

# Finansutskottets betänkande

## 2023/24:FiU24

# Uppföljning och utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2023

---

## Sammanfattning

Utskottet redovisar sin årligt återkommande uppföljning och utvärdering av Riksbankens penningpolitik och föreslår att riksdagen godkänner det som utskottet anför om penningpolitiken 2023. Utvärderingen har fokus på måluppfyllelsen av penningpolitiken 2023 och effektiviteten i de åtgärder som vidtagits.

Ett viktigt underlag för utskottets utvärdering är den redogörelse för penningpolitiken det föregående året som Riksbanken sammanställer och publicerar i detta syfte. Därutöver har utskottet gett i uppdrag åt Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet vid Stockholms universitet att genomföra en extern oberoende utvärdering av penningpolitiken 2023. Den resulterande rapporten *Svensk penningpolitik 2023 (2023/24:RFR15)* har skrivits av professor John Hassler, professor Per Krusell och professor Roine Vestman.

Under loppet av 2023 sjönk inflationen, både i Sverige och i omvärlden. I Sverige sjönk KPIF-inflationen (konsumentprisindex med fast ränta) från en topp på 10,2 procent i december 2022 till 2,3 procent i december 2023. I genomsnitt var KPIF-inflationen 6,0 procent 2023. Utskottet konstaterar att målavvikelsen i förhållande till målet på 2 procent således var stor i genomsnitt under 2023 men att inflationen låg nära målnivån i slutet av året. Att inflationen föll så snabbt berodde till stor del på att energipriserna sjönk, och inflationen exklusive energipriser var därför betydligt högre. Men också ökningstakten i tjänstepriserna, som i större utsträckning avspeglar det inhemska konjunkturläget, vände ned under året. Styrräntan höjdes i fyra steg från 2,5 till 4 procent under loppet av året, samtidigt som penningpolitiken också stramades åt genom direktionens beslut att sälja statsobligationer i en snabbare takt än tidigare. Sammantaget var detta en kraftig åtstramning av penningpolitiken.

Vad kan då sägas om måluppfyllelsen för penningpolitiken 2023?

Som konstaterades ovan var målavvikelsen stor i genomsnitt under 2023, men inflationen låg nära målnivån i slutet av året. Även om nedgången i inflationen delvis berodde på faktorer utanför Riksbankens kontroll konstaterar utskottet att de externa utvärderarnas bedömning är att den åtstramande penningpolitik som fördes och kommunikationen i samband med besluten totalt sett bidrog väsentligt till den positiva utvecklingen. Utskottet konstaterar vidare att de långsiktiga inflationsförväntningarna förblivit förankrade vid inflationsmålet, även under de senaste två åren när inflationen nått tvåsiffriga nivåer. Detta är centralt för Riksbankens viktiga uppgift att förse ekonomin med ett nominellt ankare som hushåll, företag och arbetsmarknadens parter kan basera sina beslut på.

Riksbanken ska utan att åsidosätta målet om prisstabilitet också ta realekonomiska hänsyn. Utskottet noterar att den stramare penningpolitiken enligt Riksbanken har dämpat den ekonomiska aktiviteten och resursutnyttjandet och bidragit till en något högre arbetslöshet. Men samtidigt hade det, som Riksbanken framhåller i redogörelsen, varit värre att låta den höga inflationen bita sig fast, eftersom det skulle försämma förutsättningarna för en långsiktigt god ekonomisk utveckling. Utvärderarna för ett resonemang om hurvida Riksbanken kunde ha avstått från den sista räntehöjningen från 3,75 till 4,0 procent och gör bedömningen att det hade kunnat ge en liten vinst i form av ökad ekonomisk aktivitet. Samtidigt hade det på marginalen enligt utvärderarna ökat risken för att inflationen skulle bita sig fast.

Sammantaget delar utskottet utvärderarnas bedömning att den förda penningpolitiken var väl avvägd med hänsyn tagen till vikten av att förankra förväntningarna vid inflationsmålet. Förtroendet för inflationsmålet upprätthölls och mot slutet av året var inflationstakten nära målet.

