp om att vi tenderar att vid var tid tro att det finns *en* och endast *en* sorts penningpolitik. Men om man tar ett lite längre tidsperspektiv lär man sig ganska fort att penningpolitiken alltid omformas över tid därför att vi inte lever i ett vakuum. Det som anses vara absolut rätt vid en tidpunkt kanske man till och med tycker är fel vid en annan tidpunkt.

Den handlar alltid om samma tre saker när det gäller centralbanksverksamhet.

Det handlar alltid om Riksbankens balansräkning. Ibland pratar vi om det i termer av QE, och då jobbar vi på tillgångssidan. Men så fort det händer någonting på tillgångssidan händer det också någonting på skuldsidan. På skuldsidan handlar det om pengar och penningmängden.

Sedan, oberoende om det är tillgångssida eller skuldsida, är det så att så fort det händer någonting med vår balansräkning ändras också räntan.

Det finns inga andra varianter av penningpolitik än de här tre. Välj två så får ni den tredje per automatik. Sedan ändras orden över årtiondena eller århundradena, men det är ändå alltid de här tre sakerna som kommer tillbaka i en eller annan form.

Ordföranden: Jag vill tacka för en väldigt intressant förmiddag. Jag har själv en förmåga, tror jag, att tro bättre om framtiden. Tyvärr visar ju utvecklingen just nu att det inte alltid går åt det hållet, utan det kan hända saker i vår närhet som gör att vi går åt ett helt annat håll och att vi inte går mot någon normaltids utan en ny kris på något sätt. Jag hoppas inte det, men det är ju verkligheten så att vi lever i en onödigt spännande tid.

Med detta sagt har det varit väldigt intressant. John och Christina har bidragit jättemycket till vår granskning här av Riksbanken. Stort tack till er!

Tack också till hela direktionen och till riksbankschefen och förste vice riksbankschefen framför allt för att ni har varit här i dag och så frikostigt delat med er av synpunkter och svar på frågorna!

Tack också till ledamöterna för ibland kloka frågor!

BILAGA

Bilder från den offentliga utfrågningen

Bilder visade av Stefan Ingves



Redogörelse för penningpolitiken 2021

Riksdagens finansutskott
10 maj 2022

SVERIGES RIKSBANK



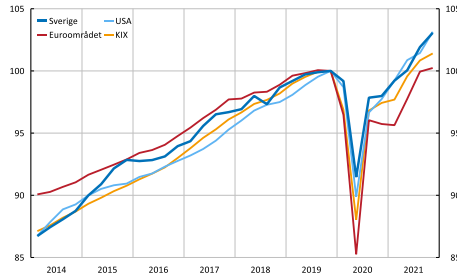
Stefan Ingves
Riksbankschef

2021 – Ett år av snabb återhämtning

- Vaccinationer mot covid-19 och lättade restriktioner
- De kraftiga BNP-fallen återhämtades världen över
- Krisåtgärderna under pandemin började avvecklas
- Snabbt stigande inflation, främst till följd av stigande energipriser, andra halvåret



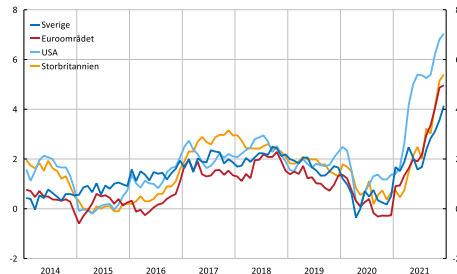
Pandemin fortsatte prägla utvecklingen men de kraftiga BNP-fallen återhämtades 2021



Anm. Index 2019 Q4=100. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden.

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

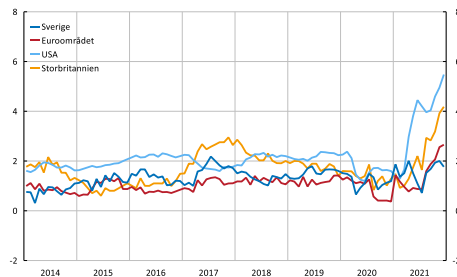
Snabbt stigande inflation i flera länder



Anm. Årlig procentuell förändring. Konsumentpriser avser KPIF för Sverige, KPI för USA och Storbritannien och HIKP för euroområdet.

