

Finansutskottets betänkande 2021/22:FiU24

Utvärdering av penningpolitiken perioden 2019–2021 samt den senaste externa utvärderingen av penningpolitiken

Sammanfattning

Utskottet redovisar sin årligt återkommande utvärdering av penningpolitiken och föreslår att riksdagen godkänner det som utskottet anför om penningpolitiken under perioden 2019–2021. Utvärderingen är koncentrerad till utvecklingen under 2021.

Utskottet konstaterar att pandemin påverkade den svenska och globala ekonomin även under 2021. Trots den fortsatta smittspridningen tilltog den ekonomiska återhämtningen och Sveriges BNP låg i slutet av 2021 på en högre nivå än före pandemin.

Riksbanken fortsatte att köpa tillgångar under 2021, vilket i kombination med andra ekonomisk-politiska åtgärder bidrog till den starka ekonomiska återhämtningen. Sedan pandemins utbrott har Riksbanken köpt tillgångar för omkring 650 miljarder kronor, framför allt s.k. säkerställda obligationer med bostäder som säkerhet. Enligt utskottet behövs ytterligare djuplodande utvärderingar och studier över tillgångsköpsens effektivitet och sidoeffekter.

Utskottet konstaterar också att priserna steg kraftigt under andra halvåret 2021, på grund av stigande energipriser och flaskhalsar i produktionen i spåren av pandemin. I slutet av året låg inflationstakten på strax över 4 procent, den högsta nivå som noterats sedan slutet av 1993. Utskottet noterar att inflationen fortsatte att stiga i början av 2022 till följd av bl.a. fortsatt ökade energipriser och andra effekter av Rysslands invasion av Ukraina.

I betänkandet behandlar utskottet även den oberoende utvärderingen av Riksbankens penningpolitik 2015–2020 som Karnit Flug, tidigare chef för Israels centralbank, och Patrick Honohan, tidigare chef för Irlands centralbank, gjort på uppdrag av finansutskottet. I samband med det behandlar utskottet

också de remissvar som inkommit till utskottet med anledning av utvärderingen.

Innehållsförteckning

Utskottets förslag till riksdagsbeslut	4
Redogörelse för ärendet	5
Utskottets överväganden.....	8
Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2019–2021	8
Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–2020.....	31
<i>Bilaga</i>	
Uppteckningar från den öppna utfrågningen om Riksbankens redogörelse för penningpolitiken 2021 den 10 maj 2022	53
<i>Tabeller</i>	
Tabell 1 Inflationen 2019–2021	17
Tabell 2 Produktion och sysselsättning 2019–2021	18
<i>Diagram</i>	
Diagram 1 Antal intensivvårdade patienter för covid-19	9
Diagram 2 BNP i Sverige och omvärlden	9
Diagram 3 Arbetsmarknadens utveckling	10
Diagram 4 Inflationen i olika länder och regioner	11
Diagram 5 Centralbankers balansomslutning	12
Diagram 6 Riksbankens köp av värdepapper under 2021	12
Diagram 7 Reporäntan och prognoserna över reporäntan 2021	13
Diagram 8 Inflationen mätt enligt KPIF och variationsband	16
Diagram 9 Inflationsförväntningarna i den svenska ekonomin på fem års sikt.....	17
Diagram 10 Olika mått på resursutnyttjandet	19
Diagram 11 Kronans utveckling och prognoser.....	19

Utskottets förslag till riksdagsbeslut

Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2019–2021

Riksdagen godkänner det som utskottet anför om penningpolitiken för perioden 2019–2021.

Stockholm den 9 juni 2022

På finansutskottets vägnar

Åsa Westlund

Följande ledamöter har deltagit i beslutet: Åsa Westlund (S), Elisabeth Svantesson (M), Gunilla Carlsson (S), Edward Riedl (M), Adnan Dibrani (S), Martin Ådahl (C), Ali Esbati (V), Jan Ericson (M), Dennis Dioukarev (SD), Jakob Forssmed (KD), Björn Wiechel (S), Mats Persson (L), Charlotte Quensel (SD), Janine Alm Ericson (MP), Sofia Westergren (M), Eva Lindh (S) och David Perez (SD).

Redogörelse för ärendet

Finansutskottets granskning av Riksbankens penningpolitik

Sedan 1999, då Riksbanken fick en självständig ställning i förhållande till riksdagen och regeringen, har finansutskottet genomfört årliga utvärderingar av penningpolitiken. Sedan 2007 redovisas utvärderingarna i ett separat betänkande.

Andra viktiga delar i utskottets granskning av penningpolitiken är utskottets öppna utfrågningar med riksbankschefen och en av de fem vice riksbankscheferna. Sedan 2017 hålls två öppna utfrågningar per år om den aktuella penningpolitiken, en på våren och en på hösten. Dessutom hålls under våren en öppen utfrågning om Riksbankens årliga rapport Redogörelse för penningpolitiken. Protokollen från utfrågningarna publiceras i Rapporter från riksdagen (RFR).

Sedan mitten av 00-talet genomför utskottet även externa och oberoende utvärderingar av penningpolitiken, ungefär vart femte år. Hittills har fyra externa utvärderingar genomförts. Den första genomfördes av Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin (2006/07:RFR1), den andra av Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet (2010/11:RFR5), den tredje av Marvin Goodfriend och Mervyn King (2015/16:RFR6), och den senaste av Karnit Flug och Patrick Honohan (2021/22:RFR4). Flugs och Honohans utvärdering avser perioden 2015–2020 och överlämnades till utskottet den 31 mars 2022.

Utvärdering av perioden 2019–2021

Den årliga utvärderingen omfattar i år perioden 2019–2021. Utvärderingen fokuserar på utvecklingen 2021 och bygger bl.a. på Riksbankens rapporter Redogörelse för penningpolitiken 2021 och Utvärdering av Riksbankens prognoser (Riksbanksstudier, nr 1 2022) samt på externa bedömningar av den svenska penningpolitiken under den aktuella perioden. Utskottets bedömningar av utvecklingen 2019 och 2020 finns i tidigare utvärderingar (2019/20:FiU24 och 2020/21:FiU24). Den 10 maj 2022 höll utskottet en öppen utfrågning om Riksbankens redogörelse med riksbanksdirektionen och två opponenter. Utfrågningen sammanfattas i betänkandet, och protokollet från utfrågningen finns i bilaga 1 och i 2021/22:RFR15.

Externa utvärderingen av perioden 2015–2020

Utvärderarna Karnit Flug och Patrick Honohan överlämnade sin utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–2020 till utskottet i slutet av mars 2022. Utvärderingen skickades ut på remiss till ett 40-tal remissinstanser för yttrande. Den 7 juni 2022 höll utskottet en slutna utfrågning med Flug och

Honohan. I detta betänkande behandlar utskottet utvärderingen och de remissyttranden som kommit in till utskottet med anledning av utvärderingen.

Förutsättningarna för penningpolitiken

Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen (1988:1385) att upprätthålla ett fast penningvärde. Enligt lagens förarbeten ska Riksbanken också, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken för att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning. I januari 1993 beslutade dåvarande riksbanksfullmäktige att den operativa penningpolitiken skulle bedrivas utifrån ett inflationsmål. Målet formulerades som att inflationen, mätt som årlig procentuell förändring av konsumentprisindex (KPI), ska vara 2 procent och började formellt gälla den 1 januari 1995. Från början fanns ett s.k. toleransintervall på ± 1 procentenhet runt målet, men det togs bort våren 2010.

I september 2017 beslutade direktionen att ändra den s.k. målvariabeln i målet, från KPI till KPIF (konsumentprisindex med fast ränta). Samtidigt återinfördes ett s.k. variationsband på 1–3 procent.

Riksbankens penningpolitiska strategi

I sina olika publikationer redovisar Riksbanken grundstenarna i den strategi som banken använder för att nå målen för penningpolitiken. Nedan sammanfattas strategin så som den beskrivs i Redogörelse för penningpolitiken 2021.

- Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken preciserar detta som att den årliga förändringen av KPIF ska vara 2 procent.
- Samtidigt som penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken för att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera produktionen och sysselsättningen runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas en flexibel inflationsmålspolitik. Det innebär inte att Riksbanken gör avkall på att inflationsmålet är överordnat.
- Det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen och realekonomin. Därför vägleds penningpolitiken av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Riksbanken publicerar bl.a. en bedömning av hur reporäntan kommer att utvecklas framöver. Denna s.k. räntebana är en prognos, inte ett löfte.
- Vid varje penningpolitiskt beslutstillfälle gör direktionen en bedömning av vilken bana för reporäntan och eventuellt vilka andra kompletterande åtgärder som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd.

Avvägningen handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen runt inflationsmålet och stabiliseringen av realekonomin.

- Det finns inget generellt svar på frågan hur snabbt Riksbanken siktar på att föra tillbaka inflationen till 2 procent om den avviker från målet. En snabb återgång kan i vissa lägen få effekter på produktionen och sysselsättningen som inte är önskvärda, medan en långsam återgång kan försvaga trovärdigheten för inflationsmålet. I allmänhet har strävan varit att penningpolitiken anpassas så att inflationen förväntas vara någorlunda nära målet om två år.
- För att illustrera att inflationen inte kommer att vara exakt 2 procent varje månad används ett variationsband som sträcker sig mellan 1 och 3 procent, vilket fångar cirka tre fjärdedelar av de historiska månadsutfallen av KPIF-inflationen. Riksbanken strävar hela tiden efter att inflationen ska nå 2 procent oavsett om den i utgångsläget ligger innanför eller utanför variationsbandet.
- I Riksbankens uppdrag ingår enligt riksbankslagen även att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Risker förknippade med utvecklingen på de finansiella marknaderna vägs in i räntebesluten. När det gäller att förebygga en obalanserad utveckling av tillgångspriser och skuldsättning spelar dock framför allt ett väl fungerande regelverk och en effektiv tillsyn en central roll. Penningpolitiken är enbart ett komplement.
- I vissa lägen, som under finanskrisen 2008–2009, kan reporäntan och räntebanan behöva kompletteras med andra åtgärder för att främja den finansiella stabiliteten och säkerställa att penningpolitiken får genomslag på ett effektivt sätt.
- Riksbanken strävar efter att dess kommunikation ska vara öppen, saklig, begriplig och aktuell. Det gör det lättare för ekonomins aktörer att fatta bra ekonomiska beslut. Penningpolitiken blir också lättare att utvärdera.

Utskottets överväganden

Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2019–2021

Utskottets förslag i korthet

Riksdagen godkänner det som utskottet anför om penningpolitiken för perioden 2019–2021. Coronapandemin påverkade den svenska och globala ekonomin även under 2021. Trots den fortsatta smittspridningen tilltog den ekonomiska återhämtningen och Sveriges BNP låg i slutet av 2021 på en högre nivå än före pandemin. Riksbanken fortsatte att köpa tillgångar under 2021, vilket i kombination med andra ekonomisk-politiska åtgärder bidrog till den starka ekonomiska återhämtningen. Sedan pandemins utbrott har Riksbanken köpt tillgångar för omkring 650 miljarder kronor, framför allt s.k. säkerställda obligationer med bostäder som säkerhet. Enligt utskottet behövs ytterligare djuplodande utvärderingar och studier över tillgångsköpens effektivitet och sidoeffekter.

Priserna steg kraftigt under andra halvåret 2021, på grund av stigande energipriser och flaskhalsar i produktionen i spåren av pandemin. I slutet av året låg inflationstakten på strax över 4 procent, den högsta nivå som noterats sedan slutet av 1993. Utskottet noterar att inflationen fortsatte att stiga i början av 2022 till följd av bl.a. fortsatt ökade energipriser och andra effekter av Rysslands invasion av Ukraina. I genomsnitt steg inflationen mätt enligt KPIF med 2,4 procent under 2021, vilket är något över inflationsmålet på 2 procent.

Sammanfattning av Riksbankens Redogörelse för penningpolitiken 2021

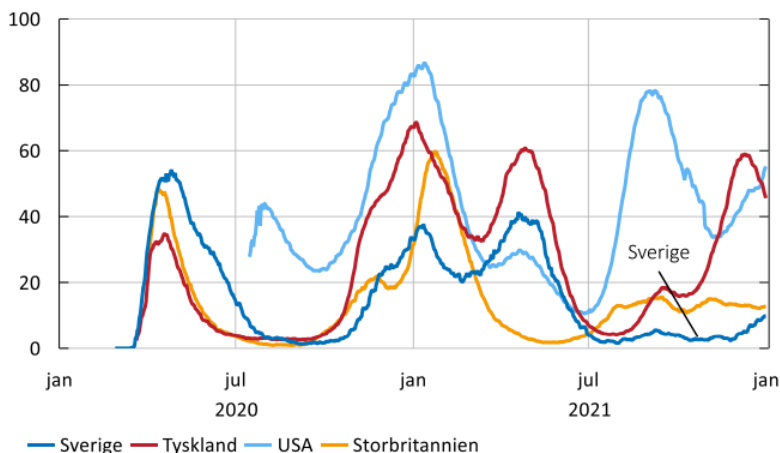
Den ekonomiska utvecklingen under 2021

Som framgår av diagram 1 präglades även 2021 av coronapandemin och smittspridningens ekonomiska effekter. I början av året var smittspridningen i Sverige och stora delar av övriga världen hög och den ekonomiska aktiviteten dämpades av olika restriktioner för att begränsa smittan och hålla nere antalet allvarligt sjuka. Vaccineringen mot covid-19 påbörjades i början av 2021 och i takt med att antalet vaccinerade ökade minskade smittspridningen och antalet allvarligt sjuka under våren och sommaren. Nya varianter av viruset ledde till att smittspridningen ökade på nytt under hösten samtidigt som nya restriktioner infördes i flera länder. När den s.k. omikronvarianten av viruset

ökade mot slutet av året återinförde svenska myndigheter nya sociala restriktioner på ungefär samma nivå som i början av året.

Diagram 1 Antal intensivvårdade patienter för covid-19

Per 1 miljon innevånare

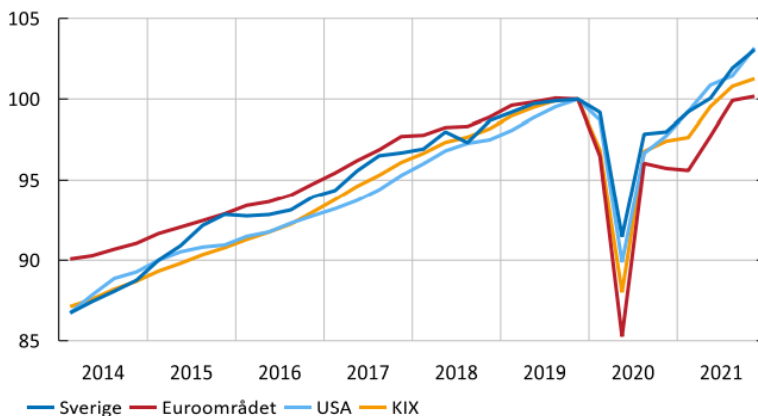


Källa: Riksbanken.

Effekterna av smittan blev dock inte lika stora som tidigare och i slutet av 2021 bedömde Folkhälsomyndigheten att omikron inte skulle orsaka en lika allvarlig sjukdom som tidigare varianter, mycket tack vare den omfattande vaccineringen av befolkningen.

Diagram 2 BNP i Sverige och omvärlden

Index, 2019 kvartal 4 = 100, säsongrensade data



Källa: Riksbanken.

Trots den pågående smittspridningen fortsatte den globala och svenska ekonomin att återhämta sig under 2021 efter den kraftiga nedgången i början av pandemin, bl.a. till följd av en omfattande expansiv finans- och penningpolitik för att stödja den ekonomiska återhämtningen. Som framgår av diagram 2 låg BNP i flera länder, däribland i Sverige, på en högre nivå i slutet

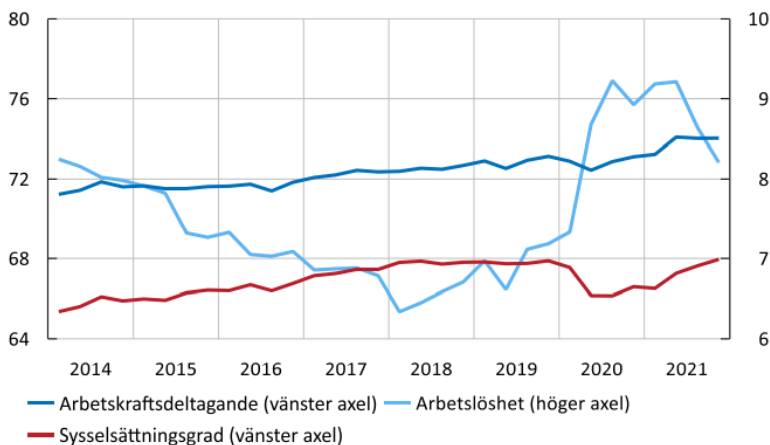
av 2021 än före pandemin. Trots återhämtningen begränsades dock uppgången i produktionen av att det uppstod brister på insatsvaror samtidigt som fraktbolag inte klarade av att anpassa sitt utbud av frakttjänster till den ganska kraftigt stigande efterfrågan. Skillnaden i återhämtning mellan olika branscher var också relativt stor.

Arbetslösheten i Sverige steg snabbt under 2020 men sjönk sedan under 2021 i takt med den stigande efterfrågan och färre sociala restriktioner. Enligt Statistiska centralbyråns (SCB) arbetskraftsundersökningar (AKU) minskade visserligen arbetslösheten under 2021, men som framgår av diagram 3 låg den fortfarande kvar på en hög nivå i slutet av året. Enligt Riksbankens redogörelse berodde den begränsade nedgången i SCB:s statistik bl.a. på ett tidsseriebrott i statistiken. Enligt Arbetsförmedlingens statistik minskade arbetslösheten mycket snabbare och låg i slutet av 2021 på en lägre nivå än före pandemin.

Efter en nedgång i inflationen både i Sverige och i omvärlden under 2020 steg inflationen snabbt under 2021. Av diagram 4 framgår att inflationen steg mycket kraftigt i framför allt USA, men också i euroområdet och i Storbritannien, medan uppgången i den svenska inflationen var lite mer begränsad, åtminstone under första halvåret 2021. Den stigande inflationen berodde till stor del på starkt stigande priser på framför allt energi, men också på livsmedel.