På ett par områden anser utskottet att Riksbankens kommunikation kunde ha varit tydligare. Det första gäller Riksbankens räntebanor, som under 2023 avvek kraftigt från marknadens förväntningar om styrräntan. Riksbanken kunde tydligare ha kommunicerat i vilken utsträckning räntebanan är en prognos (och vad denna prognos i så fall bygger på) och i vilken utsträckning den mer handlar om att signalera åtstramningar om inflationen tar fart igen. Utskottet anser också att det fanns otydligheter i kommunikationen av beslutet om att valutasäkra en del av valutaservisen. Riksbankens policybeslut är i allmänhet av stor betydelse för samhällsekonomin, och en utförlig motivering i enlighet med motiveringsskyldigheten i riksbankslagen är centralt för den demokratiska granskningen av besluten.

# Innehållsförteckning

Utskottets förslag till riksdagsbeslut .....	4
Redogörelse för ärendet .....	5
Ärendet och dess beredning.....	5
Utskottets överväganden.....	8
Finansutskottets uppföljning och utvärdering av penningpolitiken	
2023.....	8
Riksbankens redogörelse för penningpolitiken 2023 .....	8
Rapporten Svensk penningpolitik 2023 .....	18
Utskottets ställningstagande.....	27
<i>Bilaga</i>	
Uppteckningar från det offentliga sammanträdet den 28 maj om	
penningpolitiken 2023 .....	32
<i>Tabell</i>	
Tabell Utveckling i KPIF och dess komponenter .....	9
<i>Diagram</i>	
Diagram 1 KPIF, KPIF exklusive energi och variationsband .....	9
Diagram 2 Långsiktiga inflationsförväntningar .....	10
Diagram 3 BNP i Sverige och omvärlden.....	11
Diagram 4 Arbetskraft, sysselsättning och arbetslöshet.....	12
Diagram 5 Styrräntor i Sverige och omvärlden .....	13
Diagram 6 Riksbankens värdepappersinnehav .....	15
Diagram 7 KPIF, prognoser 2023.....	16
Diagram 8 Styrränta, prognoser 2023 .....	16
Diagram 9 KPIF, utfall och prognoser.....	17

# Utskottets förslag till riksdagsbeslut

## **Finansutskottets uppföljning och utvärdering av penningpolitiken 2023**

Riksdagen godkänner det som utskottet anför om penningpolitiken 2023.

Stockholm den 11 juni 2024

På finansutskottets vägnar

*Edward Riedl*

Följande ledamöter har deltagit i beslutet: Edward Riedl (M), Mikael Damberg (S), Oscar Sjöstedt (SD), Gunilla Carlsson (S), Dennis Dioukarev (SD), Björn Wiechel (S), Jan Ericson (M), Ingela Nylund Watz (S), Charlotte Quensel (SD), Adnan Dibrani (S), Ida Drougge (M), Ida Gabrielsson (V), Hans Eklind (KD), Martin Ådahl (C), Janine Alm Ericson (MP), Cecilia Rönn (L) och Kent Kumpula (SD).

# Redogörelse för ärendet

## Ärendet och dess beredning

Riksbanken har ett starkt grundlagsfäst oberoende som ställer höga krav på den demokratiska granskningen av Riksbanken. Finansutskottet har en central uppgift i den granskningen. Finansutskottet ska följa upp och utvärdera Riksbankens verksamhet (7 kap. 9 § andra stycket 4 riksdagsordningen). Finansutskottets uppföljning och utvärdering har i enlighet med lagens förarbeten fokus på Riksbankens måluppfyllelse och effektivitet. I detta betänkande utvärderas Riksbankens penningpolitik med fokus på måluppfyllelsen det senast avslutade kalenderåret, dvs. 2023. Utvärderingsåret 2023 är det första året med den nya riksbankslagen, lagen (2022:1568) om Sveriges riksbank.

Det överordnade målet för Riksbanken är enligt 2 kap. 1 § riksbankslagen att upprätthålla varaktigt låg och stabil inflation (prisstabilitetsmålet). Riksbanken har preciserat målet som att den årliga förändringen av konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) ska vara 2 procent. Inflationsmålet ska fungera som riktmärke för pris- och lönebildningen i ekonomin. Utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet ska Riksbanken dessutom bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning (realekonomiska hänsyn).

### **En årlig uppföljning och utvärdering av penningpolitiken**

Sedan 1999, när 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.