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

...men bortsett från energi och mat var inflationen fortfarande låg för Sverige



Anm. Årlig procentuell förändring. Underliggande inflation avser KPIF exklusive energi och mat för Sverige, HIKP exklusive energi och mat för euroområdet, KPI exklusive energi och mat för USA och

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

Penningpolitik för att få tillbaka KPIF till målet och stödja ekonomiska återhämtningen



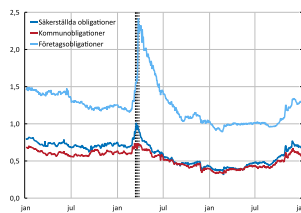
- Ovanligt stora svängningar i inflationen
- KPIF-inflationen oväntat hög i slutet av året
- Underliggande inflation fortfarande låg
- För en inflation varaktigt nära målet
 - Reporäntan kvar på noll



Värdepappersköpen begränsade pandemins effekter på svensk ekonomi

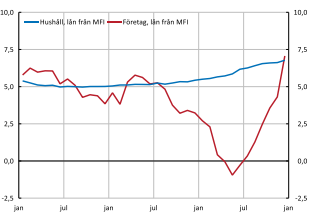


Värdepappersköp bidrog till låga räntor



Anm. Ränteskillnad mellan olika obligationslag och statsobligationer i Sverige, 5 år. Streckade linjer markerar Riksbankens beslut den 12, 16, 19 och 26 mars 2020. Procent respektive årlig procentuell förändring.

Utlåningen har hållits uppe



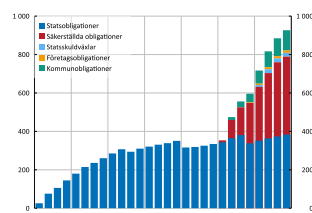
Källor: Bloomberg, Macrobond, Refinitiv, SCB och Riksbanken.

Programmet för värdepappersköp fullföljdes under året



- Krisåtgärder avslutades
- Beslut under sista penningpolitiska mötet 2021
 - Enbart återinvesteringar under 2022
 - Därefter gradvis avtrappning av obligationsinnehavet

Riksbankens värdepappersinnehav 2021



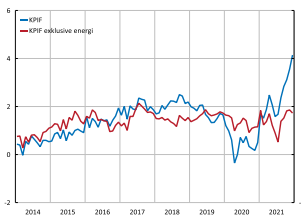
Anm. Nominellt belopp, miljarder kronor. Företagspapper avser obligationer och certifikat utgivna av icke-finansiella företag.

Källa: Riksbanken.

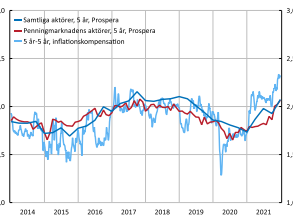
Trots stigande inflation – förväntningarna nära målet



Inflationen steg snabbt andra halvåret



Långsiktiga förväntningar nära 2 procent



Anm. Inflationkompensationen avser en 5-årig period med start om 5 år, räknad utifrån obligationsräntor (7-dagars glidande medelvärde). Både inflationkompensationen och förväntningarna från Prospera avser KPI.

Källor: Kantar Sifo Prospera, SCB och Riksbanken.