Diagram 3 Arbetsmarknadens utveckling

Procent av befolkningen respektive arbetskraften 15–74 år

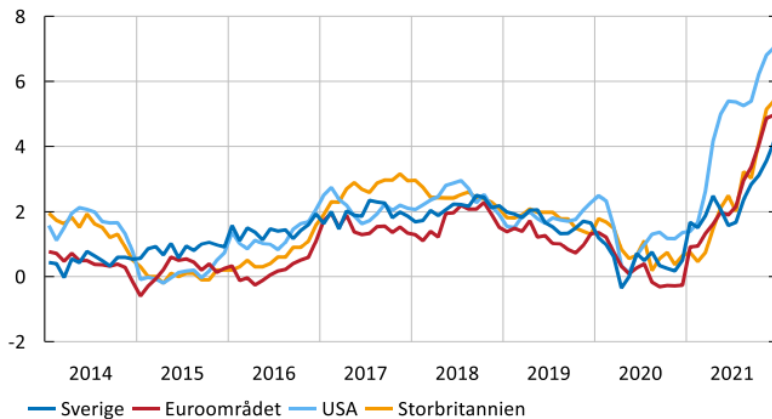


Källa: Riksbanken och Statistiska centralbyrån.

I USA och Storbritannien ökade priserna påtagligt även på andra varor och i vissa tjänstebanscher som varit stängda under pandemin.

Diagram 4 Inflationen i olika länder och regioner

Årlig procentuell förändring



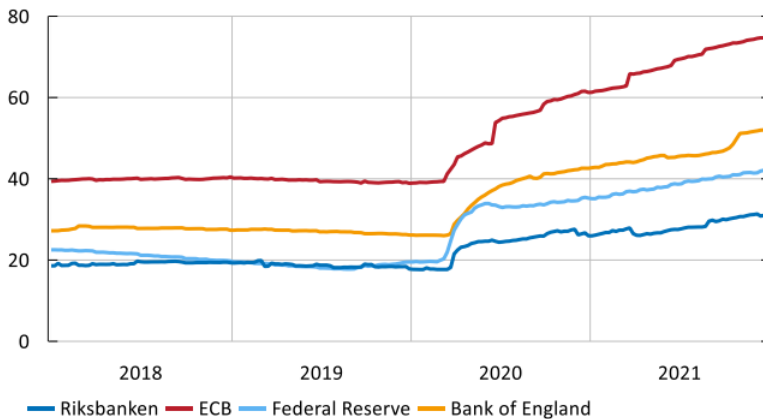
Källa: Riksbanken.

Penningpolitiken under 2021

I likhet med andra centralbanker vidtog Riksbanken omfattande åtgärder under 2020 för att säkerställa kreditgivningen i den svenska ekonomin, dvs. förhindra en allvarlig kredit- och likviditetsåstramning, och för att hålla nere räntorna för hushåll och företag. Förutom direkta åtgärder för att stödja bankernas kreditgivning var centralbankernas åtgärder koncentrerade till köp av olika typer av tillgångar, vilket, som framgår av diagram 5, ledde till att omslutningen av centralbankernas balansräkningar ökade kraftigt. Av diagrammet framgår också att centralbankernas, inklusive Riksbankens, tillgångsköp fortsatte att öka under 2021 för att bl.a. stödja den tilltagande ekonomiska återhämtningen. Omslutningen av Riksbankens balansräkning ökade från knappt 20 procent av BNP i början av 2020 till drygt 30 procent av BNP i slutet av 2021, medan Europeiska centralbankens balansräkning ökade från ca 40 procent av BNP till nästan 80 procent av BNP under samma period.

Diagram 5 Centralbankers balansomslutning

Procent av BNP

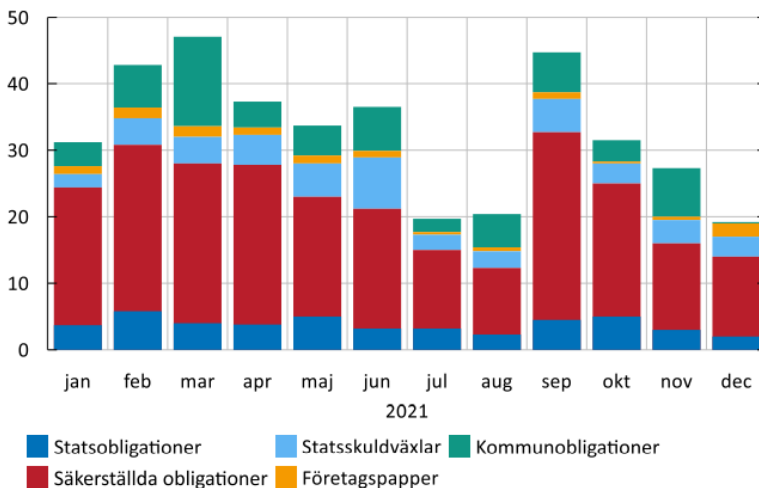


Källa: Riksbanken.

Av diagram 6 framgår att Riksbanken köpte värdepapper för ytterligare drygt 330 miljarder kronor under 2021, och att köpen var störst under första halvåret.

Diagram 6 Riksbankens köp av värdepapper under 2021

Miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

I slutet av 2020 drabbades flera länder, inklusive Sverige, av en andra våg av hög smittspridning, och många sociala restriktioner skärptes. Den ekonomiska effekten blev dock lika stor som under våren 2020.

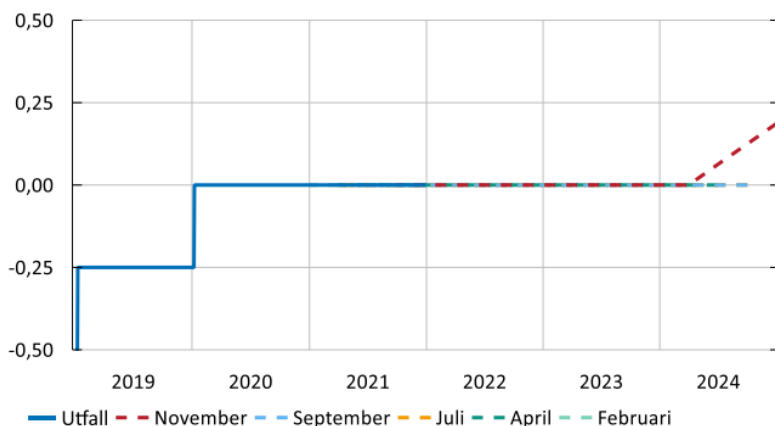
Vid årets första **penningpolitiska möte i februari 2021** bedömde Riksbanken att den svenska ekonomin varit mer motståndskraftig under den andra vågen av smittspridning till följd av de omfattande ekonomisk-politiska åtgärder som vidtagits. Direktionen konstaterade dock att pandemin inte var över och att utvecklingen framöver var ytterst osäker. Riksbanken räknade

med att den tudelning mellan utvecklingen i tjänste- respektive industrisektorn som noterats under det senaste året skulle bestå en längre tid men att resursutnyttjandet i ekonomin skulle bli mer normalt under 2022. BNP bedömdes stiga med i genomsnitt 3 procent per år under de närmaste åren.

Inflationen förväntades i likhet med 2020 variera en hel del under 2021 på grund av bl.a. fluktuerande energipriser och svårigheter med att mäta prisutvecklingen till följd av ändrade konsumtionsmönster i spåret av pandemin. För att stödja återhämtningen och få inflationen att stiga mot inflationsmålet bedömde direktionen att penningpolitiken behövde vara expansiv under en lång tid. En enig direktion beslutade därför att lämna reporäntan oförändrad. Direktionen beslutade också att under 2021 utnyttja hela den tidigare beslutade ramen för köp av värdepapper på 700 miljarder kronor för att sedan hålla det totala värdepappersinnehavet oförändrat under 2022. Reporäntan bedömdes ligga kvar på 0 procent under hela prognosperioden.

Diagram 7 Reporäntan och prognoserna över reporäntan 2021

Procent



Källa: Riksbanken.

Återhämtningen i den globala ekonomin fortsatte under våren 2021 till följd av omfattande finans- och penningpolitiska åtgärder och i takt med att allt fler människor vaccinerade sig mot covid-19. Vid det penningpolitiska mötet i april bedömde Riksbanken att återhämtningen skulle gå snabbare än vad man tidigare räknat med och att den ekonomiska aktiviteten skulle närma sig normala nivåer mot slutet av 2021. Riksbanken konstaterade dock att kostnadstrycket i ekonomin fortfarande var lågt och att det krävdes en fortsatt expansiv penningpolitik för att inflationen skulle närma sig och stabilisera sig nära inflationsmålet. Enligt direktionen var risken stor för att det skulle kunna bli stora kast i inflationen under det närmaste året på grund av osäkerheten om pandemins utveckling och de varierande energipriserna. En enig direktion beslutade att lämna reporäntan oförändrad på 0 procent och att ramen för värdepappersköp skulle utnyttjas under 2021. För att undvika risken för en oönskad åtstramning av de finansiella förhållandena i den svenska ekonomin

pekade flera ledamöter i direktionen på vikten av att hela ramen för värdepappersköp utnyttjades under 2021 och att innehavet hölls oförändrat under 2022.

Utfall och indikatorer visade att den svenska och globala ekonomin utvecklades starkt under våren och tidiga sommaren 2021. Återhämtningen gick snabbare än vad som tidigare förväntats och Riksbanken skrev vid sitt **penningpolitiska möte i juli** upp sina prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Resursutnyttjandet var dock fortfarande betydligt lägre än normalt i de branscher som drabbats mest av pandemin, vilket också påverkade läget på arbetsmarknaden. Riksbanken räknade dock med att även de hårdast drabbade branscherna skulle ha återhämtat sig mot slutet av 2021 i takt med att de sociala restriktionerna för att förhindra smittspridningen mildrades eller togs bort.

Riksbanken konstaterade att inflationen fortsatte att variera kraftigt till följd av stora svängningar i energipriserna och ovanligt stora förändringar av vikterna i KPI på grund av nya konsumtionsmönster under pandemin. Kostnadstrycket i ekonomin bedömdes dock som måttligt och banken räknade med att det skulle dröja till 2022 innan inflationen skulle stiga mer varaktigt som en följd av det högre resursutnyttjandet. Samtidigt fortsatt priserna på insats- och råvaror att stiga, men Riksbanken bedömde att prisuppgången på frakt, råvaror och insatsvaror successivt skulle klinga av och att genomslaget på konsumentpriserna av t.ex. rörelser i råvarupriser inte brukade vara särskilt stort eller långvarigt. Däremot räknade banken med att kronan, som stärktes under större delen av 2020, skulle dämpa inflationen något under 2021. Direktionen bedömde att det skulle dröja ett tag innan inflationen mer varaktigt skulle ligga nära inflationsmålet. Även om den ekonomiska återhämtningen gått snabbare än förväntat var osäkerheten stor och nya varianter av covid-19 skulle kunna orsaka bakslag. En enig direktion beslutade att hålla reporäntan oförändrad på 0 procent och prognosen om att reporäntan skulle ligga kvar på 0 till tredje kvartalet 2024.

Under sommaren och hösten ökade antalet vaccinerade mot covid-19. I många länder lättade man ytterligare på de sociala restriktionerna, även om utvecklingen skiljde sig åt mellan länder. Utfall och indikationer visade att återhämtningen i den svenska ekonomin var fortsatt stark och prognoserna för den ekonomiska utvecklingen reviderades upp. Vid det **penningpolitiska mötet i september** skrevs inflationsprognosen upp relativt kraftigt till följd av framför allt stigande energipriser. Prognosen indikerade att inflationen skulle bli högre än inflationsmålet under det närmaste året. Man bedömde dock att den underliggande inflationen skulle utvecklas svagare och att det skulle dröja ytterligare ett par år innan inflationen mätt enligt KPIF mer varaktigt skulle ligga nära 2 procent. Riksbanken räknade också med att tillväxten i den svenska ekonomin skulle ta ytterligare fart under hösten och att sysselsättningen skulle fortsätta att stiga snabbt och arbetslösheten sjunka under andra halvåret 2021.

Trots den högre inflationen och en snabb återhämtning bedömde direktionen att det fanns skäl att fortsätta med en expansiv penningpolitik. Högre energipriser och flaskhalsar i produktionen väntades endast ha en övergående effekt och arbetslösheten i ekonomin var fortsatt hög trots nedgången under året. Direktionen ansåg att riskerna med att minska den penningpolitiska stimulansen för tidigt var större än riskerna med att behålla stimulanserna för länge. Inflationen hade, enligt Riksbanken, legat under inflationsmålet under de senaste decennierna och om den nu under en tid skulle ligga över målet skulle det kunna bidra till att pris- och löneförväntningarna tydligare förankrades nära inflationsmålet. En enig direktion beslutade att hålla reporäntan oförändrad på 0 procent fram till tredje kvartalet 2024. Några av ledamöterna ansåg i protokollet att räntebanan skulle kunna tidigare läggas något.

Till följd av den snabba återhämtningen i ekonomin beslutade direktionen också att avsluta de särskilda låneåtgärder som infördes i början av 2020 för att hålla uppe kreditförsörjningen i ekonomin. Efterfrågan på åtgärderna hade varit låg under en tid.

Under hösten ökade smittspridningen på nytt och i flera länder återinfördes olika restriktioner för att dämpa spridningen. Riksbanken räknade dock vid det **penningpolitiska mötet i november** med att de ekonomiska effekterna skulle bli relativt små och att förutsättningarna för en fortsatt god konjunktur under de närmaste åren var goda både i Sverige och i omvärlden.

Sedan förra penningpolitiska mötet i september hade dock bilden av ett tilltagande pristryck förstärkts. Riksbanken räknade med att de utbudsproblem som uppstått under återhämtningen efter pandemin skulle bli något större och mer långvariga än vad man räknat med tidigare, vilket skulle leda till en lite högre prisökningstakt under 2022 och 2023. Uppgången bedömdes dock bli tillfällig eftersom energipriserna inte förväntades öka lika snabbt som tidigare under det kommande året. En gradvis bättre balans mellan utbud och efterfrågan förväntades också bidra till en lägre inflation framöver.

Direktionen konstaterade att inflationen mätt med KPIF skulle falla tillbaka till en ganska låg nivå under 2022 när bl.a. bidraget från energipriserna förväntades minska. För att inflationen skulle hamna nära inflationsmålet behövdes, enligt direktionen, en mer bestående uppgång i kostnadstrycket och penningpolitiken behövde därför vara fortsatt expansiv. En enig direktion beslutade att hålla reporäntan oförändrad på 0 procent och prognosen för reporäntan indikerade en första höjning under senare delen av 2024. Prognosen för Riksbankens innehav av värdepapper visade att innehavet skulle vara i stort sett oförändrat under 2022 för att därefter gradvis minska. Några av direktionsledamöterna ansåg i protokollet från det penningpolitiska mötet att det skulle kunna bli aktuellt att trappa ned innehavet av värdepapper under 2022.

Nådde Riksbanken sina mål under 2021?

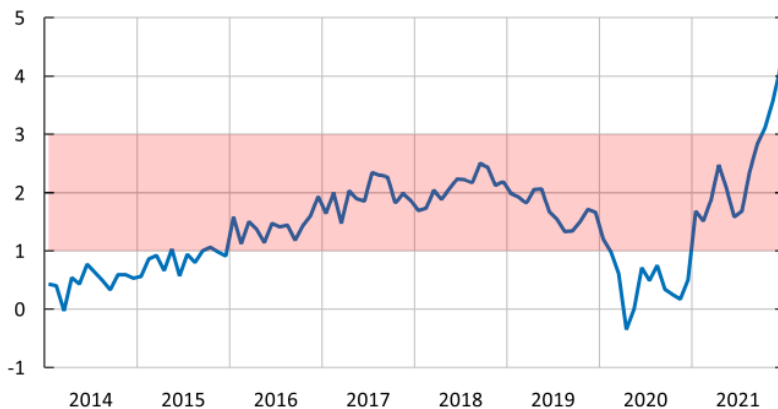
Riksbankens mål är sedan september 2017 att inflationen mätt enligt konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) ska vara 2 procent. Runt målet finns ett variationsband på 1–3 procent. Penningpolitiken ska också stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken, dvs. att nå en hållbar tillväxt och en hög sysselsättning.

Inflationsmålet

Efter att ha legat långt under inflationsmålet under en lång period steg inflationstakten mätt enligt KPIF till en nivå på eller nära inflationsmålet under perioden 2017–2019, främst på grund av stigande energipriser. Under 2020 föll inflationstakten kraftigt till följd av sjunkande energipriser och låg efterfrågan i spåret av coronapandemin. Som lägst låg KPI-inflationen på –0,4 procent i april 2020 men steg sedan något under resten av året till ett genomsnitt på 0,5 procent under 2020. Av diagram 8 framgår att inflationen steg snabbt under framför allt andra halvåret 2021, till en nivå i slutet av året på drygt 4 procent. Uppgången berodde till stor del på kraftigt stigande energipriser. Priset på el steg snabbt under hösten 2021 till följd av ovanligt lite blåst, kallt väder, underskott i vattenmagasinen, ökad efterfrågan på el och höjt pris på utsläppsrätter. Elpriserna i södra Sverige påverkades också av prisuppgångar på den europeiska marknaden. Även priset på olja ökade snabbt under 2021 i takt med att den globala efterfrågan steg samtidigt som lagren av olja var relativt små.

Diagram 8 Inflationen mätt enligt KPIF och variationsband

Årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken och Statistiska centralbyrån.

Som framgår av tabell 1 steg inflationen mätt enligt KPIF med i genomsnitt 2,4 procent under 2021, vilket är över inflationsmålet men inom toleransintervallet. Sett över hela utvärderingsperioden 2019–2021 steg KPIF-inflationen med i genomsnitt 1,5 procent per år, vilket är under inflationsmålet men även det inom toleransintervallet. Riksbanken anser i Redogörelsen för penningpolitiken 2021 att måluppfyllelsen under 2021 får anses vara

acceptabel givet de extraordinära störningar som både den svenska ekonomin och världsekonomin genomgått under pandemin.

Tabell 1 Inflationen 2019–2021

Procent

	KPIF	KPIF exkl. energi	Underliggande inflation ¹
2019	1,7	1,6	1,8
2020	0,5	1,3	1,4
2021	2,4	1,4	1,8
Genomsnitt	1,5	1,4	1,7

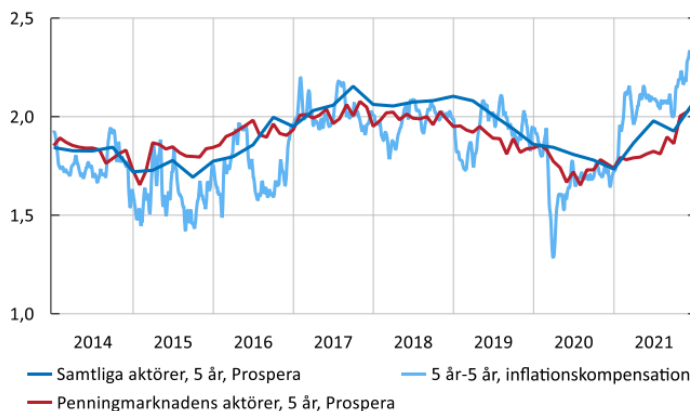
¹ Medianen av sju olika mått på underliggande inflation.