I betänkandet utvärderas penningpolitiken med fokus på måluppfyllelsen det senast avslutade kalenderåret, dvs. 2023. En utvärdering av penningpolitiken ett visst år försvåras av att det tar tid innan politiken får effekt på ekonomin. Eftersom penningpolitiken verkar med fördröjning är den inflation och realekonomiska utveckling som kan observeras 2023 i viss utsträckning resultatet av den penningpolitik som fördes åren före. Av samma skäl kan de åtgärder som Riksbanken vidtog under 2023 utvärderas till fullo först under kommande år.

### *Rapporten Svensk penningpolitik 2023 och Riksbankens redogörelse*

För andra året i rad har finansutskottet lagt ett uppdrag på Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet (Cemof) vid Stockholms universitet att ta fram en rapport som underlag för utskottets årliga utvärdering av penningpolitiken. Resultatet är rapporten Svensk penningpolitik 2023

(2023/24:RFR15) som publicerades den 21 maj 2024.<sup>1</sup> Årets rapport är skriven av professor John Hassler, professor Per Krusell och professor Roine Vestman.<sup>2</sup> Rapporten presenterades vid ett offentligt sammanträde i riksdagen den 28 maj 2024 (se nedan).

Ett annat viktigt underlag för finansutskottets uppföljning och utvärdering av penningpolitiken är Riksbankens publikation Redogörelse för penningpolitiken 2023, som publicerades den 22 mars 2024. Redogörelsen som Riksbanken sammanställer årligen är ett underlag för utvärdering och inte en utvärdering i sig, även om den också innehåller Riksbankens analyser av utfall, prognoser och händelseförlopp.

### **Finansutskottets offentliga utfrågningar om penningpolitiken**

En viktig del av finansutskottets årliga uppföljning och utvärdering av penningpolitiken är utskottets offentliga sammanträden med utfrågningar av Riksbankens direktion. Under försommaren håller utskottet sedan flera år tillbaka en offentlig utfrågning av direktionen med ett bakåtblickande fokus på penningpolitiken det föregående året. I år hölls denna utfrågning den 28 maj 2024. Vid utfrågningen deltog förutom finansutskottets ledamöter riksbankschef Erik Thedéen och vice riksbankscheferna Anna Breman, Per Jansson och Aino Bunge samt författarna till rapporten Svensk penningpolitik 2023 (2023/24:RFR15), professor John Hassler, professor Per Krusell och professor Roine Vestman. Uppteckningarna från utfrågningen den 28 maj finns i bilagan.<sup>3</sup>

Utöver en årlig bakåtblickande utfrågning håller utskottet vanligtvis två offentliga utfrågningar av direktionen varje år om den aktuella penningpolitiken, en på våren och en på hösten.

### **Internationella oberoende utvärderingar av svensk penningpolitik i ett lite längre tidsperspektiv**

Sedan mitten av 00-talet har finansutskottet gett internationella oberoende utvärderare i uppdrag att utvärdera den svenska penningpolitiken i ett lite längre tidsperspektiv ungefär vart femte år. De utvärderare som utskottet anlitat har varit internationella forskare och tidigare centralbankschefer som granskat penningpolitiken sex eller tio år bakåt. Hittills har fyra sådana oberoende utvärderingar av penningpolitiken genomförts.

Den första utvärderingen avsåg perioden 1995–2005 och genomfördes av Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin (2006/07:RFR1, bet. 2006/07:FiU27). Den andra avsåg perioden 2005–2010 och genomfördes av

<sup>1</sup> Förra årets rapport från Cemof hade titeln Utvärdering av penningpolitiken 2022 (2022/23:RFR5) och var skriven av professor John Hassler, professor Per Krusell och docent Anna Seim.

<sup>2</sup> Professor Anna Seim deltog under det inledande arbetet med rapporten tills hon utsågs till vice riksbankschef.

<sup>3</sup> Uppteckningarna från utfrågningen publiceras också som en separat publikation i serien Rapporter från riksdagen (2023/24:RFR18).

Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet (2010/11:RFR5, bet. 2012/13:FiU12). Den tredje avsåg perioden 2010–2015 och genomfördes av Marvin Goodfriend och Mervyn King (2015/16:RFR6, bet. 2015/16:FiU41). Den fjärde och senaste avsåg perioden 2015–2020 och genomfördes av Patrick Honohan och Karnit Flug (2021/22:RFR4, bet. 2021/22:FiU24). Samtliga utvärderingar finns publicerade på riksdagens webbplats<sup>4</sup>.