Sammanfattning

- Kraftfulla åtgärder har varit motiverade
- Inflationen drevs av energipriser och steg snabbt under slutet av året men långsiktiga förväntningar upprätthölls
- Ekonomin återhämtade sig under året
- Risker som har realiserats under 2022
 - Nya covid-19 mutationer
 - Osäkerhet kring det geopolitiska läget
 - Bredare inflationsuppgång



Stora störningar i ekonomin – acceptabel inflationsmålsuppfyllelse

Maj 2022

SVERIGES RIKSBANK

Bilder visade av Christina Nyman


Finansutskottet

Utfrågning om penningpolitiken
Christina Nyman, chefsekonom Handelsbanken

Handelsbanken

Tänkte fokusera på

- Övergripande om innehållet i rapporten
- Kort kommentar om prognoserna
- Vad jag tycker om penningpolitiken



Handelsbanken

Saknar i rapporten

Allmänt	Kommunikation	Prognoser	Penningpolitik
<ul style="list-style-type: none"> • Deskriptiv genomgång av året • Lång rapport men lättläst • Intressant fördjupning om QE 	<ul style="list-style-type: none"> • Redogörelse för Riksbanken i media • Hur direktionen kommunicerat och till vilka • Förtroendeundersökningar 	<p>Underlag för bedöma de svåraste prognosfrågorna</p>	<p>Ordentlig redogörelse för de detaljerade argumenten rörande utformning av penningpolitiken</p>

Handelsbanken

Riksbankens prognoser och måluppfyllelse

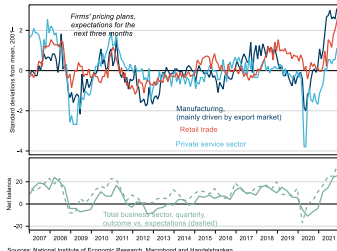
- Inte mycket att säga om prognoserna
- Men hade gärna sett mer resonemang om svårigheterna 2021
- Vilka bedömningar/antaganden som gjordes

Sammanfattningsvis kan konstateras att inflationen varierade mer än vanligt under 2021, men att penningpolitiken bidrog till goda förutsättningar för en inflation mer varaktigt nära inflationsmålet. (s11)

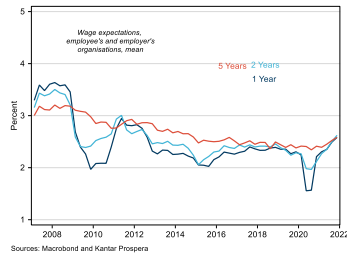
Handelsbanken

Inflationsindikatorer pekade upp men olika mycket

Sweden: Firms' pricing plans



Sweden: Wage expectations on the rise, but still low

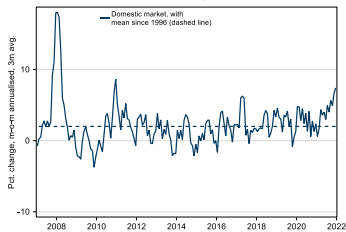


17

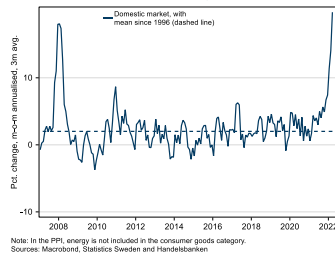
Handelsbanken

Väldigt speciell situation

Sweden: Producer price index, consumer goods



Sweden: Producer price index, consumer goods



Handelsbanken

Givet att Riksbanken under 2021 räknade med nollränta tre år framåt – hade varit bra att kommunicera hur de tänkte på QE i relation till reporäntan

Handelsbanken

Riksbankens strategi från 2017 – lik Fed, BoE mfl



Källa: Riksbankens PPR Dec 2017, Handelsbanken

** Baserat på Handelsbankens prognos på Riksbankens reporäntebana och att Riksbanken följer "Fed way"

Handelsbanken

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

November 2021

Sedan sägs inget mer....