Källa: Riksbanken.

Om man räknar bort energiprisernas effekter på inflationen, KPIF exklusive energi, steg priserna med i genomsnitt 1,4 procent under 2021, vilket är under inflationsmålet men inom variationsbandet. Sett över hela utvärderingsperioden steg inflationen rensat för energiprisutveckling med i genomsnitt 1,4 procent, dvs. under målet men inom toleransintervallet.

Diagram 9 Inflationsförväntningarna i den svenska ekonomin på fem års sikt

Procent



Källa: Riksbanken.

Målet för penningpolitiken är att stabilisera inflationen kring inflationsmålet. För att det ska vara möjligt är det viktigt att aktörerna i ekonomin har förtroende för att Riksbanken med hjälp av penningpolitiken återför inflationen till målet. Om de långsiktiga inflationsförväntningarna bland ekonomins olika aktörer ligger nära målet är det ett tecken på att de har förtroende för utformningen av penningpolitiken. Som framgår av diagram 9 sjönk de långsiktiga inflationsförväntningarna i början av pandemin till följd av den växande osäkerheten om konjunktur- och inflationsutvecklingen. Förväntningarna steg dock återigen under andra halvåret 2020 och fortsatte att stiga under 2021 i takt med att ekonomin återhämtade sig och inflationen

började stiga snabbt. Förväntningarna låg i slutet av 2021 strax över inflationsmålet.

Den realekonomiska utvecklingen

Som framgår av tabell 2 steg Sveriges BNP med nästan 5 procent 2021 efter den kraftiga nedgången under 2020. Trots en fortsatt smittspridning och olika typer av restriktioner för att minska smittspridningen återhämtade sig ekonomin relativt snabbt under 2021, bl.a. på grund av fortsatta kraftfulla finans- och penningpolitiska stimulansåtgärder och en snabbt ökande vaccinering av befolkningen. I slutet av året var svensk BNP högre än före pandemin.

Tabell 2 Produktion och sysselsättning 2019–2021

Procent

	BNP	Sysselsatta ¹	Arbetade timmar	Arbetslöshet ¹
2019	1,3	0,7	0,1	6,8
2020	-2,9	-1,4	-3,8	8,5
2021	4,8	1,1	2,3	8,8

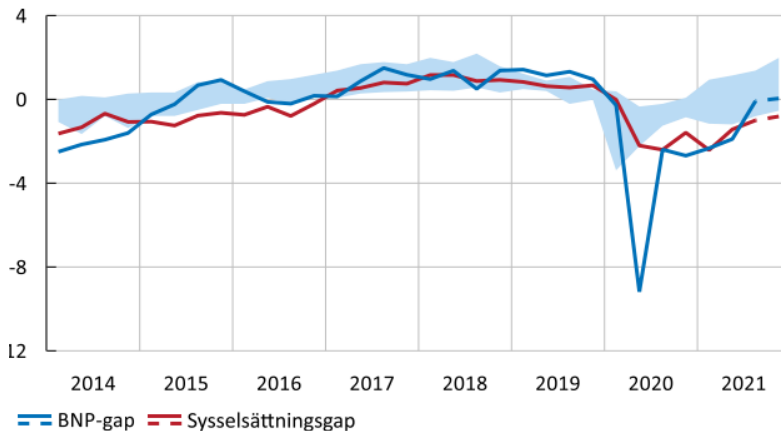
¹ I åldersgruppen 15–74 år.
Källa: Riksbanken.

Den snabba uppgången i ekonomin ledde också till stigande sysselsättning och sjunkande arbetslöshet, även om skillnaden var stor mellan olika branscher. Enligt Statistiska centralbyråns (SCB) arbetskraftsundersökningar (AKU) minskade visserligen arbetslösheten under 2021, men den låg fortfarande kvar på en hög nivå mot slutet av året (se diagram 3). Den begränsade nedgången i arbetslösheten i SCB:s statistik berodde bl.a. på ett tidseriebrott i statistiken. Enligt Arbetsförmedlingens statistik minskade arbetslösheten mycket snabbare och låg i slutet av 2021 på en lägre nivå än före pandemin.

Aktivitetsnivån i den svenska ekonomin kan sammanfattas med olika mått på resursutnyttjandet. Utnyttjandet kan inte mätas exakt, utan Riksbanken gör en bedömning av nivån utifrån olika indikatorer. Av diagram 10 framgår att resursutnyttjandet steg under 2021 efter en relativt kraftig nedgång under 2020. Skillnaden mellan olika indikatorer är ganska stor men Riksbankens sammanlagda bedömning är att resursutnyttjandet var ungefär normalt vid slutet av 2021.

Diagram 10 Olika mått på resursutnyttjandet

Procent respektive standardavvikelser



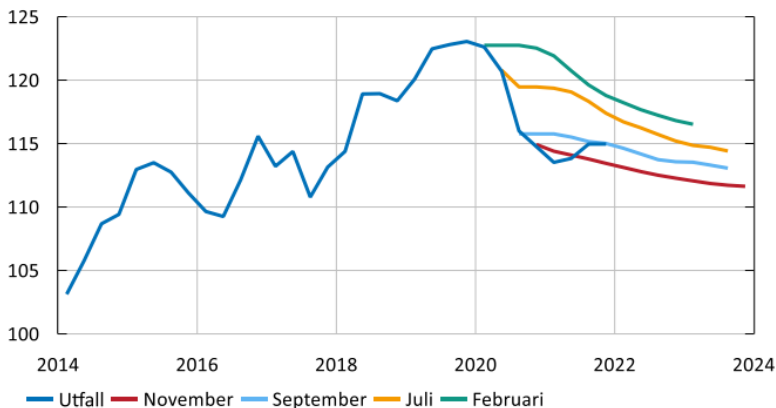
Källa: Riksbanken.

Kronans utveckling

Den svenska kronan försvagades något i början av pandemin, men stärktes sedan kraftigt under resten av 2020. Under 2021 låg kronan relativt stabil på den internationella valutamarknaden men försvagades något mot slutet av året när den stigande internationella inflationen blev alltmer tydlig.

Diagram 11 Kronans utveckling och prognoser

Index, 1992-11-18 = 100



Källa: Riksbanken.

Mätt enligt KIX (kronindex, ett viktat genomsnitt mot valutor i de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden) ökade kronans värde med ca 6 procent från slutet av februari 2020 till slutet av december 2021. Mot euron stärktes kronan med knappt 6 procent medan den steg med drygt 9 procent mot dollarn under samma period.

Externa bedömningar av penningpolitiken under utvärderingsperioden

Konjunkturinstitutet (KI)

Konjunkturläget 2019

I Konjunkturläget mars 2019 konstaterade KI att både den globala och den svenska ekonomin hade passerat konjunkturtoppen och att aktiviteten i den svenska ekonomin var på väg att avta. Både hushållens och företagens förtroende för den ekonomiska utvecklingen hade sjunkit under de senaste månaderna samtidigt som bostadsinvesteringarna hade fortsatt att minska i en snabb takt. Även om arbetsmarknaden var fortsatt stark räknade KI med att sysselsättningstillväxten skulle bromsa in under de kommande månaderna och att arbetslösheten skulle börja stiga under 2019. BNP-tillväxten förväntades sjunka från 2,3 procent 2018 till 1,5 procent 2019. KI konstaterade vidare att KPIF-inflationen legat runt 2 eller t.o.m. lite över 2 procent under stora delar av 2018, framför allt på grund av snabbt stigande energipriser. Exklusive energi var inflationen betydligt lägre. KI räknade med att den underliggande inflationen skulle stiga något under 2019 bl.a. på grund av försvagningen av kronan i början av 2019. KPIF-inflationen bedömdes dock sjunka en bra bit under 2 procent under 2019 eftersom uppgången i energipriserna förväntades avta under året. KI räknade ändå med att Riksbanken skulle höja reporäntan till 0 procent i december 2019, vilket enligt KI var något senare än vad Riksbanken räknade med i sin prognos i februari 2019.

I Konjunkturläget juni 2019 konstaterade KI att tillväxten i den svenska ekonomin bromsat in under våren. Investeringarna och hushållskonsumtionen hade fallit tillbaka medan exporten hade ökat relativt starkt till följd av den svaga kronan. Även arbetsmarknaden försvagades i början av året med lägre sysselsättningstillväxt och en något högre arbetslöshet. Enligt KI talade det mesta för att den svenska ekonomin nu befann sig i en avmattningsfas och att BNP-tillväxten skulle bli lägre under de kommande kvartalen. KI räknade dock med att de låga internationella räntorna och den svaga kronan skulle bidra till att KPIF-inflationen exklusive energi skulle ligga kring eller något under 2 procent under senare halvan av 2019 och under 2020. KPIF-inflationen bedömdes däremot hamna något lägre till följd av sjunkande energipriser. KI räknade med att Riksbanken skulle höja reporäntan till 0 procent i april 2020, vilket var senare än KI:s bedömning i mars och senare än Riksbankens bedömning i april.

I Konjunkturläget oktober 2019 konstaterade KI att den svenska ekonomin var inne i en tydlig avmattningsfas. Nedgången och osäkerheten om den globala konjunkturen dämpade den svenska exporten samtidigt som investeringarna i industrin och bostadssektorn minskade. Sysselsättningstillväxten i ekonomin minskade, och arbetslösheten steg snabbt under sommaren. KI konstaterade att KPIF-inflationen pendlat kring 2 procent under både 2018 och inledningen av 2019 som en följd av snabbt stigande energipriser och den svaga kronan. Under de senaste månaderna hade dock inflationen gått ned

markant bl.a. på grund av att energipriserna inte längre ökade lika mycket som tidigare. KI bedömde att detta tillsammans med att bl.a. effekterna av den tidigare kronförsvagningen gradvis skulle ebba ut skulle innebära att inflationen blev lägre än inflationsmålet under resten av 2019 och under 2020. KI räknade därför med att Riksbanken inte skulle höja reporäntan mot slutet av 2019 eller början av 2020 som banken tidigare aviserat utan att räntan skulle ligga kvar på $-0,25$ procent till i början av 2022.

I Konjunkturläget december 2019 konstaterade KI att den svenska ekonomin mattats av under 2019 efter flera år av högkonjunktur. Osäkerheten kring den globala konjunkturutvecklingen och det låga förtroendet för den ekonomiska utvecklingen bland både företag och hushåll talade för att avmattningen skulle fortsätta under 2020 med lägre sysselsättningstillväxt och fortsatt ökad arbetslöshet. Efter en mycket låg inflation under sommaren 2019 steg inflationen något under hösten. KI bedömde dock att KPIF-inflationen skulle ligga under inflationsmålet det kommande året. KI räknade visserligen med att Riksbanken skulle höja reporäntan till 0 procent i december 2019, men ansåg att det vore bättre att inte höja räntan på grund av den pågående avmattningen i den svenska ekonomin och de svaga inflationsutsikterna.

Konjunkturläget 2020

I Konjunkturläget april 2020 konstaterade KI att den pågående pandemin skulle komma att få mycket stora negativa effekter på den globala och svenska ekonomiska utvecklingen. KI räknade med att Sveriges BNP skulle falla med drygt 6 procent under andra kvartalet 2020 och att nedgången under helåret skulle bli mer än 3 procent. KI konstaterade också att den ekonomiska politiken hade lagts om i kraftigt expansiv riktning för att motverka den förväntade vågen av företagskonkurser och den massarbetslöshet som hotade till följd av sociala restriktioner och minskad konsumtion och produktion i spåren av pandemin. Enligt KI behövdes betydligt fler finanspolitiska och penningpolitiska åtgärder än de som beslutats och aviserats för att dämpa nedgången i den ekonomiska aktiviteten och uppgången i arbetslösheten. KI konstaterade att Riksbanken, i likhet med andra centralbanker runt om i världen, vidtagit flera åtgärder i form av bl.a. ökade köp av tillgångar och billiga lån till banker för att minska oron på finansmarknaderna och öka tillgången på krediter. Kostnads- och inflationstrycket i den svenska ekonomin, som minskat under senare delen av 2018 och under 2019, förväntades helt försvinna under 2020 till följd av bl.a. sjunkande energipriser, kraftigt minskad efterfrågan och utbudsrestriktioner på grund av pandemin. KI räknade med att inflationstakten i den svenska ekonomin skulle sjunka till 0,5 procent i genomsnitt under 2020 jämfört med 1,8 procent under 2019. KI konstaterade att Riksbanken, i linje med marknadens bedömningar, beslutat att lämna reporäntan oförändrad på 0 procent. Mot bakgrund av det låga inflationstrycket och den annalkande djupa lågkonjunkturen ansåg dock KI att det skulle vara motiverat att sänka reporäntan i närtid.

I Konjunkturläget juni 2020 räknade KI med att Sveriges BNP under andra kvartalet 2020 skulle sjunka med 10 procent. Det skulle, enligt KI, vara en betydligt mindre nedgång än vad som förväntades i euroområdet, vilket bl.a. förklarades av att de svenska myndigheternas åtgärder för att begränsa smittspridningen varit mindre omfattande än i andra länder och de ekonomisk-politiska åtgärder som vidtagits för att överbrygga det kraftiga fall i efterfrågan som följde på pandemin. Åtgärder förväntades bidra till att det offentliga sparandet skulle falla kraftigt under 2020, ned till –5,6 procent av BNP. KI räknade dock med att tillväxten och konjunkturen i Sverige och internationellt skulle återhämta sig under 2021 i takt med att smittspridningen avtog och vaccineringen mot covid-19 kom igång. KI konstaterade också att Riksbankens och övriga centralbankers stöd till kreditmarknaderna, i kombination med omfattande finanspolitiska åtgärder, bidragit till att stabilisera de finansiella marknaderna och hålla nere räntorna. Vidare konstaterade KI att den svenska KPIF-inflationen var –0,4 procent i april 2020 (den lägsta KPIF-siffran på sju år) och 0 procent i maj 2020 på grund av bl.a. sjunkande priser på el och drivmedel. KI räknade med att inflationen skulle ligga långt under Riksbankens inflationsmål under de närmaste åren till följd av pandemins effekter och den svaga internationella efterfrågan. KI räknade dock inte med att Riksbanken skulle sänka reporäntan framöver för att stödja den ekonomiska återhämtningen och få upp inflationen. KI räknade med att Riksbanken, i stället för räntesänkningar, skulle fortsätta att försöka stimulera efterfrågan genom ytterligare köp av statsobligationer och andra tillgångar. KI bedömde att reporäntan skulle ligga kvar på 0 procent till 2024.

I Konjunkturläget september 2020 konstaterade KI att Sveriges BNP föll kraftigt under andra kvartalet 2020, men att nedgången blev något mindre än vad myndigheten räknade med i Konjunkturläget i juni. KI konstaterade också att det fanns tydliga tecken på en återhämtning både i Sverige och internationellt under tredje kvartalet till följd av de omfattande finans- och penningpolitiska åtgärder, en minskad smittspridning och färre sociala restriktioner under sommarmånaderna. Återhämtningen förväntades fortsätta under fjärde kvartalet 2020 och under 2021, dock i en långsammare takt. Lågkonjunkturen bedömdes bestå under större delen av 2021, vilket skulle bidra till en fortsatt hög arbetslöshet och ett lågt inflationstryck både i den svenska och den internationella ekonomin. Enligt KI var dock osäkerheten om pandemins utveckling stor. Under sensommaren hade smittspridningen på nytt tagit fart i delar av Europa och restriktionerna för att minska spridning hade åter skärpts. Om läget fortsatte att förvärras under hösten och vintern var risken stor för att återhämtningen skulle försenas eller brytas. KI konstaterade vidare att den svenska inflationen ökade något under sommaren efter den kraftiga nedgången under våren 2020. KI bedömde att inflationen skulle vara låg under en lång tid och nå Riksbankens inflationsmål först 2024. I likhet med tidigare räknade KI med att Riksbanken skulle lämna reporäntan oförändrad på 0 procent under de närmaste åren. Eventuella behov av ytterligare penningpolitiska åtgärder för att stimulera efterfrågan skulle hanteras genom

ökade köp av tillgångar. Enligt KI:s bedömning skulle reporäntan börja stiga först mot slutet av 2024.

I Konjunkturläget december 2020 konstaterade KI att den ekonomiska återhämtningen i den svenska ekonomin under tredje kvartalet 2020 varit större än vad KI tidigare hade räknat med. BNP steg under kvartalet med närmare 5 procent. Den andra vågen av smittspridning i både Sverige och Europa under hösten och de utökade sociala restriktioner som införts innebar dock att återhämtningen skulle brytas under det fjärde kvartalet 2020. De positiva signalerna mot slutet av 2020 om att vaccinering mot covid-19 skulle kunna påbörjas i början av 2021 indikerade enligt KI att den ekonomiska återhämtningen skulle kunna ta ny fart under andra kvartalet 2021 och att arbetslösheten sakta skulle börja sjunka under 2021. Vidare konstaterade KI att inflationen föll kraftigt under 2020 på grund av minskad efterfrågan och lägre energipriser i spåret av pandemin. Inflationen mätt enligt KPIF skulle enligt KI stiga något under 2021 men det allmänna inflationstrycket skulle fortfarande förbli svagt och inflationen skulle ligga under Riksbankens inflationsmål. KI förväntade sig att Riksbanken skulle behålla reporäntan på 0 procent till slutet av 2024. Eventuella behov av ytterliga penningpolitiska stimulansåtgärder för att stödja den ekonomiska återhämtningen skulle Riksbanken hantera genom ytterligare köp av statsobligationer och andra tillgångar.