<sup>4</sup><https://www.riksdagen.se/sv/sa-fungerar-riksdagen/utskotten-och-eu-namnden/finansutskottet/finansutskottets-granskning-av-riksbanken/finansutskottets-utvarderingar-av-penningpolitiken/>.

# Utskottets överväganden

## Finansutskottets uppföljning och utvärdering av penningpolitiken 2023

### Utskottets förslag i korthet

Riksdagen godkänner det som utskottet anför om penningpolitiken 2023. Under loppet av 2023 sjönk inflationen, både i Sverige och i omvärlden. I Sverige sjönk KPIF-inflationen från en topp på 10,2 procent i december 2022 till 2,3 procent i december 2023. I genomsnitt var KPIF-inflationen 6,0 procent 2023. Målavvikelsen i förhållande till målet på 2 procent var således stor i genomsnitt under 2023, men inflationen låg nära målnivån i slutet av året. Styrräntan höjdes i fyra steg från 2,5 till 4 procent under loppet av året, samtidigt som penningpolitiken också stramades åt genom direktionens beslut att sälja statsobligationer i en snabbare takt än tidigare. De långsiktiga inflationsförväntningarna har förblivit förankrade vid inflationsmålet, även när inflationen under de senaste två åren nått tvåsiffriga nivåer. Detta är centralt för Riksbankens viktiga uppgift att förse ekonomin med ett nominellt ankare som hushåll, företag och arbetsmarknadens parter kan basera sina beslut på. Sammantaget delar utskottet utvärderarnas bedömning att den förda penningpolitiken var väl avvägd med hänsyn tagen till vikten av att förankra förväntningarna vid inflationsmålet. Förtroendet för inflationsmålet upprätthölls och mot slutet av året var inflations-takten nära målet. På ett par områden anser utskottet att Riksbankens kommunikation kunde ha varit tydligare.

Inledningsvis sammanfattas i detta avsnitt Riksbankens redogörelse för penningpolitiken 2023. Därefter presenteras forskarnas slutsatser i rapporten *Svensk penningpolitik 2023 (2023/24:RFR15)* som tagits fram på finansutskottets uppdrag av Cemof vid Stockholms universitet. Därefter följer finansutskottets ställningstagande med utskottets överväganden om penningpolitiken.

### Riksbankens redogörelse för penningpolitiken 2023

#### *Inflationen 2023*

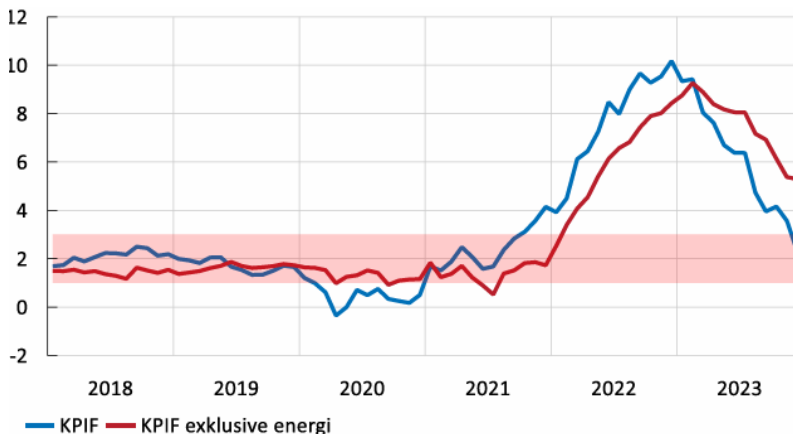
Under 2023 minskade de globala störningarna, vilket tillsammans med en stramare penningpolitik ledde till att inflationen sjönk både i Sverige och i omvärlden. Inflationen exklusive energi minskade dock betydligt långsammare och låg fortfarande på en hög nivå i slutet av året (se diagram 1). Inflationen var något högre i Sverige än i euroområdet och i USA, särskilt om



man rensar bort energipriserna. Det hänger enligt Riksbanken sannolikt samman med att kronan försvagades under stora delar av året och att växelkursens genomslag på inflationen tycks ha varit ovanligt stort.

### Diagram 1 KPIF, KPIF exklusive energi och variationsband

Årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken.