Diagram 8. Riksbankens innehav av värdepapper och prognos för innehav
Nominellt belopp, miljarder kronor

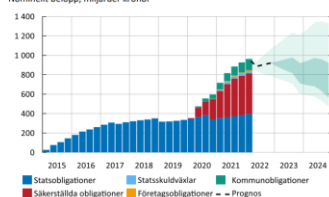
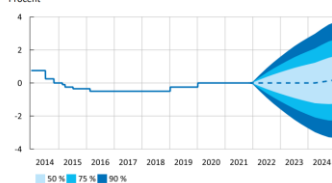


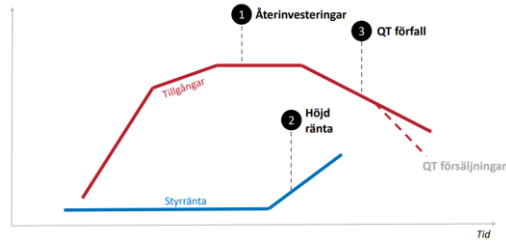
Diagram 9. Reporänta med osäkerhetsintervall
Procent



Handelsbanken

Skingsley 6 maj 2022

Vägen från "QE" till "QT"



Handelsbanken

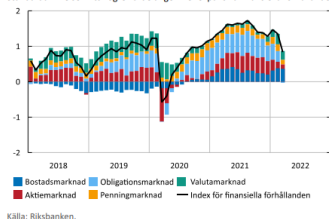
Penningpolitiska överväganden 2021

- Snabbt och resolut agerat 2020 – inte läge för finlir
- Annat läge 2021
 - Stod klart att ekonomin lärt sig hantera restriktioner och att finanspolitiken hållit uppe hushållens inkomster och motverkat konkurser
 - Inflationstrycket tilltog under året – men utbudsdrivet – så låg ränta rimligt
 - Finansiella förhållanden mycket expansiva
 - QE var en krisåtgärd, rimligt minska när akut kris över. Pandemin inte en ekonomisk kris i botten, dvs inte obalanser som tar lång tid att komma till rätta med
- Onödigt "binda" sig med ekonomisk ram redan i början av 2021

Handelsbanken

Tycker Riksbanken skulle slutat expandera balansräkningen tidigare

Diagram 15. Index för finansiella förhållanden i Sverige
Standardavvikelse. Ett högre värde anger mer expansiva finansiella förhållanden



Källa: Riksbanken.

"Senare under pandemin, när läget på de finansiella marknaderna hade stabiliserats och ränteutvecklingen inte längre i första hand drevs av riskpremier, syftade köpen mer till att på bred front hålla nere ränteläget i ekonomin och stimulera efterfrågan"

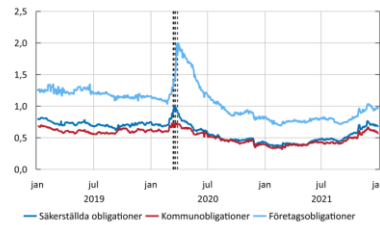
Jämför 2019 med 2021
Tveksamt om motiverat med så stora åtgärder – ingen ekonomisk kris

Styrräntan mest effektiva redskapet för inflationen...

Handelsbanken

Ränteskilnader lägre än innan pandemin under 2021

Diagram 36. Ränteskilnad mellan olika obligationsslag och statsobligationer i Sverige, 5 års löptid
Procentenheter



- Hushållensinkomster steg snabbt
- Hushållens sparande högt
- Bostadspriser steg snabbt
- Företagen ovanligt optimistiska om framtiden
- God tillgång till krediter

Handelsbanken

Vill skicka med...

- ✓ Mer kring Riksbankens kommunikation i redogörelsen
- ✓ Mer analys av de svåra prognosfrågorna
- ✓ Argumenten för QE kunde varit tydligare under 2021 – och jag tycker QE skulle trappats ner tidigare



Handelsbanken

Ansvarsbegränsning och särskilda upplysningar

Varningar för läsare
Alla placeringar innebär risker och investerares uppgift är att sätta sina beaktanden och bedöma risken för sig själva. Riksbankens prognoser är endast vägledning och inte garanterade. Riksbankens prognoser är endast vägledning och inte garanterade. Riksbankens prognoser är endast vägledning och inte garanterade.

Ansvarsbegränsning
Handelsbanken Capital Markets, som är en del av den svenska Handelsbanken AB (publ) (företaget kallat "SHE") är ansvarig för innehållet i denna rapport. SHE ansvarar inte för innehållet i denna rapport. SHE ansvarar inte för innehållet i denna rapport.