Konjunkturläget 2021

I Konjunkturläget mars 2021 konstaterade KI att den andra vågen av smittspridning och skärpta restriktioner under hösten ledde till att den ekonomiska återhämtningen både i Sverige och internationellt bröts under fjärde kvartalet 2020. Fortsatta sociala restriktioner och en tredje våg av smittspridning hade bidragit till att hålla nere tillväxten även under det första kvartalet 2021. KI förväntade sig dock att återhämtningen på nytt skulle komma igång under andra kvartalet, trots brist på komponenter och leveransproblem inom vissa delar av industrin, och att tillväxten skulle tillta under resten av året i takt med att allt fler vuxna vaccinerade sig och smittspridningen avtog. KI räknade med att Sveriges BNP skulle växa med knappt 4 procent under 2021 och att arbetslösheten skulle börja sjunka. KI räknade också med att regeringen och riksdagen skulle fortsätta att vidta omfattande åtgärder under 2021 för att stödja den ekonomiska återhämtningen. Resursutnyttjandet i den svenska ekonomin bedömdes vara tillbaka på 2019 års nivå i slutet av 2021. KI konstaterade att inflationstakten stigit i början av 2021 till följd av stigande energipriser, men räknade med att inflationen skulle falla tillbaka igen under sommaren, för att ånyo stiga under hösten på grund av bl.a. stigande internationella varupriser. Inflationen mätt enligt KPIF väntades stiga till 1,8 procent i genomsnitt under 2021, från 0,5 procent i genomsnitt under 2020. KI räknade med att Riksbanken skulle hålla reporäntan oförändrad på 0 procent under de närmaste åren, vilket låg i linje med Riksbankens egen prognos och marknadens förväntningar. KI förväntade

sig dock att Riksbanken under de närmaste åren skulle strama åt efterfrågan något genom att trappa ned sitt innehav av värdepapper.

I Konjunkturläget juni 2021 konstaterade KI att återhämtningen i den svenska ekonomin fortsatte under första kvartalet 2021 trots den ökade smittspridningen och omfattande sociala restriktioner. Den omfattande vaccineringen förväntades bidra till en kraftig minskning av smittspridningen och ett successivt öppnande av samhället. KI räknade med att tillväxten skulle ta fart ytterligare under andra och tredje kvartalet 2021 och att lågkonjunkturen i den svenska ekonomin skulle vara över mot slutet av året, trots att bristen på insatsvaror och logistikproblem höll tillbaka industriproduktionen och exporten. Uppgången i tillväxt skulle enligt KI kunna innebära att de finanspolitiska stödåtgärder som införts under pandemin skulle kunna börja fasas ut under hösten 2021. KI konstaterade att inflationstakten i Sverige och euroområdet stigit något under våren och att den stigit mycket snabbt i USA på grund av flaskhalsar inom industrin, höga energipriser och en hög efterfrågan. KI:s bedömning var att detta var tillfälliga effekter och att inflationen skulle bli lägre under 2022. Den svenska inflationen steg till över 2 procent under april och maj, vilket enligt KI till en del berodde på den låga inflationen året innan. KI räknade dock med att inflationen skulle stiga ytterligare något under hösten till en topp i november på grund av ökade produktions- och fraktkostnader. Enligt KI:s bedömning skulle den svenska inflationen stiga till nästan 2 procent i genomsnitt under 2021 för att sjunka till i genomsnitt 1,7 procent under 2022 i takt med att energiprisuppgången avtog. KI räknade därför med att Riksbanken skulle lämna reporäntan oförändrad under de närmaste åren, vilket låg i linje med Riksbankens egen bedömning och marknadens förväntningar.

I Konjunkturläget september 2021 konstaterade KI att den internationella och svenska tillväxten tagit fart igen under sommaren till följd av minskad smittspridning och färre restriktioner. Den ekonomiska aktiviteten förväntades fortsätta att öka under de närmaste kvartalen, trots att bristen på insatsvaror och logistikproblemen skulle fortsätta att begränsa delar av industriproduktionen. KI konstaterade också att inflationen i Sverige och omvärlden stigit snabbt under 2021 till följd av framför allt kraftigt stigande energipriser. KI räknade med att inflationen mätt enligt KPIF skulle fortsätta att stiga under resten av 2021 och nå en nivå på över 3 procent mot slutet av året. KI bedömde dock att energipriserna skulle utvecklas mycket svagare under 2022 och att KPIF-inflationen mot slutet av året skulle ligga betydligt lägre än Riksbankens inflationsmål på 2 procent. Enligt KI hade Riksbanken tydligt indikerat att den kunde tillåta en inflation på över 2 procent under en tid utan att det behövde leda till en omläggning av penningpolitiken. KI räknade därför med att Riksbanken skulle hålla reporäntan oförändrad till 2024 då Riksbanken förväntades inleda en försiktig höjning av räntan.

I Konjunkturläget december 2021 konstaterade KI att den snabba uppgången i smittspridningen mot slutet av året och nya sociala restriktioner skulle bryta den pågående uppgången i den svenska och internationella

ekonomin. KI räknade med att smittspridningen skulle ebba ut under våren 2022 och att den ekonomiska aktiviteten skulle börja öka igen under andra halvåret. KI konstaterade också att inflationen stigit snabbt i framför allt USA under andra halvåret 2021, men att uppgången varit hög även i Storbritannien och euroområdet. Uppgången berodde på stigande energipriser men också på flaskhalsar och utbudsproblem i spåren av pandemin. KI konstaterade att den svenska KPIF-inflationen noterades till 3,6 procent i november 2021, vilket bl.a. berodde på stigande energipriser men även på att priserna på andra varor börjat stiga. Företagens förväntningar om ytterligare prishöjningar hade också stigit, vilket enligt KI sannolikt berodde på det senaste årets störningar i olika logistikkedjor, högre fraktpriser och stigande inköspriser. KI räknade med att KPIF-inflationen skulle fortsätta att stiga under 2022 och hamna någon procentenhet över inflationsmålet men att den på nytt skulle sjunka under målet 2023 i takt med att uppgången i energipriserna och de pandemirelaterade utbudsproblemen avtog. KI bedömde att Riksbanken skulle hålla reporäntan oförändrad på 0 procent under 2022 och 2023 trots den stigande inflationen.

Internationella valutafonden (IMF)

2019 års konsultation

Konsultationen ställdes in på grund av pandemin.

2020 års konsultation (mars 2021)

IMF konstaterade att den svenska tillväxten sjönk kraftigt under 2020 till följd av effekterna av covid-19, men att nedgången varit mindre än i andra europeiska länder. Myndigheternas snabba och kraftfulla åtgärder stödde hushållen och företagen och bidrog till att förhindra en finansiell kris och att stabilisera finansmarknaderna. Arbetslösheten i Sverige steg dock snabbare än i flertalet andra länder, särskilt bland unga och utlandsfödda. IMF räknade med att den ekonomiska återhämtningen skulle ta fart under 2021. Osäkerheten var dock fortfarande stor till följd av den ökade smittspridningen under vintern och osäkerheterna kring vaccinationsprogrammen. Av den anledningen borde flertalet av myndigheternas krisåtgärder förlängas t.o.m. halvårsskiftet 2021. Enligt IMF var det viktigt att myndigheterna inte för snabbt avvecklade stödåtgärderna. En avveckling borde ske försiktigt och gradvis, i takt med att den ekonomiska återhämtningen blev mer robust. Sveriges goda statsfinanser innebar enligt IMF att det fanns utrymme för ökade finanspolitiska åtgärder som kunde främja tillväxten och minska arbetslösheten. IMF efterlyste också några justeringar av de offentliga stödåtgärderna, särskilt inom systemet för korttidsarbete för att öka flexibiliteten, stödja tillfällig sysselsättning och uppmuntra vidareutbildning och anställning. Riksbankens snabba och omfattande åtgärder i början av pandemin hade enligt IMF bidragit till att stabilisera finansmarknaderna och pressa ned räntorna. Penningpolitiken borde även framöver vara beredd att stödja återhämtningen i ekonomin, även om effekterna av åtgärderna inte skulle bli lika stora som i början av pandemin. Risken för finansiell kris och kreditåtstramning i den svenska ekonomin hade

avtagit. De ekonomisk-politiska åtgärderna framöver borde fokuseras på finanspolitiken, även om Riksbanken borde vara beredd att komplettera de finanspolitiska stimulansåtgärderna om det skulle behövas.

Organisationen för ekonomiskt samarbete och utveckling (OECD)

Sverigerapporten 2019

OECD konstaterade i Sverigerapporten 2019 att den svenska ekonomin vuxit med omkring 3 procent per år under de senaste fem åren. Uppgången hade, enligt OECD, varit bred med både stigande konsumtion och investeringsverksamhet och ökad export. Sysselsättningen hade stadigt ökat och arbetslösheten sjunkit. OECD räknade med att tillväxten skulle avta under åren framöver i takt med att det höga resursutnyttjandet i den svenska ekonomin skapade en allt större brist på arbetskraft och bostadsinvesteringarna minskade. Den globala ekonomiska osäkerheten ökade också osäkerheten kring den svenska konjunkturutvecklingen. OECD menade vidare att den mycket expansiva penningpolitiken med negativ ränta och omfattande obligationsköp bidragit till den ekonomiska uppgången och fört inflationen och inflationsförväntningarna upp mot inflationsmålet. OECD välkomnade Riksbankens räntehöjning i december och ansåg att banken borde fortsätta att höja reporäntan gradvis för att minska risken för bl.a. ökad skuldsättning och tillgångsprisbubblor. Förutsättningarna för Riksbanken att fortsätta med räntehöjningar bedömdes dock avgöras av hur andra centralbanker agerade, framför allt Europeiska centralbanken. En alltför hög ränteskillnad mot euroområdet riskerade att förstärka kronan och göra det svårare att nå inflationsmålet. Det senaste årets svaga krona var, enligt OECD, en viktig anledning till att inflationen legat nära inflationsmålet.

Sverigerapporten 2021

OECD konstaterade att pandemin slagit hårt mot den svenska ekonomin och att nedgången i BNP under 2020 låg i paritet med nedgången i de övriga nordiska länderna trots att Sveriges restriktioner för att minska smittspridningen var något mindre omfattande än i grannländerna. OECD konstaterade också att myndigheterna vidtagit omfattande finanspolitiska åtgärder för att motverka pandemins effekter, och enligt OECD var det viktigt att finanspolitiken var fortsatt expansiv för att stödja den ekonomiska återhämtningen. OECD räknade med att aktiviteten i den svenska ekonomin gradvis skulle stiga under 2021 i takt med att den pågående vaccineringen fick genomslag. Men utvecklingen var fortfarande osäker och beroende av hur väl man lyckades med vaccinationsprogrammet. En ny variant av coronaviruset kunde också fördröja återhämtningen. OECD bedömde dock att BNP skulle stiga med nära 4 procent under 2021, efter en nedgång med 3 procent under 2020. OECD konstaterade vidare att även Riksbanken hade bedrivit en mycket expansiv penningpolitik för att begränsa pandemins ekonomiska effekter samtidigt som de utökade sitt program för köp av tillgångar för att stabilisera

marknaderna och stödjade kreditgivningen. OECD räknade med att inflationen skulle stiga upp mot inflationsmålet under 2021 för att sedan sjunka tillbaka något under 2022. Enligt OECD var det viktigt att Riksbanken fortsatte att bedriva en expansiv penningpolitik så länge inflationen låg under målet. Enligt OECD var dock utrymmet för en ännu mer expansiv penningpolitik begränsat eftersom en återgång till negativ reporänta endast skulle ge begränsade effekter. Dessutom bedömde OECD att utrymmet för ytterligare köp av statsobligationer var begränsat och att mer omfattande köp av bostads- och företagsobligationer skulle kunna öka risktagandet på fastighetsmarknaden ytterligare. OECD konstaterade också att hushållens skuldsättning var hög och att bostadspriserna stigit snabbt under pandemin. OECD noterade att amorteringskraven skulle återinföras i september 2021. Om inte amorteringskraven fick effekt borde Finansinspektionen enligt OECD skärpa makrotillsynsåtgärderna ytterligare för att dämpa uppgången i fastighetspriserna.

Utskottets öppna utfrågning om Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2021

Den 10 maj 2022 höll utskottet en öppen utfrågning om Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2021. Hela Riksbankens direktion deltog plus två opponenter – Christina Nyman, chefsekonom Svenska Handelsbanken och John Hassler, professor vid institutet för internationell ekonomi (IIES) Stockholms universitet. Protokollet från utfrågningen finns publicerad i bilaga 1 och i Rapporter från riksdagen 2021/22:RFR15.

Nedan ges en kort sammanfattning av opponenternas synpunkter.

Nyman och Hassler var överens om att Riksbanken hanterat den akuta krisen i samband med coronapandemins utbrott bra. Omfattande köp av tillgångar genomfördes för att öka likviditeten i ekonomin, hålla nere räntenivån och minska risken för en allvarlig kreditåtstramning. Hassler menade också att det var rätt av Riksbanken att inte sänka reporäntan eftersom krisen till sin karaktär var utbudsdriven; det saknades inte efterfrågan i ekonomin. Både Nyman och Hassler ansåg dock att Riksbanken borde ha börjat att minska sina obligationsköp när den mest akuta fasen av pandemin var över och både den globala och svenska ekonomin återhämtade sig relativt starkt trots olika typer av sociala restriktioner. De finansiella marknaderna stabiliserade sig snabbt och det behövdes ingen ytterligare efterfrågestimulans utöver den som kom via finanspolitiska åtgärder. Redan efter ett par månader låg riskpremierna på olika marknader och räntorna, t.ex. bostadsräntorna, lägre än före pandemin. Enligt Nyman visade det sig ganska snabbt att pandemin inte var en ekonomisk kris med omfattande ekonomiska obalanser som skulle ta lång tid att rätta till och Riksbankens fortsatta köp av bostadsobligationer bidrog till stigande bostadspriser. Hassler ansåg också att Riksbanken inte borde ha köpt företagsobligationer bl.a. eftersom riskpremierna på den marknaden redan hade sjunkit under den nivå som rådde innan pandemin när Riksbanken påbörjade sina köp hösten 2020 och kreditgivningen fungerade

normalt. När det gäller Riksbankens program för tillgångsköp ansåg Nyman att det var onödigt av Riksbanken att redan i slutet av 2020 och början av 2021 låsa fast sig vid en ram för hur mycket som skulle köpas under 2021 med tanke på att det inte var en ekonomisk kris i grunden och att den globala och svenska ekonomin redan hade börjat återhämta sig. Hon saknade också en kommunikation från Riksbanken om hur avvecklingen av tillgångsköpen skulle gå till och hur avvecklingen skulle hanteras i relation till reporäntan givet att banken under 2021 räknade med att reporäntan skulle ligga oförändrad tre år framåt.

Under 2021 började inflationen stiga. Uppgången berodde enligt Hassler på omfattande flaskhalsar i produktionen, vilket bl.a. ledde till stigande energipriser och brist på vissa insatsvaror, och på en relativt hög allmän efterfrågan. Att i det läget, som Riksbanken gjorde, prognosticera en oförändrad reporänta till 2024 var enligt Hassler inte en trovärdig prognos.

Nyman ansåg att Riksbankens redogörelse för penningpolitiken 2021 var lättläst och bl.a. innehöll en intressant fördjupning om Riksbankens köp av tillgångar under pandemin. Hon saknade däremot en mer fördjupad diskussion i rapporten om Riksbankens kommunikation under pandemin, de prognosproblem som banken ställdes inför under 2021 och de avgörande motiven till utformningen av penningpolitiken.

Utskottets ställningstagande

Utskottet har utvärderat den svenska penningpolitiken under perioden 2019–2021 med fokus på 2021. Utskottet har tidigare granskat utvecklingen under 2019 och 2020 i betänkandena 2019/20:FiU24 och 2020/21:FiU24.

Återhämtning under 2021

Utskottet konstaterar att coronapandemin kraftigt påverkade den svenska och globala ekonomin även under 2021. Nya varianter av viruset spreds över världen och osäkerheten om utvecklingen var stor under större delen av året. Trots det tilltog den ekonomiska återhämtning som tog fart under andra halvåret 2020, och i slutet av 2021 låg Sveriges, och flera andra länders, BNP på en högre nivå än före pandemins utbrott, främst tack vare tillgången till vaccin, det stigande antalet vaccinerade och de omfattande ekonomisk-politiska åtgärder som vidtogs för att stödja den ekonomiska återhämtningen.

Stigande inflation

Utskottet konstaterar att den svenska inflationen, precis som under 2020, varierade under 2021. Priserna började dock stiga under framför allt andra halvåret 2021 på grund av kraftigt ökade priser på energi och flaskhalsar i produktionen i spåren av pandemin, vilket bl.a. ökade priserna på frakt och ledde till varubrister inom olika områden. I slutet av året låg inflationstakten mätt enligt KPIF på strax över 4 procent, den högsta nivå som noterats sedan

slutet av 1993. Utskottet noterar att inflationen fortsatte att stiga i början av 2022 till följd av bl.a. fortsatt stigande energipriser och andra effekter av Rysslands invasion av Ukraina.

Utskottet konstaterar att inflationen mätt enligt KPIF steg med i genomsnitt 2,4 procent under 2021, vilket är över inflationsmålet på 2 procent, men inom variationsintervallet ± 1 procent. Rensat för energiprisutveckling steg KPIF-inflationen med endast 1,4 procent, vilket är under målet men inom variationsintervallet, och endast något högre än uppgången under 2020. Under utvärderingsperioden 2019–2021 ökade KPIF med i genomsnitt 1,5 procent, vilket är under inflationsmålet men inom variationsintervallet.

Riksbanken fortsatte att köpa tillgångar

För att stödja återhämtningen och kreditgivningen i den svenska ekonomin fortsatte Riksbanken att köpa tillgångar för ytterligare ca 330 miljarder kronor under 2021. Sammantaget innebär det att Riksbanken sedan pandemins utbrott köpt tillgångar för omkring 650 miljarder kronor, framför allt s.k. säkerställda obligationer med bostäder som säkerhet. Detta är enligt utskottet en ofantlig summa, även om Riksbankens köp varit mindre än flera andra centralbankers tillgångsköp under samma period.

I förra årets utvärdering av penningpolitiken efterlyste utskottet en fördjupad utvärdering över tillgångsköpen och köpens effekter på den finansiella och reala ekonomin (bet. 2020/21:FiU24). Utskottet noterar att Riksbanken publicerade en fördjupning om coronakrisen och Riksbankens köp av värdepapper i Riksbankens Redogörelse för penningpolitiken 2021. Fördjupningen är enligt utskottet intressant ur många aspekter, och utskottet kan konstatera att Riksbankens omfattande åtgärder på många sätt har bidragit till den relativt snabba ekonomiska återhämtningen under pandemin.

Utskottet saknar dock fortfarande en mer omfattande analys av t.ex. bostadsobligationsköpens effekter på fastighetspriserna och den finansiella stabiliteten och tillgångsköpens effekter på inkomst- och förmögenhetsfördelningen i samhället. Utskottet kan i detta sammanhang också notera att även Karnit Flug och Patrick Honohan efterlyser fler analyser av tillgångsköpens effektivitet och sidoeffekter i den utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–2020 som Flug och Honohan genomfört på uppdrag av utskottet (2021/22:RFR4, se nedan under rubriken Utvärdering Riksbankens penningpolitiken 2015–2020).