KPIF-inflationen sjönk från en topp på 10,2 procent i december 2022 till 2,3 procent i december 2023. Nedgången i början av året berodde främst på lägre energipriser. Alla stora delindex i KPIF förutom energi ökade mycket mer än normalt under 2023 (se tabell). Tjänstepriserna bidrog mest till KPIF-inflationen, men även bidragen från livsmedels- och varupriserna var historiskt höga. Energipriserna bidrog negativt till KPIF-inflationen under större delen av året.

### Tabell Utveckling i KPIF och dess komponenter

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	Vikt (procent)	2000-2022	2022	2023
Tjänster	46,9	2,0	4,4	6,8
Varor	26,8	-0,11	6,0	7,0
Livsmedel	16,8	2,2	9,3	11,1
Energi	6,3	5,1	32,9	-9,8
Kapitalstock	3,2	5,4	6,9	5,6
KPIF	100	1,8	7,7	6,0

Källa: Riksbanken.

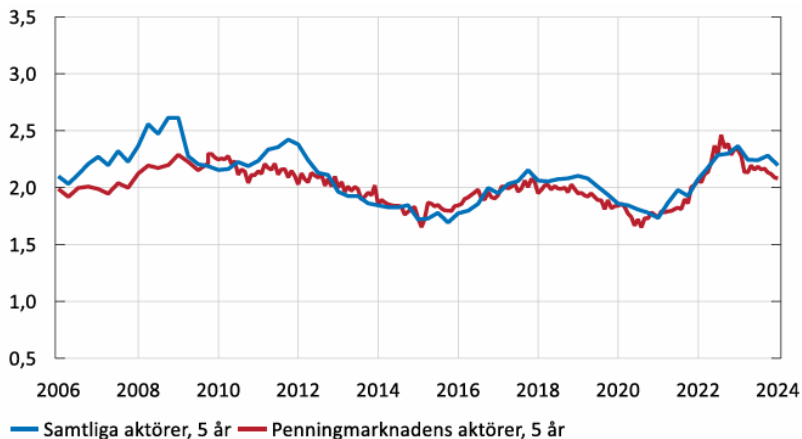
Penningpolitiken och de avklingande effekterna av tidigare utbudsstörningar bidrog enligt Riksbanken till att KPIF-inflationen föll tillbaka relativt snabbt från de höga nivåerna i början av året. I genomsnitt var KPIF-inflationen 6,0 procent 2023 (se tabell). Riksbanken konstaterar att avvikelserna från målet var stora i genomsnitt under året men att den minskade kontinuerligt och var liten i slutet av 2023. Att KPIF-inflationen föll så snabbt berodde till stor del på att energipriserna sjönk. KPIF-inflationen exklusive energipriser var därför

betydligt högre än KPIF-inflationen. Tjänstepriserna, som i större utsträckning avspeglar det inhemska konjunkturläget, ökade i snabb takt, men ökningstakten också i dessa priser vände ned under året.

Riksbankens penningpolitik påverkar inflationen bl.a. genom efterfrågan i ekonomin och förväntningar om hur inflationen ska utvecklas i framtiden. Penningpolitiken påverkar inflationen och realekonomin med viss fördröjning och räntehöjningarna hade därför ännu inte fått full effekt under 2023. Riksbanken betonar att det främsta syftet med inflationsmålet är att det ska fungera som ett långsiktigt riktmärke för pris- och lönebildningen. Därför är det avgörande att ekonomins aktörer litar på att Riksbanken med hjälp av penningpolitiken återför inflationen till målet när störningar har fått den att avvika. Riksbanken konstaterar att de långsiktiga inflationsförväntningarna har förblivit väl förankrade vid inflationsmålet även under de senaste åren när inflationen nått tvåsiffriga nivåer (se diagram 2). Riksbankens bedömning är att den stramare penningpolitiken har varit viktig för att stabilisera de långsiktiga inflationsförväntningarna nära målet.

### Diagram 2 Långsiktiga inflationsförväntningar

Procent



Anm.: Förväntningarna avser KPI.

Källa: Riksbanken.