Analysen i SHE:s analysrapporter är endast för information. Informationen i SHE:s analysrapporter är endast för information. Informationen i SHE:s analysrapporter är endast för information.

Ingen del av SHE:s analysrapporter för reproduceras eller spridas till någon annan person utan SHE:s tillstånd. SHE ansvarar inte för innehållet i denna rapport. SHE ansvarar inte för innehållet i denna rapport.

Viktiga uppgifter om analys
SHE:s analysrapporter är endast för information. Informationen i SHE:s analysrapporter är endast för information. Informationen i SHE:s analysrapporter är endast för information.

SHE ansvarar inte för innehållet i denna rapport. SHE ansvarar inte för innehållet i denna rapport. SHE ansvarar inte för innehållet i denna rapport.

När banken tillhandahåller investeringsanalys för bankens eget och behåller rättigheter och förbehåller sig rätten att ändra sina analysrapporter utan förvarning. När banken tillhandahåller investeringsanalys för bankens eget och behåller rättigheter och förbehåller sig rätten att ändra sina analysrapporter utan förvarning.

Handelsbanken är ett värdepappersföretag som är registrerat i Sverige som ett värdepappersföretag. Handelsbanken är ett värdepappersföretag som är registrerat i Sverige som ett värdepappersföretag.

Handelsbanken är ett värdepappersföretag som är registrerat i Sverige som ett värdepappersföretag. Handelsbanken är ett värdepappersföretag som är registrerat i Sverige som ett värdepappersföretag.

Handelsbanken

Bilder visade av John Hassler

**Penningpolitik
i Sverige och i teorin**

Riksdagen
10/5 2022

John Hassler

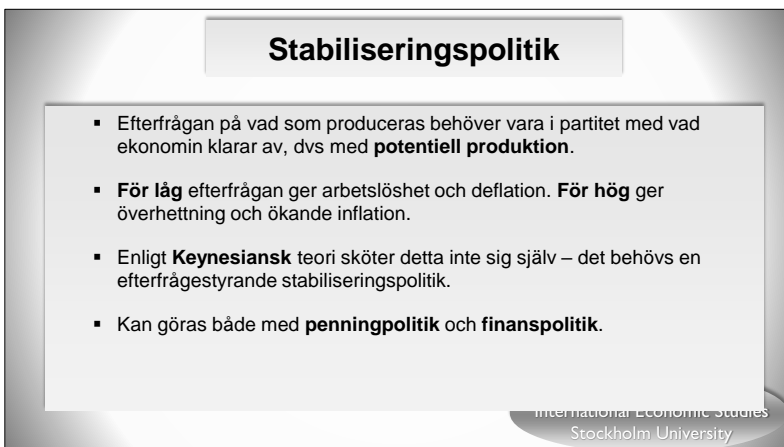
Institute for
International Economic Studies
Stockholm University



Vad kan penningpolitiken göra?

- Riksbanken och andra centralbanker har en hög grad av oberoende. Centralt att **utvärdera** dem.
- Vad **kan** penningpolitiken åstadkomma och vad **kan den** inte?
- Ekonomisk **teori** behövs för att svara på dessa frågor.

Institute for
International Economic Studies
Stockholm University



Stabiliseringspolitik

- Efterfrågan på vad som produceras behöver vara i partitet med vad ekonomin klarar av, dvs med **potentiell produktion**.
- **För låg** efterfrågan ger arbetslöshet och deflation. **För hög** ger överhettning och ökande inflation.
- Enligt **Keynesiansk** teori sköter detta inte sig själv – det behövs en efterfrågestyrande stabiliseringspolitik.
- Kan göras både med **penningpolitik** och **finanspolitik**.