Kritiken mot tillgångsköpen

Utskottet höll i början av maj 2022 en öppen utfrågning om Riksbankens Redogörelse för penningpolitiken 2021. Som framgår av protokollet från utfrågningen (se bilaga 1) var opponenterna kritiska till att Riksbanken fortsatte att köpa tillgångar och till och med förlängde och utökade köpprogrammet när den akuta fasen av pandemin var över, den globala och svenska ekonomin återhämtat sig, de finansiella marknaderna stabiliserat sig

och räntorna och riskpremierna på olika marknader sjunkit under den nivå rådde innan pandemins utbrott. Enligt opponenterna bidrog köpen bl.a. till fortsatt stigande bostadspriser.

Sett i efterhand kan utskottet till viss del dela opponenternas uppfattning, särskilt när det gäller de fortsatta köpen mot slutet av 2021 när den ekonomiska återhämtningen var relativt stark och inflationen steg i snabb takt. Utskottet kan i detta sammanhang också notera att direktionen sedan slutet av 2020 inte varit enigt om omfattningen av tillgångsköpen.

Enligt utskottet var det ekonomiska läget dock fortfarande mycket osäkert när Riksbanken beslutade att förlänga och utöka köpprogrammet i slutet av 2020. Smittspridningen tog ny fart i både Sverige och omvärlden och det rådde en stor osäkerhet om hur nya vågor av smittspridning skulle påverka den ekonomiska aktiviteten. Riksbanken valde i det läget att utöka och fortsätta med tillgångsköpen för att stödja återhämtningen och minska risken för en ny djup nedgång i den ekonomiska aktiviteten.

Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–2020

Utskottets bedömning

Utvärderingen av Riksbankens penningpolitik 2015–2020 är utskottets fjärde externa och oberoende utvärdering av den svenska penningpolitiken.

Utskottet delar utvärderarnas övergripande bedömning att penningpolitiken varit kraftfull under utvärderingsperioden och att den skilde sig markant från den politik som fördes under den tidigare utvärderingsperioden 2010–2015. Utvärderarnas bild av inflationsutvecklingen behöver dock nyanseras med att inflationen från 2016 och framåt till stor del berodde på stigande energipriser och inte på ett ökat underliggande inflationstryck i den svenska ekonomin.

Utskottet delar också utvärderarnas bedömning att Riksbanken agerade snabbt och beslutsamt i mars 2020 för att minska de ekonomiska och finansiella effekterna av pandemin.

Utvärderarna ifrågasätter Riksbankens höjningar av reporäntan från –0,5 procent till 0 under 2018 och 2019. Utskottet noterar att utvärderarnas bedömning av räntehöjningarna ligger i linje med den bedömning som utskottet gjorde i samband med utskottets granskning av penningpolitiken 2019.

Negativa räntor och tillgångsköp bör enligt utvärderarna fortsätta att ingå i Riksbankens penningpolitiska verktygslåda, men de bör användas med försiktighet. Utskottet instämmer i utvärderarnas bedömning att det saknas kunskap om instrumentens effektivitet och sidoeffekter. Utskottet delar därför utvärderarnas uppfattning att det behövs fördjupade utvärderingar och studier av t.ex. bostadsobligationsköpens effekter på prisutveckling och finansiell stabilitet och köpens effekter på olika marknader och på inkomst- och förmögenhetsfördelningen i samhället.

Inledning

Vid sidan av de årliga utvärderingarna av penningpolitiken genomför utskottet även externa utvärderingar av penningpolitiken, ungefär vart femte år. Hittills har tre externa utvärderingar genomförts och behandlats. Den första genomfördes av professorerna Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin och avsåg perioden 1995–2005 (2006/07:RFR1), den andra av professorerna Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet (2010/11:RFR5) för perioden 2005–2010 och den tredje för perioden 2010–2015 av professor Marvin Goodfriend och den tidigare chefen för Bank of England Mervyn King (2015/16:RFR6).

Under 2020 och början av 2021 utsåg utskottet Patrick Honohan, tidigare chef för Irlands centralbank, och Karnit Flug, tidigare chef för Israels centralbank, att genomföra en fjärde utvärdering, nu för perioden 2015–2020. Flug och Honohan påbörjade sitt arbete i mars 2021 och lämnade över sin utvärdering till utskottet i slutet av mars 2022 (2021/22:RFR4). I samband med överlämnandet beslutade utskottet att skicka utvärderingen på remiss till ett fyrtiotal remissinstanser för yttrande. Den 7 juni 2022 höll utskottet en sluten utfrågning med Flug och Honohan.

Nedan behandlar utskottet utvärderingen och remissinstansernas yttranden.

Sammanfattning av rapporten Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–2020

Utvärderarna konstaterar generellt att penningpolitiken under perioden 2015–2020 skilde sig ganska markant från den politik som fördes under den tidigare utvärderade perioden 2010–2015. Strax innan den aktuella utvärderingsperioden började ändrade Riksbanken sin tidigare mycket försiktiga hållning för att bl.a. motverka stigande bostadspriser. Styrräntan sänktes aggressivt till under 0 procent och banken började köpa tillgångar för att göra penningpolitiken ännu mer expansiv. Penningpolitiken var under perioden kraftfull, enligt utvärderarna.

Med dessa åtgärder lyckades banken nå sitt lagstadgade mål om prisstabilitet bättre än under den tidigare utvärderingsperioden. Inflationen låg inom Riksbankens toleransintervall på ± 1 procent kring målet 2 procent från 2016 och låg kvar på den nivån till början av pandemin 2020. Den övergripande ekonomiska utvecklingen var någorlunda bra under utvärderingsperioden. Den årliga tillväxten var högre än i euroområdet och arbetslösheten sjönk, dock i mindre omfattning än i euroområdet. Finansmarknaderna fungerade väl under 2015–2019 och skillnaderna i risk på olika marknader var små. Den turbulens som uppstod i början av coronapandemin blev kortvarig och lugnet återställdes snabbt.

Utvärderarna konstaterar också att meningsskiljaktigheterna i direktionen har varit mindre skarpa under utvärderingsperioden jämfört med den tidigare utvärderingsperioden. Antalet reservationer mot de penningpolitiska besluten minskade och de skiljaktigheter som fanns handlade i huvudsak om tidpunkten för förändringar snarare än penningpolitikens allmänna inriktning.

Negativa räntan

Utvärderarna konstaterar att Riksbanken inte skulle ha sänkt reporäntan under 0 procent om det inte hade varit för det exceptionellt låga ränteläget i världen, framför allt i euroområdet. Trots det dröjde det sex månader efter att Europeiska centralbanken (ECB) sänkt sin viktigaste styrränta under 0 procent innan Riksbanken under 2015 och 2016 sänkte sin reporänta till –0,5 procent.

Riksbanken höjde reporäntan tillbaka till 0 procent i början av 2019 och i början av 2020 trots att den svenska inflationen först nyligen hade nått

inflationmålet och återigen var på väg under målet. Dessutom var inflationsförväntningarna i ekonomin på väg ned och arbetslösheten på väg upp. Enligt utvärderarna kan höjningarna av reporäntan 2019 och 2020 betecknas som en relativt snabb åtstramning av penningpolitiken, och Riksbankens agerande motsvarades inte av ett liknande agerande hos andra centralbanker som använt sig av negativa styrräntor under perioden. Riksbankens åtstramning kan inte förklaras som en nödvändig respons på stigande inflation eller ekonomisk uppgång, utan en rimligare tolkning är, enligt utvärderarna, att Riksbanken ville upphöra med negativa räntor eftersom de uppfattade att den negativa räntan inte hade gett sådana resultat att det var motiverat med en fortsatt användning, givet att risken för negativa sidoeffekter kunde öka vid en långvarig användning.

Tillgångsköpen

Riksbanken köpte tillgångar i två omgångar under utvärderingsperioden. Den första omgången var från 2015 då Riksbanken köpte statsobligationer för att göra penningpolitiken mer expansiv och få upp inflationen mot inflationmålet. Omfattningen av köpen var mindre än ECB:s köpprogram under perioden och fasades successivt ut. Den andra omgången var under pandemin då köpen ökade kraftigt och antalet tillgångsslag utvidgades. Enligt utvärderarna krävdes det snabba åtgärder i samband med pandemins utbrott. Enligt utvärderarna växte också Riksbanken med uppgiften och visade god krisberedskap, beslutsamhet och kollegialitet när det gällde att snabbt ta fram penningpolitiska lösningar. Men köp av en sådan omfattning som genomfördes under pandemin väcker enligt utvärderarna viktiga frågor om effektivitet och sidoeffekter som hittills inte fått tillräcklig uppmärksamhet i de analyser som gjorts. Till exempel bestod Riksbankens köp till största delen av säkerställda obligationer med bolån som säkerhet (andra centralbanker köpte i huvudsak statsobligationer), vilket sannolikt också ökade efterfrågan inom bostadssektorn och drev upp priserna på bostäder.

Att Riksbanken under pandemin inte köpte fler statsobligationer berodde bl.a. på den begränsade likviditet som fanns kvar på den marknaden efter Riksbankens tidigare köp och på att det fanns farhågor om att en fortsatt ökning av statsobligationsköpen skulle väcka frågor om man bröt mot EU-fördragets förbud mot monetär finansiering.

Under pandemin köpte Riksbanken även företagspapper, dock i betydligt mindre omfattning, men det innebar att Riksbanken drogs in i en direktfinansiering av företag, vilket medförde nya utmaningar.

Bostadsprisernas roll i penningpolitiken

Bostadsefterfrågan och prisutvecklingen på bostäder var i fokus under den tidigare utvärderingsperioden 2010–2015. Under den aktuella utvärderingsperioden har dock denna fråga varit mindre framträdande. Bostadspriserna nådde en topp 2017 innan de började stiga igen 2020. Utvärderarna noterar att

ledamöterna i riksbanksdirektionen var oroade över vilka effekter de låga räntorna skulle kunna få på bostadspriserna och efterlyste makrotillsynsåtgärder, men däremot övervägdes inte, i alla fall inte uttryckligen, någon åtstramning av penningpolitiken för att motverka de stigande bostadspriserna. Riksbankens köp av bostadsobligationer under pandemin har i stället hållit nere bolåneräntorna, vilket ökat efterfrågan och höjt priserna inom sektorn.

Kommunikationen

Enligt utvärderarna har Riksbanken i allmänhet en utmärkt kommunikationsstrategi, men bankens framåtblickande vägledning har länge fått kritik. Till exempel har inte Riksbankens reporänteprognoiser legat i närheten av utfallen, vilket enligt utvärderarna kan förklara varför den framåtblickande vägledningen inte påverkar marknadens förväntningar så mycket som man hade kunnat förvänta sig. Detta gäller i ännu högre grad när Riksbanken i sina prognoser även signalerar om tillgångsköp. Enligt utvärderarna bör Riksbanken ompröva metoden för att tillkännage en förväntad räntebana och klargöra när den inte innebär ett åtagande, och dessutom klargöra att räntebesluten är beroende av hur de ekonomiska förhållandena utvecklar sig.

Ett tillfälle när den framåtblickande vägledningen skapade friktion under utvärderingsperioden var när Riksbanken under 2018 började signalera att reporäntan skulle höjas tillbaka till 0 procent. Under 2019, när den första höjningen genomfördes, pekade det ekonomiska läget inte lika tydligt som tidigare på att det var rätt väg att gå. Riksbanken kände sig ändå tvungen att genomföra räntehöjningarna för att behålla sin trovärdighet. Ett annat tillfälle var under 2020 när det tog flera månader från det att Riksbanken tillkännagett att de skulle köpa företagsobligationer tills köpen påbörjades. När köpen sedan väl kom igång behövdes de inte längre, men Riksbanken kände sig tvungen att ändå genomföra köpen för att behålla sin trovärdighet. Riksbanken var låst vid sin tidigare framåtblickande vägledning.

Internationell påverkan och växelkursen

Genomförandet av svensk penningpolitik begränsas av Sveriges och marknadernas starka koppling till omvärlden. Utvärderarna tycker att det är slående hur de svenska obligationsräntorna har följt de tyska obligationsräntorna nedåt till ännu mer negativa nivåer även efter att Riksbanken höjde den negativa reporäntan tillbaka till 0 procent. Det är en bekräftelse på att förhållandena på den svenska finansmarknaden inte enbart styrs av Riksbanken. Enligt utvärderarna visar utvecklingen att den svenska kronan inte är lika såbar för kapitalinflöden som t.ex. valutorna i Danmark och Schweiz när de korta räntorna blir högre än ECB:s. Det visar att Riksbanken har ett större handlingsutrymme i fråga om sina styrräntor.

Sidoeffekter av en expansiv penningpolitik

Utvärderarna konstaterar att de senaste årens användning av en bredare uppsättning penningpolitiska verktyg för att nå inflationsmålet, som t.ex. negativa räntor och tillgångsköp, har lett till att centralbankerna kommit in på ett territorium med ökända sidoeffekter av penningpolitiken. Enligt utvärderarna är det först nyligen som Riksbanken och andra centralbanker börjat analysera nettoeffekterna av den expansiva penningpolitiken på t.ex. inkomst- och förmögenhetsfördelning och på klimatförändringar. Riksbanken behöver, enligt utvärderarna, undersöka dessa frågor mer ingående för att behålla allmänhetens förtroende för banken och penningpolitiken.

Lagstiftningen

Utvärderarna har gått igenom det förslag till ny riksbankslag som nu behandlas av riksdagen (prop. 2021/22:44). Utvärderar konstaterar bl.a. att hänsyn till den reala ekonomins utveckling i utformningen av penningpolitiken införs som ett sekundärt mandat för Riksbanken samt att preciseringen av prisstabilitet ska underställas riksdagen för godkännande. Dessa förslag visar enligt utvärderarna att riksdagen med rätta är angelägen om att vara nära involverad utan att för den skull äventyra Riksbankens nödvändiga oberoende. Om hänsyn till den realekonomiska utvecklingen hade varit ett mandat i den nuvarande lagstiftningen hade, enligt utvärderarna, återgången från den negativa räntan i början av 2019 fördröjts eftersom tillväxten då var på väg ned och arbetslösheten på väg upp.

I lagförslaget föreskrivs att också finansiell stabilitet ska vara ett sekundärt mandat för Riksbanken. Förslaget skiljer den lagstiftande befogenheten för åtgärder för finansiell stabilitet och den lagstiftande befogenheten för penningpolitik, och genom att identifiera ett begränsat antal verktyg som ska betraktas som penningpolitiska verktyg leder lagförslaget, enligt utvärderarna, till att det införs en artificiell uppdelning som sannolikt kommer att bli omöjlig att upprätthålla i praktiken. Erfarenheter från andra länder visar, enligt utvärderarna, att försök att göra en uppdelning mellan verktyg som inriktas på prisstabilitet respektive finansiell stabilitet kan leda till åtgärder som inte är optimala för något av målen.

Utvärderarnas rekommendationer

Flug och Honohan lämnar tio rekommendationer om utformningen av penningpolitiken. Rekommendationerna sammanfattas i punkterna nedan.

- **Rekommendation 1 Riksbankens penningpolitiska mandat.** Utvärderarna välkomnar förslaget till utvidgning av Riksbankens mandat i förslaget till ny riksbankslag (prop. 2021/22:41) eftersom produktion och sysselsättning därmed inkluderas formellt som ett sekundärt mål för Riksbankens verksamhet. I praktiken har banken redan vägt in realekonomin när den utformat sina penningpolitiska åtgärder, men det är

positivt med ett förtydligande eftersom det bidrar till att undanröja eventuella tvivel om betydelsen av dessa överväganden.

- **Rekommendation 2 Målet.** Övergången från KPI till KPIF har varit lyckad. Riksbankens inflationsmål bör, enligt utvärderarna, inte avvika alltför mycket från praxis för de större centralbankerna hos Sveriges ekonomiska och finansiella samarbetspartner. Enligt utvärderarna bör Riksbanken därför kontinuerligt utvärdera inflationsmålets utformning i vidare bemärkelse, framför allt om ett visst överskridande av målet bör godtas som kompensation för att målet har underskridits när styrräntans nedre gräns har nåtts. I den befintliga lagstiftningen är det Riksbankens sak att definiera prisstabilitet och välja inflationsmål. I förslaget till ny riksbankslag ska Riksbankens precisering av prisstabilitetsmålet godkännas av riksdagen. Det innebär enligt utvärderarna att Riksbankens oberoende minskas i viss mån, men samtidigt är Riksbanken, enligt utvärderarna, mer oberoende än många andra centralbanker. En viktig nackdel med förslaget är att det skulle kunna ge en risk för ”inaction bias” (tendens att inte göra något) om Riksbanken skulle vilja ändra inflationsmålet, men inte enkelt kan formulera detta på ett sätt som skulle få nödvändigt stöd i riksdagen. Denna risk kan undvikas om riksdagen fortsätter att i praktiken överlåta de tekniska aspekterna av inflationsmålets utformning till Riksbanken.
- **Rekommendation 3 Verktygslådan – räntor.** Negativa styrräntor bör fortfarande ingå i Riksbankens verktygslåda. Erfarenheterna har generellt varit positiva, med ett nästan fullständigt genomslag från den viktigaste styrräntan till utlåningsräntor och andra viktiga räntor. Under pandemin införde Riksbanken ett program för vidareutlåning till subventionerade räntor. Programmet var brett och bankernas tillgång till programmet var enbart beroende av att medlen lånades ut till företag. Omfattningen av subventionen var dock begränsad. Även om programmet var lämpligt med tanke på de omständigheter som rådde när det infördes anser utvärderarna att Riksbanken inte bör gå vidare och införa sådana snedvridningar. Subventioner för prioriterade ekonomiska sektorer bör hellre kanaliseras genom statsbudgeten.
- **Rekommendation 4 Verktygslådan – tillgångsköp.** Köp av tillgångar har visat sig vara ett värdefullt verktyg både i Sverige och övriga länder när reporäntan närmat sig sin nedre gräns. Dessa verktyg bör fortsätta att ingå i verktygslådan. Det är dock mindre önskvärt att tillgångsköpen omfattar mer än köp av statsobligationer. Köp av företagsobligationer och företagscertifikat bör endast övervägas under perioder av akuta störningar på marknaden. Köp av bostadsobligationer, som hittills utgjort den största delen av Riksbankens program för köp av tillgångar, innebär att finansieringen i högre grad gynnar bostadsfastigheter. När Riksbanken överväger ytterligare köp av säkerställda obligationer bör den noggrant överväga om denna viktiga sidoeffekt är önskvärd eller acceptabel.

- **Rekommendation 5 Att avsluta expansiva åtgärder.** Riksbanken bör i högre grad uppmärksamma scenarier där tillgångsköp och andra extraordinära åtgärder som infördes under pandemin kan dras tillbaka och den bör förtydliga sina planer ytterligare. Framför allt bör den klargöra i vilken ordning den kommer att upphöra med köp av de olika tillgångsslagen. De första stegen bör vara att begränsa och därefter avsluta inköpen av företagsobligationer. Ordningsföljden för de olika stegen när extraordinära penningpolitiska åtgärder avvecklas bör alltid planeras och kommuniceras offentligt.
- **Rekommendation 6 Växelkursen.** En kritiker menar att penningpolitiken borde inriktas på att säkerställa en stabilare växelkurs för den svenska kronan. Utvärderarna anser att Riksbanken, så länge det inte finns något beslut om att gå med i eurosamarbetet, har varit tillräckligt uppmärksam på växelkursen inom ramen för arbetet med att upprätthålla prisstabiliteten. Riksbankens agerande har varit tillräckligt för att undvika kraftiga förändringar i kronans externa värde som kan få allvarliga konsekvenser för konkurrenskraften eller den finansiella stabiliteten.
- **Rekommendation 7 Kommunikation och framåtblickande vägledning.** Att förmedla skillnaden mellan Riksbankens prognos för reporäntan och bankens penningpolitiska åtaganden är fortfarande en utmaning för banken. Trots att Riksbanken vid upprepade tillfällen har påpekat att reporäntebanan är en prognos och inte ett åtagande, verkar allmänheten inte uppfatta den som enbart en prognos. Den framåtblickande vägledningen bör uppmärksammas och planeras mer i Riksbankens kommunikation. Riksbanken bör förtydliga vad som är en prognos, vad som är ett villkorat åtagande (och vilka villkoren är) och vad som är ett villkorslöst åtagande. Det faktum att reporäntan inte är ett åtagande rimmar illa med andra aspekter av Riksbankens framåtblickande vägledning. Trots att företagsobligationernas ränteskillnader redan minskat när programmet för köp inom företagssektorn var klart i september 2020, kände sig Riksbanken tvungen att gå vidare och aktivera det. Detta visar att tillkännagivandet av programmet i mars 2020, både inom och utanför Riksbanken, uppfattades som ett åtagande och inte enbart som en prognos som var beroende av marknadsförhållandena. Riksbanken kände att den måste uppfylla åtagandet att genomföra programmet (för att upprätthålla trovärdigheten) trots att de omständigheter som låg till grund för programmet inte längre förelåg. Enligt utvärderarna talar mycket för att Riksbanken bör vara lite vagare i sin framåtblickande vägledning om tillgångsköp. Ett annat sätt att hantera problemet med tidsinkonsistens för penningpolitiska prognoser/åtaganden är att, särskilt under perioder med stor osäkerhet, presentera alternativa scenarier. Riksbanken presenterade tidigare olika scenarier för reporäntan, men har inte gjort det sedan 2015.
- **Rekommendation 8 Transparens i direktionens överläggningar.** Protokollen från de penningpolitiska mötena innehåller ganska detaljerade uttalanden från varje direktionsledamot om de ekonomiska utsikterna och

argumenten för den räntebana som är önskvärd. I den meningen är direktionen mycket transparent. Men eftersom protokollet inte är strukturerade kring frågor ger de inte någon tydlig bild av debatten eller de interna diskussionerna. Enligt utvärderarna skulle det vara önskvärt om det till protokollet bifogades ett mer detaljerat analytiskt avsnitt som mer ingående fokuserade på de viktigaste frågorna som diskuterades (särskilt de frågor där det uttryckts skiljaktiga åsikter) och sammanfattade de olika åsikter som framförts i dessa frågor.

- **Rekommendation 9 Sekundärt mandat för finansiell stabilitet.** I förslaget till ny riksbankslag föreskrivs att finansiell stabilitet ska vara ett sekundärt mandat för Riksbanken. I förslaget skiljs den lagstiftande befogenheten för åtgärder för finansiell stabilitet och den lagstiftande befogenheten för penningpolitik och genom att identifiera ett begränsat antal verktyg som ska betraktas som penningpolitiska instrument leder lagförslaget till att det införs en lite artificiell uppdelning som sannolikt kommer att bli omöjlig att upprätthålla i praktiken. Erfarenheter från andra länder visar, enligt utvärderarna, att försök att göra en uppdelning mellan verktyg som inriktas på prisstabilitet respektive finansiell stabilitet kan leda till åtgärder som inte är optimala för något av målen. Den mest praktiska konsekvensen av den föreslagna uppdelningen avser kraven i 3 kap. 11 § i lagförslaget om samarbete med andra statliga myndigheter. I många fall är det naturligt med ett samarbete, men det bör inte utvecklas till en rutin att Riksbanken ska samråda om hur den använder sina likviditetsverktyg. Sista stycket i 11 § är formulerat för att se till att skyndsamma åtgärder inte fördröjs vid ett akut läge som i t.ex. mars 2020, men enligt utvärderarna är stycket inte tillräckligt starkt formulerat för att skydda Riksbankens handlingsutrymme mot förfarandehinder och förseningar. Lagförslagens krav kan, enligt utvärderarna leda till "inaction bias" (tendens att inte göra något) från Riksbankens sida. Penningpolitiska åtgärder kan få viktiga konsekvenser för den finansiella stabiliteten, inte alltid i stärkande riktning. Den expansiva penningpolitiska miljön har t.ex. lett till en tydlig press uppåt på bostadspriserna, som kan medföra stabilitetsrisker. Skolboksreaktionen på sådana konflikter är t.ex. att använda makrotillsynsverktyg för att dämpa ogrundade förändringar i tillgångspriser. Merparten av dessa verktyg kontrolleras av Finansinspektionen. Riksbanken kan, vilket den också gör, lämna råd om makrotillsyn som ligger utanför dess kontroll. Riksbanken har, enligt utvärderarna, goda förutsättningar för detta med tanke på dess förmåga att bedriva makroekonomisk forskning och att den står oberoende från olika former av kortsiktiga politiska påtryckningar, vilket ofta lett till en motvilja mot att tillämpa makrotillsyn i andra länder. Enligt utvärderarna bör Finansinspektionen och andra berörda myndigheter, om de inte är villiga att agera i enlighet med råd från Riksbanken, förklara varför de inte agerar.

- **Rekommendation 10 Penningpolitikens sidoeffekter på aspekter av miljö, sociala frågor och styrning.** Den bredare uppsättning av verktyg som centralbankerna har använt sedan finanskrisen och de extremt låga räntor som har dominerat under senare år har lett till att hittills bortglömda sidoeffekter av penningpolitiken, framför allt när det gäller klimat och inkomst- och förmögenhetsfördelning, har uppmärksamrats. Penningpolitiken har inte särskilt stora möjligheter att påverka klimatförändringen, men Riksbanken bör göra sin del. Riksbankens nya hållbarhetsstrategi, som började gälla fr.o.m. 2021, verkar enligt utvärderarna, vara väl utformad. Riksbankens rapporter till riksdagen om strategins tillämpning bör dock vara detaljerade och transparenta. Penningpolitikens effekter på inkomst- och förmögenhetsfördelningen är komplexa men generellt gäller att en expansiv penningpolitik minskar inkomstskillnaderna genom sin effekt på fördelningen av arbetsinkomster samtidigt som den ökar förmögenhetsomfördelningen genom sin effekt på tillgångsvärden. Att kvantifiera dessa effekter har dock varit en utmaning i alla länder. I Sverige har t.ex. de data som krävs för att bedöma förändringar i förmögenhetsfördelningen inte samlats in under några år. Detta bör, enligt utredarna, rättas till. Fler studier av penningpolitikens effekter i Sverige bör genomföras. Sådana studier skulle t.ex. kunna göra Riksbanken mer medveten om vilka val av penningpolitiska verktyg som kan få onödigt negativa effekter på inkomst- och förmögenhetsfördelningen. Riksbanken skulle vinna på att i större utsträckning använda mikroekonomiska data i sina forskningsprogram. De viktigaste verktygen för att påverka inkomst- och förmögenhetsfördelning ligger dock inom ramen för regeringens fördelningspolitik.

Sammanfattning av remissyttrandena

Åtta remissinstanser har avgett yttranden på Flugs och Honohans utvärdering – Riksbankens direktion, Finansinspektionen, Konjunkturinstitutet, LO, TCO, Facken inom industrin, Lunds universitet och Uppsala universitet. Deras synpunkter sammanfattas kort nedan.

Riksbankens direktion

Övergripande synpunkter

Majoriteten i direktionen delar inte utvärderarnas slutsats att räntehöjningarna under 2018 och 2019 var förhastade. Under hösten 2018 och 2019 hade arbetslösheten ökat något, men sysselsättningsgraden och arbetskraftsdeltagandet låg på mycket höga nivåer. Riksbanken bedömde att resursutnyttjandet var högre än normalt och de långsiktiga inflationsförväntningarna låg nära 2 procent. Prognoserna visade att svensk ekonomi var på väg in i ett mer normalt konjunkturläge och ett balanserat resursutnyttjande, efter flera år med stark konjunktur. Däremot fanns det ingen

lågkonjunktur i prognoserna. Förutsättningarna för en inflation nära målet framöver bedömdes vara goda. Direktionen beslutade därför att höja räntan med sammantaget 0,50 procentenheter 2018 och 2019. Som en följd av att inflationen blev något lägre och konjunkturen något svagare än väntat höjdes dock räntan lite senare och lite långsammare än vad Riksbanken tidigare hade planerat, och Riksbankens prognos indikerade att fortsatta räntehöjningar skulle ske i försiktiga steg. Det fanns dock olika uppfattningar i direktionen om inflationsbilden och riskerna för inflationsutsikterna och därmed även om huruvida höjningarna av reporäntan borde genomföras eller senareläggas. Majoriteten av direktionen tyckte dock att det var lämpligt att höja räntan vid dessa tidpunkter. Direktionen bedömde att den negativa reporäntan hade fungerat väl och fått ett bra genomslag i ekonomin, men att det fanns risker om de negativa nominella räntorna uppfattades som ett mer permanent tillstånd.

Utvärderarna är också kritiska till att Riksbanken genomförde köpen av företagsobligationer hösten 2020. Enligt direktionen fanns det dock goda skäl att genomföra köpen även om räntorna och oron på företagsobligationsmarknaden då hade minskat. Beskedet om kommande köp av företagsobligationer bidrog till att räntorna sjönk tillbaka under våren och sommaren 2020. Direktionens uppfattning är att det av trovärdighetsskäl på såväl kort som lång sikt var viktigt att genomföra köpen. Det fanns dessutom en betydande osäkerhet om den framtida utvecklingen eftersom pandemin inte var över och det var viktigt att hålla nere ränteläget. En närvaro på marknaden säkerställde också en god förmåga att snabbt kunna skala upp köpen om läget skulle försämrats.

Synpunkter på rekommendationerna

Direktionen har ingenting att invända mot utvärderarnas resonemang i rekommendation 1 om Riksbankens penningpolitiska mandat.

När det gäller rekommendation 2 om målet instämmer direktionen i utvärderarnas slutsats att bytet till KPIF som inflationsmått varit lyckat. Direktionen väljer att inte ta ställning till rekommendationen att riksdagen bör fortsätta att i praktiken överlåta de tekniska aspekterna av inflationsmålets utformning till Riksbanken eftersom rekommendationen är riktad till riksdagen. Direktionen understryker dock att om Riksbanken bedömer att en ändring av målet är påkallad så kommer Riksbanken att föreslå en sådan och motivera den så tydligt som möjligt, utan att styras av antaganden om huruvida den skulle få tillräckligt stöd i riksdagen eller inte.

Direktionen delar utvärderarnas bedömning i rekommendation 3 om ränteverktyget att erfarenheterna av negativa räntor generellt har varit positiva och att negativa styrräntor ska kunna användas vid behov även i fortsättningen. När det gäller Riksbankens program för vidareutlåning till företag under pandemin anser direktionen att det var en nödvändig krisåtgärd i det rådande läget. Direktionen anser att programmet inte innebar någon subvention till

någon speciell sektor och att liknande åtgärder kan komma att bli aktuella även i framtida krislägen.

Direktionen delar också utvärderarnas slutsats i rekommendation 4 att erfarenheterna av tillgångsköp har varit positiva och att de utgör ett värdefullt verktyg som även i fortsättningen bör ingå i verktygslådan. Utvärderarnas rekommendation om att det är mindre önskvärt att tillgångsköpen omfattar mer än köp av statsobligationer är enligt direktionen riktad till riksdagen. Förslaget till ny riksbankslag anger att Riksbanken ska få köpa och sälja andra finansiella instrument än statspapper om det finns synnerliga skäl.

När det gäller rekommendation 5 om att avsluta expansiva åtgärder framhåller direktionen att den inser vikten av att så tydligt som möjligt kommunicera planer för köp och innehav av värdepapper. Direktionen understryker samtidigt att det kan vara svårt att ange en väldigt detaljerad tidsplan för avvecklingen av tillgångarna, inklusive i vilken ordning det kommer att ske. Ambitionen är att en avveckling ska ske utan att detta ger upphov till några märkbara effekter på de finansiella marknaderna. Detta innebär alltid ett mått av bedömning och att hänsyn måste tas till de förhållanden som råder för tillfället. En komplicerande omständighet är att det kan finnas olika syn inom direktionen på vad som är den mest lämpliga tidpunkten för avvecklingen. Direktionen understryker dock att den är enig om att köpen under pandemin huvudsakligen är att betrakta som tillfälliga och att övriga extraordinära åtgärder under pandemin redan har dragits tillbaka. Valet mellan räntehöjningar och förändringar i värdepappersinnehavet (t.ex. att upphöra med återinvesteringar) beror, enligt direktionen, på de omständigheter som råder och vilka effekter som respektive instrument förväntas ha. Därför är det enligt direktionen svårt att på förhand specificera en handlingsregel som alltid kan förväntas gälla.

Direktionen instämmer i utvärderarnas bedömning i rekommendation 6 om växelkursen.

Med anledning av rekommendation 7 om kommunikation och framåtblickande vägledning understryker direktionen vikten av att kommunikationen om penningpolitiken är öppen, transparent och tydlig. Direktionen är dock tveksam till utvärderarnas slutsats att allmänheten inte uppfattar reporäntebanan som en prognos, men kommer fortsätta att så tydligt som möjligt kommunicera att den ska ses som en sådan. Enligt direktionen kan ränteprognosen ses som ett villkorat löfte, på så sätt att det är den räntebana som Riksbanken avser att följa om omständigheterna i huvudsak förblir som vid prognostillfället. Direktionen är positiv till utvärderarnas förslag att alternativa scenarier kan användas i högre utsträckning i kommunikationen.

Som framförts ovan delar direktionen inte utvärderarnas syn att Riksbanken enbart genomförde köpen av företagsobligationer därför att den kände sig tvungen och att programmet egentligen inte längre behövdes.

När det gäller utvärderarnas bedömningar i rekommendation 8 anser direktionen att det inte är uppenbart att nya avsnitt i protokollen från de

penningpolitiska mötena skulle öka transparensen och tydligheten kring den diskussion som varit i samband med de penningpolitiska besluten.

När det gäller rekommendation 9 om sekundärt mandat för finansiell stabilitet delar direktionen utvärderarnas uppfattning att det är mycket svårt att göra en meningsfull uppdelning i åtgärder som avser penningpolitik respektive finansiell stabilitet. Uppdelning gör att den nya riksbankslagen blir mer komplex och kan ge upphov till tolkningsproblem vid utformningen av den praktiska politiken. Detta kan i värsta fall leda till oönskade fördröjningar av åtgärder.

Direktionen är dock tveksam till utvärderarnas rekommendation att andra myndigheter bör förklara varför de, om så skulle vara fallet, inte är villiga att agera i enlighet med Riksbankens råd om makrotillsynsåtgärder. Enligt direktionen är det tveksamt om en sådan här formaliserad ordning skulle vara förenlig med den nya riksbankslagen. Eftersom ansvaret för den finansiella stabiliteten är delat mellan myndigheter är det enligt direktionen naturligt att Riksbanken yttrar sig i sådana frågor och det är rimligt att detta också resulterar i en konstruktiv diskussion. Enligt direktionen kommer detta också till tydligt uttryck i den nya riksbankslagen.

När det gäller utvärderarnas rekommendation 10 om penningpolitikens sideoffekter understryker direktionen att ansvaret för att vidta policyåtgärder mot klimatförändringar i första hand ligger på politisk nivå. Men klimatförändringar, och de åtgärder som vidtas för att hantera dem, kan påverka förutsättningarna för Riksbankens förmåga att uppfylla sitt mandat. Riksbanken ska i sitt policyarbete dessutom verka för en hållbar utveckling i linje med riksdagens och regeringens ambitioner, förutsatt att detta inte leder till att Riksbanken åsidosätter sina uppgifter. Därför är det enligt direktionen viktigt för Riksbanken att följa, förstå och beakta klimatförändringar i sitt arbete. Direktionen påminner om att Riksbanken publicerade sin hållbarhetsstrategi i december 2020 och att banken i december 2021 publicerade en klimatrapport för att redogöra för varför och hur Riksbanken arbetar med klimatrelaterade risker.

Direktionen instämmer i utvärderarnas slutsats att de viktigaste verktygen för att påverka inkomst- och förmögenhetsfördelningen ligger inom ramen för finanspolitiken. Direktionen anser att över en längre period, som löper över både låg- och högkonjunkturer, kommer penningpolitikens effekter på inkomst- och förmögenhetsfördelningen att till stor del ta ut varandra.

Om man enbart ser till skeendet i en lågkonjunktur, när centralbanken bedriver en expansiv penningpolitik, är de sammantagna fördelnings-effekterna enligt direktionen inte uppenbara. Expansiv penningpolitik bidrar till både stigande tillgångspriser och högre sysselsättning, vilket har motverkande fördelningseffekter. Högre tillgångspriser tenderar att öka skillnaderna i inkomster och förmögenheter medan högre sysselsättning minskar skillnaderna. Vilken av dessa effekter som dominerar är en svårstuderad empirisk fråga.

Eftersom penningpolitiken påverkar ekonomin brett och har fördelnings-effekter som delvis motverkar varandra är den dåligt lämpad att användas för fördelningspolitik. Låg och stabil inflation är dock enligt direktionen en viktig förutsättning för ekonomisk jämlikhet eftersom hög och volatil inflation orsakar godtyckliga omfördelningar av inkomster och förmögenheter.

Det är viktigt att följa hur fördelningen av inkomster och förmögenheter förändras över tid. Därför är det enligt direktionen viktigt att den pågående utredningen om individbaserad statistik över hushållens skulder och tillgångar så snabbt som möjligt resulterar i att sådan statistik blir tillgänglig för att möjliggöra fördjupade analyser av penningpolitikens effekter på förmögenhetsfördelningen.