International Economic Studies
Stockholm University

Normal penningpolitik

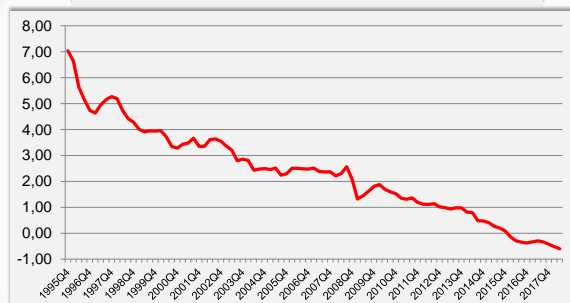
- I normala tider är **styrräntan** centralbankens verktyg.
- **Hög** (låg) ränta **minskar** (ökar) efterfrågan. Flera mekanismer: belånade hushålls kassaflöden, växelkursen, huspriser, lånemöjligheter,...
- Rätt **tajmad** penningpolitik gör att efterfrågan blir mer i paritet med vad ekonomin klarar.
- **Stabilare inflation** och på köpet blir BNP och arbetslöshet mindre variabel.
- Men vad är **hög** respektive **låg** ränta?

När är styrräntan stimulerande?

- Om styrräntan är högre än den **neutrala räntan** är den åtstramande. Om den är lägre är den stimulerande. Knut Wicksell (1898).
- Låter enkelt, men verkligheten är **komplicerad**.
- Effekterna kommer med en betydande **eftersläpning**.
- Riksbanken kan **inte styra** den neutrala räntan, styrs av utbud av sparande och efterfrågan på investeringar på världsmarknaden.
- Neutrala räntan är **inte stabil** över tiden.

International Economic Studies
Stockholm University

Estimerad neutral styrränta



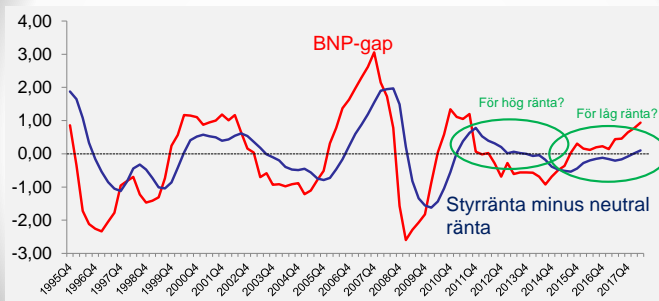
Institutions för
International Economic Studies
Inflationsförväntningar plus neutral realränta från Armelius, Solberger, Spånberg, Research Report 2018:1, Stat. inst. SU
Stockholm University

Har penningpolitiken stabiliserat?

- Den neutrala realräntan kan inte observeras i **realtid**.
- Efterfrågan såväl som potentiell produktion är **inte observerbar**.
- Svårt att **tajma** rätt, så hur har det gått?

Stockholm University

Penningpolitik och BNP-gap



Data från Armelius, Solberger, Spånberg, Research Report 2018:1, Stat. inst, SU

International Economic Studies
Stockholm University

Allmänna slutsatser

- Normal konjunkturfuktuationer, drivna av efterfrågevariationer, **kan stabiliseras** med hjälp av ändringar av styrräntan.
- Om man lyckas blir **inflationen stabil** och BNP och arbetslöshet mindre variabla.
- Penningpolitiken har i stort varit **godkänd** men inte perfekt.
- **Förtroendet** för penningvärdet högt när pandemin slog till.
- Stabiliseringspolitik med mer **diskretionär finanspolitik** hade med stor sannolikhet fungerat mycket **sämre**.

Stockholm University

Vad penningpolitiken inte kan

- Ibland sker "**utbudschocker**" – oförutsedda händelser som gör att ekonomin plötsligt inte kan producera lika mycket som tidigare.
- **Pandemin** ett exempel. Många sektorer fick eller kunde inte producera normalt – BNP föll. Nu orsakar krig och kinesiska nedstängningar **leveransproblem** för komponenter, råvaror och energi.
- Detta är inte uttryck för brist på efterfrågan. Tvärtom – allt annat lika blir **efterfrågan för stor** efter en sådan chock.
- Penningpolitiken **kan inte** neutralisera utbudschockerna. Om man med stimulanspolitik försöker riskerar man att ekonomin hamnar i **stagflation**.