Finansinspektionen

Finansinspektionen (FI) noterar i sitt remissvar att de rekommendationer som utvärderarna lämnar mer har karaktären av reflektioner än skarpa förslag. Finansinspektionen kommenterar fyra av rekommendationerna.

I rekommendation 3 och 4 konstaterar utvärderarna, mot bakgrund av Riksbankens program för vidareutlåning och tillgångsköp, att dessa åtgärder kan innebära snedvridningar som inte är önskvärda och att subventioner för prioriterade ekonomiska sektorer hellre bör kanaliseras via statsbudgeten.

FI delar utvärderarnas bedömning och anser att okonventionella verktyg av detta slag bör användas med stor försiktighet. Köp av tillgångar som obligationer kan vara nödvändigt för att stabilisera marknaden i krislägen som exempelvis direkt i samband med pandemins inledning våren 2020. Men sådana köp bör enligt FI inte fortgå längre än nödvändigt. Ett skäl är de snedvridningar och andra oönskade effekter som tillgångsköp kan leda till, särskilt då köp av annat än statspapper påverkar relativa finansieringskostnader för olika delar av näringslivet. Ett annat skäl är att användningen av okonventionella verktyg kan göra att emittenter på bostadsobligations- eller företagsobligationsmarknaden tar mer risk och större skulder än de annars skulle gjort i och med att finansieringskostnaderna blir lägre. Till detta kommer risken för att aktörerna förväntar sig att Riksbanken på nytt kommer att ingripa om finansieringskostnaderna stiger. Det kan bidra till överdrivet risktagande, något som i sin tur skulle kunna bidra till uppbyggnad av finansiella stabilitetsrisker.

När det gäller rekommendation 5 om att avsluta expansiva åtgärder konstaterar FI att den under det senaste året betonat att Riksbankens tillgångsköp och värdepappersinnehav kan bidra till en uppbyggnad av stabilitetsrisker och därför bör fasas ut. FI instämmer därför i utvärderarnas rekommendation. FI ser i detta sammanhang positivt på att Riksbanken nyligen signalerat att värdepappersinnehaven ska minska framöver. En sådan nedtrappning kan också bidra till att förbättra likviditeten på systemviktiga finansiella marknader som t.ex. marknaden för statsobligationer.

I rekommendation 9 menar utvärderarna att Riksbanken har goda förutsättningar för att lämna råd om makrotillsyn och att FI och andra berörda

myndigheter, om de inte är villiga att agera i enlighet med sådana råd, bör kunna förväntas förklara varför.

FI konstaterar att utvärderarna förespråkar ett s.k. comply or explain-förfarande, något som är relativt vanligt i internationella sammanhang men som inte passar in i svensk statsförvaltning där fristående myndigheter under regeringen självständigt fattar sina beslut. Utöver dessa hinder anser FI att utvärderarna inte heller framför några goda saksål till att en sådan ordning skulle leda till en bättre makrotillsyn. FI avstyrker därför förslaget. Enligt FI finns det redan en fungerande ordning för att diskutera makrotillsynen, nämligen Finansiella stabilitetsrådet där Riksbanken, Riksgäldskontoret, regeringen och FI är representerade. Här har Riksbanken, med stöd av sin goda analytiska kompetens, alla förutsättningar att lämna synpunkter på och råd om makrotillsynen och berörda myndigheter kan redogöra för sina åtgärder.

Konjunkturinstitutet

Konjunkturinstitutet (KI) delar i huvudsak utvärderarnas syn på den förda penningpolitiken under utvärderingsperioden. KI instämmer i flertalet av utvärderarnas rekommendationer men har synpunkter på eller motsatt uppfattning om fyra av rekommendationerna.

Enligt KI verkar det som om utvärderarna i rekommendation 2 ser variationsbandet runt inflationsmålet som ett tolerans- eller målintervall. KI delar inte den synen.

Variationsbandet är, enligt KI, ett kommunikationsverktyg för att visa allmänheten att inflationsutfall för enskilda månader kan avvika från inflationsmålet. Ett tolerans- eller målintervall beskriver i stället vilken inflation som en centralbank strävar efter. En nackdel med tolerans- eller målintervall är att de kan öka allmänhetens osäkerhet kring centralbankens agerande om inflationen ligger inom intervallet men inte i mitten. KI tycker att Riksbankens variationsband är olämpligt som kommunikationsverktyg eftersom det lätt kan förväxlas med ett tolerans- eller målintervall. När det gäller preciseringen av inflationsmålet anser KI att nyttan med en demokratiskt förankrad precisering av prisstabilitetsmålet väger tyngre än de risker som följer av att Riksbanken behöver förankra förslag om precisering hos riksdagen. Förändringar av hur prisstabilitetsmålet är preciserat kan få stora konsekvenser för Sveriges ekonomi under lång tid. Samtidigt bör förslag från Riksbanken om förändringar av preciseringen föregås av omfattande analyser som normalt tar tid att genomföra. Det gör att Riksbanken borde ha goda möjligheter att kommunicera för- och nackdelar med olika alternativ till precisering med både riksdagen och allmänheten.

KI delar i huvudsak utvärderarnas syn i rekommendation 4 men tycker att rekommendationen borde ha gått ett steg längre när det gäller behovet av noggrann utvärdering av sidoeffekterna vid ytterligare köp av säkerställda obligationer. Dessa sidoeffekter bör även vägas mot sidoeffekter av andra aktuella penningpolitiska verktyg och redovisas för allmänheten. Företags-

obligationer bör Riksbanken, enligt KI, få köpa om det föreligger synnerliga skäl.

När det gäller rekommendation 9 om mandat för finansiell stabilitet ställer sig KI tveksam till utvärderarnas oro över lagförslagets uppdelning mellan det överordnade prisstabilitetsmålet och det underordnade målet för det finansiella systemet. Konjunkturinstitutet anser i stället att regeringens skäl för förslaget och bedömningen är rimlig.

KI delar utvärderarnas uppfattning i rekommendation 10 att det behövs mer kunskaper om olika penningpolitiska verktygs effekter på inkomst- och förmögenhetsfördelningen i samhället. Däremot är KI tveksam till att Riksbanken ska väga in klimatfrågor i sina köp av tillgångar. Riksbanken bör, enligt KI, undvika att påverka relativpriser så att det gynnar eller missgynnar vissa sektorer på kreditmarknaden. Sådan snedvridning av relativpriser kan i förlängningen få konsekvenser på den reala ekonomin på ett sätt som inte bör ingå i Riksbankens mandat. Den typen av omfördelning och styrning bör i stället vara förankrad i demokratiska beslut. Däremot bör Riksbanken ha möjlighet att välja bort tillgångar som är förknippade med hög finansiell risk till följd av uppenbara hållbarhetsrisker i företagets verksamhet.

Landsorganisation (LO)

Riksbankens inflationsmål är 2 procent mätt enligt KPIF. Runt målet finns ett variationsband på ± 1 procent men Riksbanken ska hela tiden sträva efter 2 procent. Under perioden 2016–2019 låg KPIF-inflationen på i genomsnitt 1,8 procent. LO konstaterar att utvärderarna anser att inflationen ”gott och väl” låg inom variationsbandet och att målet därmed var uppfyllt. Enligt LO är det en väl snäll tolkning, särskilt med tanke på att det i utvärderingen saknas en diskussion om hur de volatila energipriserna ska analyseras. LO anser att inflationen låg under målet under perioden.

LO anser också att utvärderarnas analys av arbetslöshetens utveckling och nivå under utvärderingsperioden jämfört med andra små öppna ekonomier är förenklad och förvirrande. LO efterlyser en djupare analys av sysselsättningen och arbetslöshetens utveckling under denna period när det gäller flyktinginvandringens effekter.

LO delar utvärderarnas starka och tydliga ifrågasättande av direktionens majoritetens omläggning av penningpolitiken i en stramare riktning under 2018 och 2019.

LO instämmer i eller har inga synpunkter på utvärderarnas rekommendationer. När det gäller rekommendation 10 om penningpolitikens sidoeffekter på aspekter av miljö, sociala frågor och styrning instämmer dock LO i att det vore önskvärt med fler studier av penningpolitikens effekter på inkomst- och förmögenhetsfördelningen och att det är en stor brist att det saknas statistik på området. LO konstaterar dock att utvärderarna uttrycker förhoppningar om att fördelningseffekterna jämnar ut sig över en konjunkturcykel. Förekomsten av persistens (ökad arbetslöshet under lågkonjunktur har en tendens att delvis kvarstå även när konjunkturen förbättras) talar enligt LO

emot att effekterna skulle vara symmetriska. Svårigheterna att bedöma sidoeffekterna av en mycket expansiv penningpolitik (då även köp av säkerställda obligationer och företagsobligationer används) talar enligt LO för att det behövs en fördjupad analys av avvägningen mellan penning- och finanspolitik. Finanspolitiken har de fördelarna att fördelningseffekterna är mer lättanalyserade och att den beslutas av riksdagen, vilket innebär att det blir en politisk förankring av fördelningspolitiken.

Tjänstemännens centralorganisation (TCO)

TCO instämmer i utvärderingens bedömning att Riksbanken under den granskade perioden i huvudsak uppnått sitt mål om prisstabilitet.

TCO välkomnar att Riksbanken under den granskade perioden har haft ett mer tydligt fokus på inflationsmålet. Det är mycket angeläget för en väl fungerande lönebildningsmodell att det finns en stor trovärdighet över tid för inflationsmålet nivå.

TCO delar utvärderarnas uppfattning i rekommendation 1. TCO anser att det är välkommet att det nu regleras att Riksbanken inom ramen för prisstabilitetsmålet ska ta hänsyn till den reala utvecklingen. Det innebär ett förtydligande i förhållande till nuvarande lagstiftning, vilket ger såväl legitimitet som en uppfordran till Riksbanken att ta dessa hänsyn och underlättar utvärdering av penningpolitikens utformning.

I övrigt hänvisar TCO till remissyttrandet från Facken inom industrin.

Facken inom industrin

Enligt Facken inom industrin (FII) har införandet av ett inflationsmål och en självständig riksbank varit positivt, vilket under de senaste decennierna bidragit till en bättre fungerande lönebildning. Inflationsmålet har fungerat som ett nominellt ankare för pris- och lönebildningen i Sverige. Det har varit viktigt.

Arbetsmarknadens parter bör, i förhandlingar om nya löneavtal, agera som om Riksbanken når sitt inflationsmål. Motiven är flera. När parter utgår från inflationsmålet som ett nominellt ankare minskar skillnaderna i parternas bedömningar av löneutrymmet. Lönenormeringen underlättas och parterna bidrar till att inflationsförväntningarna hamnar nära 2 procent. Det ökar Riksbankens frihetsgrader att föra en flexibel inflationspolitik, dvs. ta hänsyn till penningpolitikens effekter på produktion och sysselsättning. Ett sådant förhållningssätt bygger, enligt FII, på att Riksbanken förmår att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet.

FII delar utvärderarnas samlade bedömning att Riksbankens inflationsmålspolitik under den analyserade perioden har varit välavvägd och mer framgångsrik än under de närmaste föregående åren. FII betonar särskilt att Riksbankens tydliga fokus på inflationsmålet och måluppfyllelse under stora delar av perioden varit en viktig hörnsten för den fortsatt väl fungerande lönebildningen i Sverige.

FII var mycket kritisk till Riksbankens agerande före 2014 men välkomnar att Riksbanken sedan dess haft en tydlig inriktning på att nå inflationsmålet och banken har under utvärderingsperioden lyckats bättre med att nå målet jämfört med den föregående utvärderingsperioden. FII konstaterar dock att det fortfarande finns en utbredd misstro mot Riksbankens möjligheter att nå inflationsmålet, bl.a. annat hos arbetsgivarna, vilket visar att det är mycket svårt att återskapa förtroendet för inflationsmålet även om målet nåtts under flera av åren under den utvärderade perioden.

FII kommenterar några av utvärderarnas rekommendationer. Facken delar utvärderarnas bedömning i rekommendation 1 om Riksbankens penningpolitiska mandat, men understryker att ett bra samspel mellan lönebildning och penningpolitik och ökad tydlighet förbättrar Riksbankens handlingsfrihet att ta hänsyn till penningpolitikens inverkan på den reala ekonomin.

När det gäller rekommendation 2 om Riksbankens mål är FII mycket tveksamma till att banken skulle ändra sin tolkning av inflationsmålet så att man som kompensation ska tillåta en högre inflation efter en period med låg inflation, dvs. att man ska nå inflationsmålet i genomsnitt över en längre period. En sådan strategi kan riskera att försämra förtroendet för målet och göra utgångspunkten för lönebildningen otydlig.

När det gäller rekommendation 9 om Riksbankens mandat för finansiell stabilitet anser FII att fokus på inflationsmålet är avgörande för att penningpolitiken ska lyckas med sitt uppdrag. Hänsyn till finansiell stabilitet bör endast tas om det förväntas förbättra inflationsutvecklingen och den reala ekonomin samtidigt och förtroendet för inflationsmålet upprätthålls. FII påminner om perioden i början på 2010-talet då Riksbanken upplevdes som otydlig när det gällde inflationsmålets betydelse. Riksbanken vidgade sitt penningpolitiska uppdrag och utvecklingen av de privata hushållens skuldsättning blev en ny målvariabel för penningpolitiken. Utvidgningen sänkte inflationsmålets trovärdighet och inflationsförväntningarna sjönk snabbt och kraftigt. Detta var ett allvarligt misstag av Riksbanken.

Lunds universitet

Lunds universitet har avgett ett relativt omfattande yttrande över utvärderingen. Förutom kommentarer om utvärderarnas rekommendationer innehåller yttrandet ett avsnitt om vad universitetet anser vara de mest centrala bristerna i utvärderingen av penningpolitiken under perioden 2015–2020.

Universitetet instämmer i flera av utvärderarnas rekommendationer, men anser samtidigt att utvärderingen inte går på djupet i viktiga frågor. Flera av utvärderarnas slutsatser är enligt universitetet dåligt underbyggda. De saknar i många fall empiriskt stöd och bör därför snarast ses som åsikter från utvärderarnas sida än konklusioner grundade i solid analys.

Mest allvarligt är det enligt universitetet att det saknas en diskussion om Sveriges realekonomiska integration med omvärlden och dess påverkan på inhemsk inflation och penningpolitik. Eftersom utvärderarna inte tar hänsyn

till detta hamnar de vid flera tillfällen i felaktiga eller missvisande slutsatser om penningpolitikens utformning under åren 2015–2020. Som utvärderare har de på viktiga områden tagit för lätt på sin uppgift.

Universitetet instämmer i utvärderarnas bedömning i rekommendation 1 om det penningpolitiska mandatet. Universitetet varnar dock för de målkonflikter som lätt kan uppstå när penningpolitiken får flera explicita mål vid sidan av det centrala inflationsmålet.

Det kommer att uppstå situationer då målet om låg inflation hamnar i konflikt med målen om hög produktion och låg arbetslöshet. Enligt lagen ska Riksbanken då prioritera låg inflation, men det kan uppstå ett starkt politiskt tryck på Riksbanken att prioritera låg arbetslöshet. Penningpolitiken på 1970-talet belyser enligt universitetet faran med att ge full sysselsättning hög prioritet i utformningen av den ekonomiska politiken.

Universitetet delar också utvärderarnas slutsats i rekommendation 2 om att övergången till KPIF har varit lyckad samt att Riksbanken kontinuerligt bör utvärdera sin strategi. Universitetet konstaterar dock att Riksbanken inte valde att anpassa inflationsmålet efter den låginflationsmiljö som uppstod efter finanskrisen 2008–2009 och den europeiska skuldkrisen 2010–2021 då det fanns skäl att se över målet. När inflationen är låg i omvärlden är det enligt utvärderarna osannolikt att Riksbanken kan avvika och uppnå en högre inflationstakt. I stället för att uppdatera målet valde Riksbanken att genomföra stora efterfrågestimulanser mitt i en konjunkturuppgång. Resultatet blev en kraftig uppgång i hushållens skuldsättning samt i fastighetspriserna medan konsumentprisernas ökning förblev låg, precis som i omvärlden.

Universitetet delar inte utvärderarnas slutsats i rekommendation 3 om att de negativa räntorna varit effektiva. De har haft en påtaglig inverkan på finansmarknaderna medan den realekonomiska påverkan har varit ytterst begränsad. De negativa räntorna har enligt universitetet i huvudsak påverkat den finansiella stabiliteten negativt genom att inflatera fastighetspriser och öka hushållens skuldsättning. Enligt universitetet underbyggs utvärderarnas bedömning av de negativa räntorna inte av någon ekonomisk analys.

När det gäller rekommendation 4 om tillgångsköp anser universitetet att tillgångsköp är ett viktigt verktyg vid finansiella kriser. Med undantag för krissituationer är tillgångsköps effekter på realekonomin och inflationen relativt små. Däremot har de en stark inverkan på den finansiella stabiliteten både i normala tider och i kristider. Riksbanken var, enligt universitetet, unik bland centralbanker i utvecklade länder när den genomförde stora tillgångsköp under högkonjunkturen 2015–2019. Resultatet blev i huvudsak kraftigt växande finansiella obalanser.

Universitetet delar utvärderarnas bedömning i rekommendation 6 om växelkursen men påpekar samtidigt att den expansiva penningpolitiken 2015–2019 bidrog till en kraftig försvagning av kronan, vilket bl.a. minskade omvandlingstrycket i ekonomin. Universitetet anser att det är viktigt att Riksbanken tar hänsyn till sådana långsiktiga effekter av sina penningpolitiska beslut.

De svagheter med Riksbankens ränteprogner som utvärderarna lyfter fram i rekommendation 7 är enligt universitetet inget nytt. Det är ett återkommande problem som Riksbanken, trots att den har publicerat ränteprogner i 15 år, inte har löst. Universitetet föreslår att Riksbanken tydligt utvärderar ränteprognera.

Universitetet delar helt utvärderarnas bedömning i rekommendation 9 om mandatet för finansiell stabilitet. Finansiell stabilitet är enligt universitetet en förutsättning för att man ska kunna bedriva penningpolitik. Penningpolitiska beslut påverkar även den finansiella stabiliteten. Enligt universitetet är den svenska uppdelningen av ansvaret på två myndigheter olycklig och universitetet anser att Riksbankens mandat för finansiell stabilitet bör förstärkas ytterligare.