Penningpolitiken under pandemin

- Penningpolitiken kan inte neutralisera utbudschock som pandemin, men är **inte irrelevant**. Två viktiga uppgifter:
 1. Upprätthåll tillgången på **likviditet**, annars kan det finansiella systemet falla. Ta över bankernas roll att skapa likviditet. Kan räcka att lova.
 2. Se till att utbudschockens inflationsimpuls inte får fäste i ekonomin. Agera innan långsiktiga **inflationsförväntningar** stiger.
- 1. **mest akut**. Hanterades **bra** i akut krisläge våren 2020. Rätt inte sänka räntan.
- Borde **snabbare** dragit ned tillgångsköpen. Inte köpt företagsobligationer. Efter akut situation ger detta **efterfrågestimulans** som inte behövdes. **Lägre riskpremier** och bostadsräntor under krisen inte rimligt.
- Nollränta till 2024 **inte trovärdigt** givet indikationer om betydande flaskhalsar och relativt hög allmän efterfrågan.

Penningpolitiska risker

- Kan Riksbanken hålla **inflationsförväntningarna** nära målet?
- **Obalanserad** stabiliseringspolitik – expansiv finanspolitik istället för utbudsreformer ger behov av kraftigt åtstramande penningpolitik som kanske ändå inte biter. USA. **Stagflation**.
- Penningpolitik **överlastad** med andra uppgifter.
 1. Låga globala räntor leder till **höga tillgångspriser** och stora skulder. Inte obalans men heller inte problemfritt. Kan inte hanteras med penningpolitik.
 2. Europa ska ställa om till **klimatneutralitet**. Penningpolitiken (grön QE) ett ineffektivt styrmedel.
- Förväntan har byggts upp att Riksbanken ska **neutralisera** framtida uppgångar i riskpremier med tillgångsköp. Marknadens aktörer fokuserar på Riksbanken istället för på verkliga risker.

2019/20:RFR1	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om den aktuella penningpolitiken den 24 september 2019
2019/20:RFR2	UTBILDNINGSPOLITIKUTSKOTTET Seminarium om livslångt lärande
2019/20:RFR3	KULTURUTSKOTTET Att redovisa resultat
2019/20:RFR4	UTBILDNINGSPOLITIKUTSKOTTET Regeringens resultatredovisning för UO15 och UO16 – utbildningsutskottets uppföljningar 2012–2018
2019/20:RFR5	FINANSUTSKOTTET Hur påverkas den finansiella stabiliteten av cyberhot, fintech och klimafförändringar? En översikt av forskning, aktörer och initiativ
2019/20:RFR6	NÄRINGSUTSKOTTET Uppföljning av beslutet att bilda Sveriges export- och investeringsråd
2019/20:RFR7	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om finansiell stabilitet den 29 januari 2020. Fintech och cyberhot – Hur påverkas den finansiella stabiliteten?
2019/20:RFR8	ARBETSMARKNADSPOLITIKUTSKOTTET, KULTURUTSKOTTET, SOCIALFÖRSÅKRINGSUTSKOTTET, SOCIALUTSKOTTET, UTBILDNINGSPOLITIKUTSKOTTET Offentlig utfrågning på temat psykisk hälsa i ett Agenda 2030-perspektiv
2019/20:RFR9	UTBILDNINGSPOLITIKUTSKOTTET Öppen utfrågning inför den forskningspolitiska propositionen
2019/20:RFR10	TRAFIKUTSKOTTET Mobilitet på landsbygder – forskningsöversikt och nulägesbeskrivning
2019/20:RFR:11	KONSTITUTIONSPOLITIKUTSKOTTET Forskarhearing om den representativa demokratins utmaningar i polariseringens tid
2019/20:RFR:12	CIVILUTSKOTTET Civilutskottets offentliga utfrågning om överskuldssättning
2019/20:RFR:13	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om den aktuella penningpolitiken 10 mars 2020