Universitetet beklagar att utvärderarna inte genomfört någon empirisk analys av penningpolitikens effekter på inkomst- och förmögenhetsfördelningen i samhället. Enligt universitetet visar de data som finns, om än bristfälliga, att kapitalojämlikheten i samhället ökat kraftigt under perioden 2015–2019. De rika hushållen har gynnats av Riksbankens historiskt sett mycket expansiva penningpolitik. Slutsatsen är enligt universitetet att Riksbankens penningpolitik ökat förmögenhetsjämligheten.

Uppsala universitet

Universitetet börjar med att konstatera att man kan hävda att penningpolitiken under stora delar av perioden 2015–2020 misslyckats med att uppnå en varaktig inflation kring målet på 2 procent, även om inflationen gradvis ökade från 2015 till 2018. Om man ser till KPIF exklusive energi eller medianvärdet på underliggande inflation, så underskred inflationen målet på 2 procent under hela perioden 2015–2020 bortsett från några månader under 2017.

Universitetet delar i stora drag den syn på penningpolitiken som Flug och Honohan framför i sin rapport. Rapporten är dock, enligt universitetet, väldigt artig skriven, vilket ibland gör att kritiken blir otydlig.

Universitetet utvecklar sina synpunkter inom fyra områden som enligt universitetet delvis även berörs i Flug och Honohans rapport.

1. Besluten om tillgångsköp som ökat Riksbankens portfölj med 600 miljarder kronor 2015–2020 är bristfälligt underbyggda, åtminstone i vad Riksbanken kommunicerat offentligt. Riksbanken har, enligt universitetet, inte kommunicerat en övertygande analys som väger ihop kostnader och fördelar med de statsobligationsköp som gjorts. Även utanför Riksbanken har det saknats en diskussion om vad det innebär att centralbanken gradvis förvandlats till en offentlig hedgefond: en aktör som finansierar tillgångsköp på flera hundra miljarder kronor med väldigt kortsiktiga lån.
2. I efterhand förefaller det, enligt universitetet, som om tillgångsköpen kommer att kosta Riksbanken och därmed skattebetalarna tiotals miljarder kronor. När Riksbanken, likt en hedgefond, köper långsiktiga tillgångar och finansierar dessa med kortsiktiga lån tar man på sig en finansiell risk.

Av demokratiska skäl och för att kunna utvärdera penningpolitiken vore det, enligt universitetet, bra om Riksbankens förluster i tillgångsportföljen rapporterades på ett mer lättillgängligt sätt än hittills.

3. Reporäntehöjningarna under vintern 2019/20 och oviljan att sänka reporäntan under pandemin var, enligt universitetet, otillräckligt underbyggda, särskilt i ljuset av de tillgångsköp som gjordes under pandemin. Enligt universitetet kan man spekulera i att delar av Riksbankens direktion fattar beslut på andra grunder än att bästa möjliga analytiska beslutsunderlag tas fram, används och publiceras i samband med penningpolitiska beslut. Enligt universitetet kan det i stället vara så att beslut till alltför stor del baseras på magkänsla hos direktionsledamöter och rollen för Riksbankens offentliga beslutsunderlag delvis är att hitta argument för att i efterhand rättfärdiga denna magkänsla. Därför anser universitetet att det vore önskvärt att beslutsfattandet på Riksbanken framöver, i större grad än under 2015–2020, bygger på djup och, till den grad det är möjligt, formell och empiriskt väl underbyggd analys av ekonomins funktionssätt. Det är även viktigt att dessa analyser publiceras i samband med att beslut fattas.
4. Universitetet delar Flug och Honohans bedömning att Riksbankens har brister i sin framåtblickande vägledning om penningpolitiken. Policyn hade blivit bättre om Riksbanken tydligare kopplat ihop mål och medel, dvs betingat sitt framtida agerande på ekonomins utveckling såsom andra centralbanker har gjort.

Finansutskottet bedömning

Utskottet vill börja med att tacka Karnit Flug och Patrick Honohan för deras rapport och för att de mitt under coronapandemin tog sig an uppgiften att utvärdera Riksbankens penningpolitik under perioden 2015–2020, en av de mest händelserika perioderna i svensk penningpolitisk historia.

Flug och Honohans utvärdering är utskottets fjärde oberoende och externa utvärdering av den svenska penningpolitiken. Utvärderingarna, som tillsammans täcker perioden från det att inflationsmålet officiellt infördes 1995 till coronapandemin 2020, är viktiga delar i riksdagens granskning av penningpolitikens effekter och utformning. Enligt utskottets uppfattning bidrar utvärderingarna i hög grad till den offentliga diskussionen om den svenska penningpolitiken.

Utskottet noterar att flera instanser tar upp utformningen av rapporten i sina remissvar. Till exempel anser Uppsala universitet att rapporten är väldigt artig skriven och att det ibland gör att kritiken blir otydlig. Finansinspektionen tycker att utvärderarnas rekommendationer mer har karaktären av reflektioner än skarpa förslag. Utskottet kan till en del instämma i dessa bedömningar, men det förtar inte det faktum att Flug och Honohan har skrivit en intressant rapport som tar upp många aktuella frågeställningar kring penningpolitikens utformning.

Utskottet kommenterar några av dem nedan.

Under utvärderingsperioden har Riksbanken vidtagit omfattande s.k. okonventionella åtgärder i form av bl.a. negativ ränta och köp av tillgångar för att få upp inflationen mot inflationsmålet. Utvärderarnas övergripande bedömning är att penningpolitiken under perioden varit kraftfull och att politiken skilde sig markant från den penningpolitik som fördes under den tidigare utvärderingsperioden 2010–2015. Utvärderarna konstaterar också att riksbanksdirektionen under den aktuella perioden varit mer enig kring politikens utformning än under den tidigare perioden. Banken lyckades också bättre med att nå inflationsmålet – KPIF-inflationen låg kring inflationsmålet och inom tolerans- och variationsbandet under perioden 2016–2019.

Utskottet delar i stort sett utvärderarnas bedömning. Enligt utskottet bör dock bilden av att Riksbanken under den utvärderade perioden nådde inflationsmålet nyanseras med att inflationsuppgången från 2016 och framåt till en stor del berodde på stigande energipriser och inte på ett ökat underliggande inflationstryck i den svenska ekonomin.

Enligt utvärderarna agerade Riksbanken snabbt och beslutsamt i mars 2020 för att minska de ekonomiska och finansiella effekterna av pandemin. Utskottet delar den bedömningen och har vid flera tillfällen berömt Riksbanken för dess insatser i anslutning till pandemins utbrott och den kraftiga finansiella och ekonomiska nedgången under våren 2020 (t.ex. i förra årets utvärdering av penningpolitiken 2018–2020, bet. 2020/21:FiU24).

Utskottet noterar att utvärderarna ifrågasätter Riksbankens höjningar av reporäntan från –0,5 procent till 0 procent under 2018 och 2019. Höjningarna genomfördes enligt utvärderarna i ett läge när inflationen på nytt var på väg under inflationsmålet samtidigt som inflationsförväntningarna i ekonomin var på väg ned och arbetslösheten var på väg upp. Utskottet noterar också att majoriteten i direktionen inte delar utvärderarnas slutsats i denna fråga (se direktionens remissvar). Utskottet kan dock konstatera att utvärderarnas bedömning av räntehöjningarna ligger ungefär i linje med den bedömning som utskottet gjorde i samband med utskottets granskning av penningpolitiken 2019 (bet. 2019/20:FiU24).

Enligt utvärderarna har negativa räntor och tillgångsköp varit värdefulla penningpolitiska instrument som bör fortsätta att vara en del av Riksbankens penningpolitiska verktygslåda. Utskottet konstaterar dock att utvärderarna anser att instrumenten bör användas med försiktighet och att det saknas en hel del kunskap om deras effektivitet och sidoeffekter, vilket även understryks av flera av remissinstanserna. Utskottet delar utvärderarnas uppfattning att det behövs fördjupade utvärderingar och studier av t.ex. bostadsobligationsköpens effekter på prisutveckling och finansiell stabilitet och köpens effekter på olika marknader och på inkomst- och förmögenhetsfördelningen i samhället, vilket även framgår ovan under utskottets utvärdering av penningpolitiken under perioden 2019–2021.

Till sist konstaterar utskottet att utvärderarna lyfter fram några synpunkter på förslaget till ny riksbankslag som nu bereds i riksdagen (prop. 2021/22:41).

Utskottet väljer att avstå från att kommentera synpunkterna men hänvisar i stället till den sammanhållna beredningen av regeringens proposition i konstitutionsutskottet (bet. 2021/22:KU15) och utskottets yttrande till konstitutionsutskottet med anledning av förslaget (2021/22:FiU2y).

BILAGA

Uppteckningar från den öppna utfrågningen om Riksbankens redogörelse för penningpolitiken 2021 den 10 maj 2022

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

någoting 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. Tolkningen 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 inflationstakten. 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 utomstående 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 företagets prisplaner varit 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 vägt 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 beslutet 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 utbudsdrivet, 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 förhållanden ut? Här ser ni Riksbankens eget index för finansiella förhållanden. 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 annorlunda 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 styrräntan, 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 styrräntan 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 överhettning, 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 konjunkturfuktuationer 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 förstas 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 svärförutsägbar 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 rankningar 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 värdepappren 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 hårdtaget, 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 tillväxttall 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 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 kompensationsstänkande 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 kammare!

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 Wicksellianska 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 nämndes. 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 ökningen 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 struktur-omvandling, 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 jättekorta 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-talsscenariot 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 bomarknad 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 Borianas och Lars.

Du frågade om lärdomar från krisen, Borianas, 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 normaltid utan en ny kris på något sätt. Jag hoppas inte det, men det är ju verkligen 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!

Bilder från den offentliga utfrågningen

Bilder visade av Stefan Ingves



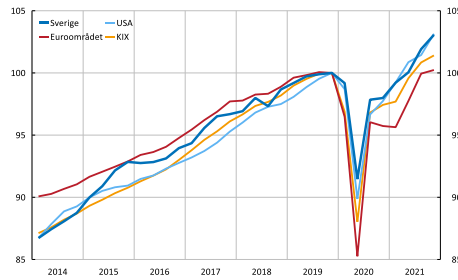
Stefan Ingves
Riksbankschef

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

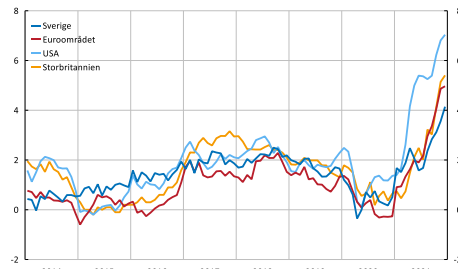


Pandemin fortsatte prägla utvecklingen men de kraftiga BNP-fallen återhämtades 2021



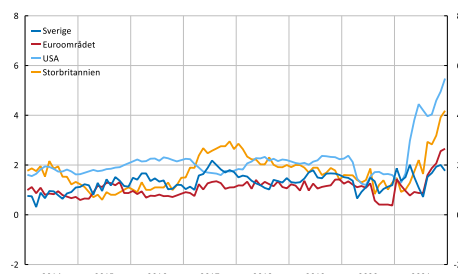
Anm. Index 2019 Q4=100. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden. Källor: Eurostat, nationella källor, SCB, U.S. Bureau of Economic Analysis och Riksbanken.

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

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



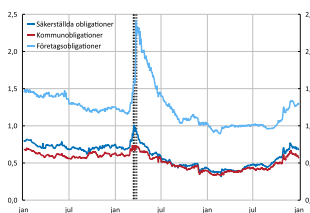
- Ovanligt stora svängningar i inflationen
- KPIF-inflationen oväntat hög i slutet av året
- Underliggande inflation fortfarande låg
- För en inflation varaktigt nära målet
 - Reporäntan kvar på noll



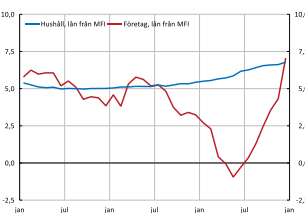
Värdepappersköpen begränsade pandemins effekter på svensk ekonomi



Värdepappersköp bidrog till låga räntor



Utlåningen har hållits uppe



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

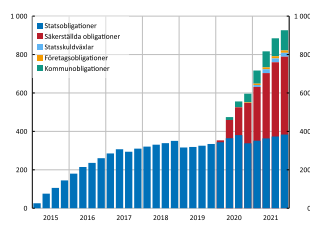
Källor: Bloomberg, Macrobond, Refinitiv, SCB och Riksbanken.

Programmet för värdepappersköp fullföljdes under året



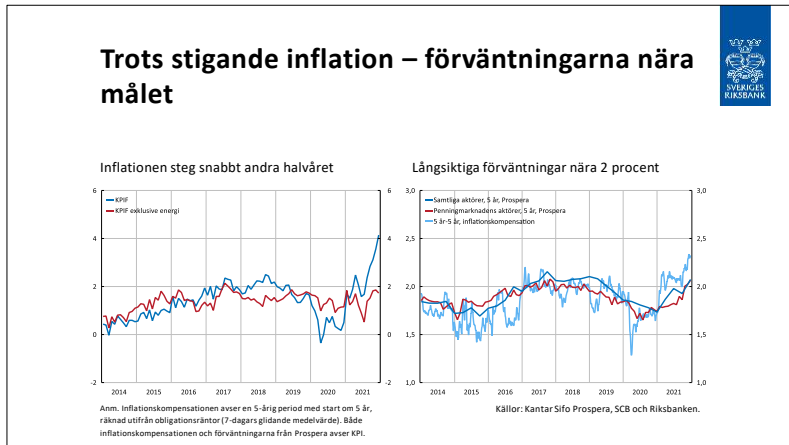
- Krisåtgärder avslutades
- Beslut under sista penningpolitiska mötet 2021
 - Enbart återinvesteringar under 2022
 - Därefter gradvis avtrappning av obligationsinnehavet

Riksbankens värdepappersinnehav 2021



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

Källa: Riksbanken.



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

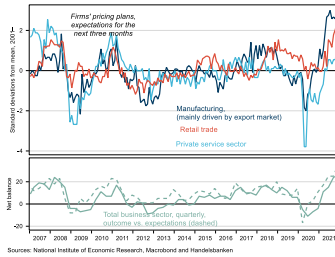
- Inte mycket att säga om prognoserna
- Men hade gärna sett mer resonemang om svårigheterna 2021
- Vilka bedömningar/antaganden som gjordes

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)

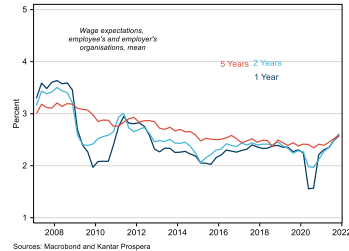
Handelsbanken

Inflationsindikatorer pekade upp men olika mycket

Sweden: Firms' pricing plans



Sweden: Wage expectations on the rise, but still low

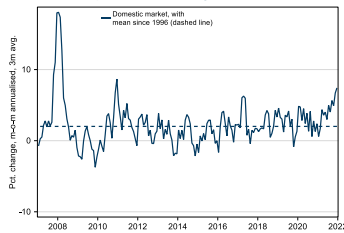


17

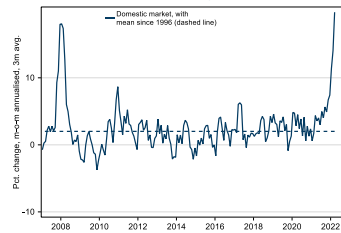
Handelsbanken

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

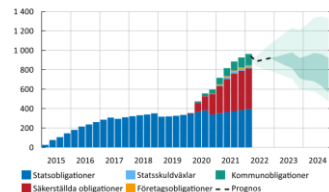
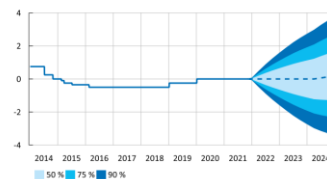


Diagram 9. Reporänta med osäkerhetsintervall

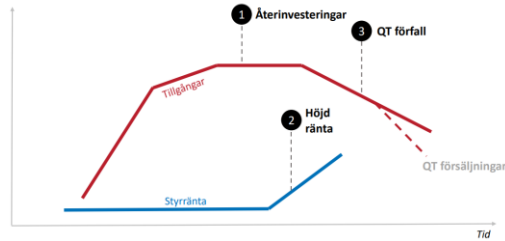
Procent



Handelsbanken

Skingsley 6 maj 2022

Vägen från "QE" till "QT"



Handelsbanken

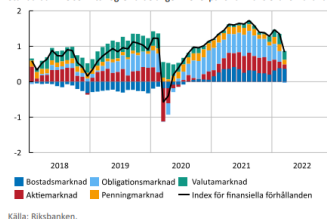
Penningpolitiska överväganden 2021

- 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
Standarddeviater. 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

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 paritet 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

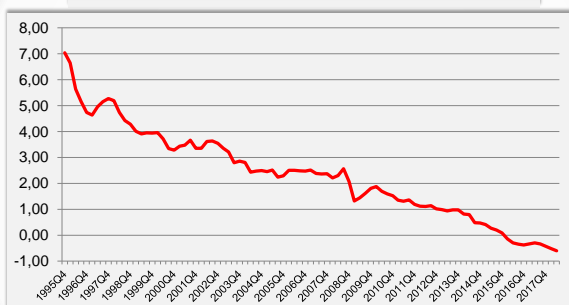
- I normala tider är **styrräntan** centralbankens verktyg.
- **Hög** (låg) ränta **minskar** (ökar) efterfrågan. Flera mekanismer: belånade hushålls kassaflöden, växelkursen, huspriser, lånemöjligheter,...
- Rätt **tajmad** penningpolitik gör att efterfrågan blir mer i paritet med vad ekonomin klarar.
- **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.

Institute for
International Economic Studies
Stockholm University

Estimerad neutral styrränta



Institutionsförväntningar plus neutral realränta från Armelius, Solberger, Spånberg, Research Report 2018:1, Stat. inst. SU

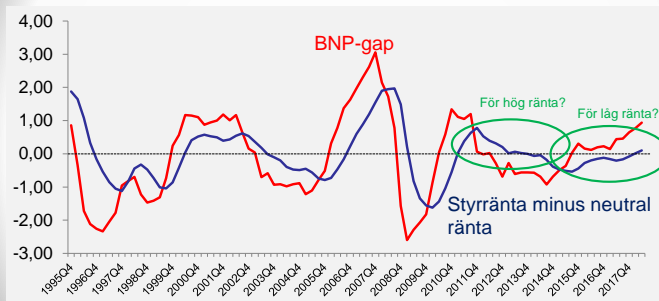
Institute for
International Economic Studies
Stockholm University

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 **sämr**.

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 stimulanpolitik 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 fallera. 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 **inflationförväntningar** 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 **inflationförväntningarna** 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.