2020/21:RFR1	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om den aktuella penningpolitiken den 20 oktober 2020
2020/21:RFR2	SOCIALFÖRSÄKRINGSUTSKOTTET Uppföljning av tillämpningen av gymnasireglerna
2020/21:RFR3	NÄRINGSUTSKOTTET Sveaskogs samhällsuppdrag om markförsäljning – en uppföljning
2020/21:RFR4	NÄRINGSUTSKOTTET Artificiell intelligens – Möjligheter och utmaningar för Sverige och svenska företag
2020/21:RFR5	TRAFIKUTSKOTTET Punktlighet för persontrafik på järnväg – en uppföljning
2020/21:RFR6	SOCIALFÖRSÄKRINGSUTSKOTTET Digitalt seminarium om uppföljningen av tillämpningen av gymnasireglerna den 26 november 2020
2020/21:RFR7	MILJÖ- OCH JORDBRUKSUTSKOTTET Lantbrukets sårbarhet – en uppföljning
2020/21:RFR8	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om finansiell stabilitet – Risker i kölvattnet efter covid19-pandemin
2020/21:RFR9	SOCIALUTSKOTTET Digital offentlig utfrågning med anledning av Coronakommissionens delbetänkande om äldreomsorgen under pandemin
2020/21:RFR10	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om den aktuella penningpolitiken den 16 mars 2021
2020/21:RFR11	CIVILUTSKOTTET Uppföljning av lagen om kollektivtrafikresenärers rättigheter – hur har lagen fungerat för resenärerna?
2020/21:RFR12	TRAFIKUTSKOTTET Offentlig utfrågning om järnvägens punktlighet
2020/21:RFR13	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2020
2020/21:RFR14	MILJÖ- OCH JORDBRUKSUTSKOTTET Offentlig utfrågning om rapporten Lantbrukets sårbarhet – en uppföljning
2020/21:RFR15	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om Finanspolitiska rådets rapport Svensk finanspolitik 2021
2020/21:RFR16	SOCIALUTSKOTTET Digital offentlig utfrågning om sjukdomen ME/CFS och infektionsutlöst trötthetssyndrom
2020/21:RFR17	KONSTITUTIONSUTSKOTTET Nyheter i sociala medier – en forskningsöversikt av användning och effekter ur ett medborgarperspektiv

2021/22:RFR1	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om den aktuella penningpolitiken den 19 oktober 2021
2021/22:RFR2	SOCIALUTSKOTTET Socialutskottets offentliga utfrågning om precisionsmedicin
2021/22:RFR3	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om finansiell stabilitet – Sårbarheter och motståndskraft i ekonomin i ljuset av ökande skulder hos hushåll och kommersiella fastighetsföretag
2021/22:RFR4	FINANSUTSKOTTET Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–2020
2021/22:RFR5	FINANSUTSKOTTET Evaluation of the Riksbank’s Monetary Policy 2015–2020
2021/22:RFR6	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om den aktuella penningpolitiken den 3 mars 2022
2021/22:RFR7	ARBETSMARKNADSUTSKOTTET Uppföljning av nyanländas etablering –arbetsmarknadsstatus med särskilt fokus på kvinnorna
2021/22:RFR8	KONSTITUTIONSUTSKOTTET Uppföljning och utvärdering av tillämpningen av utskottsinitiativ
2021/22:RFR9	KULTURUTSKOTTET Uppföljning av delar av den svenska friluftslivspolitik
2021/22:RFR10	NÄRINGSUTSKOTTET Innovationskritiska metaller och mineral – en forskningsöversikt
2021/22:RFR11	SOCIALUTSKOTTET Hälso- och sjukvård för barn och unga i samhällets vård – en utvärdering
2021/22:RFR12	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om AP-fondernas placeringar av buffertkapitalet i pensionssystemet den 26 april 2022
2021/22:RFR13	FÖRSVARsutskottet Sveriges deltagande i fem internationella militära insatser – en uppföljning av konsekvenserna för den nationella försvarsförmågan
2021/22:RFR14	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om Finanspolitiska rådets rapport Svensk finanspolitik 2022