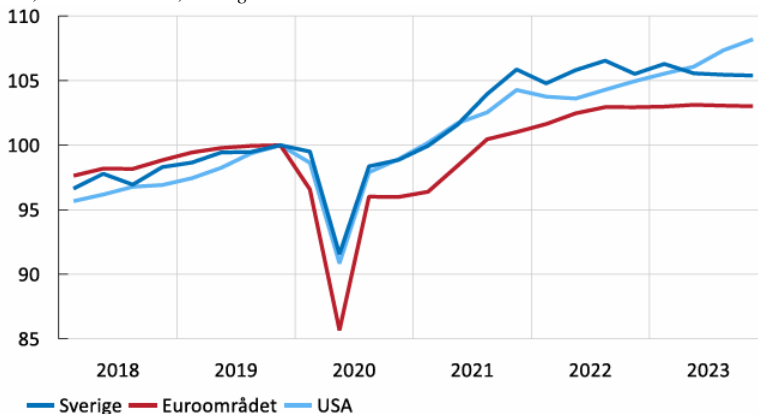
### Den ekonomiska utvecklingen 2023

Efterfrågan i svensk ekonomi var enligt Riksbanken överraskande motståndskraftig mot hög inflation och räntehöjningar och Sveriges BNP ökade under första kvartalet 2023 (se diagram 3). Men den ekonomiska aktiviteten avtog sedan och BNP minskade något. Räntekänsliga delar av ekonomin, som hushållens konsumtion och bostadsinvesteringarna, påverkades enligt Riksbanken mycket av den strama penningpolitiken. Hushållens konsumtion minskade och utvecklingen var svag både ur ett historiskt perspektiv och jämfört med andra länder, vilket hänger samman med de svenska hushållens höga skuldsättning och korta räntebindningstider.

Dessutom föll bostadsinvesteringarna kraftigt eftersom räntehöjningarna successivt dels dämpade efterfrågan på nya bostäder, dels ökade byggföretagens finansieringskostnader samtidigt som byggkostnaderna också ökade. Nettoexporten, näringslivets övriga investeringar och den offentliga konsumtionen bidrog positivt till BNP.

### Diagram 3 BNP i Sverige och omvärlden

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data

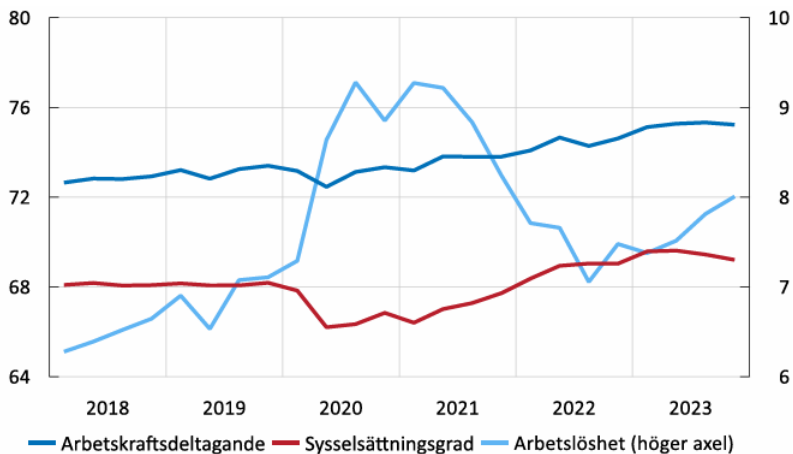


Källa: Riksbanken.

Arbetsmarknaden i Sverige var stark under första halvåret 2023, trots åtstramande penningpolitik och en svag BNP-utveckling (se diagram 4). Dessutom sjönk reallönerna kraftigt till följd av den höga inflationen, och kostnaden för arbetskraft minskade i förhållande till kostnaden för kapital. Detta bidrog enligt Riksbanken sannolikt till en högre efterfrågan på arbetskraft. Under hösten 2023 visade dock även arbetsmarknaden tydliga tecken på att försvagas. Arbetslösheten steg och efterfrågan på arbetskraft dämpades tydligt. Vissa branscher, som bygg och handel, drabbades hårdare.

### Diagram 4 Arbetskraft, sysselsättning och arbetslöshet

Procent av befolkningen respektive arbetskraften, 15–74 år



Källa: Riksbanken.

Riksbanken ska, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning. Aktivitetsnivån i ekonomin sammanfattas ofta i olika mått på resursutnyttjandet. Riksbankens sammanlagda bedömning är att resursutnyttjandet minskade under 2023 och var lägre än normalt i slutet av året.

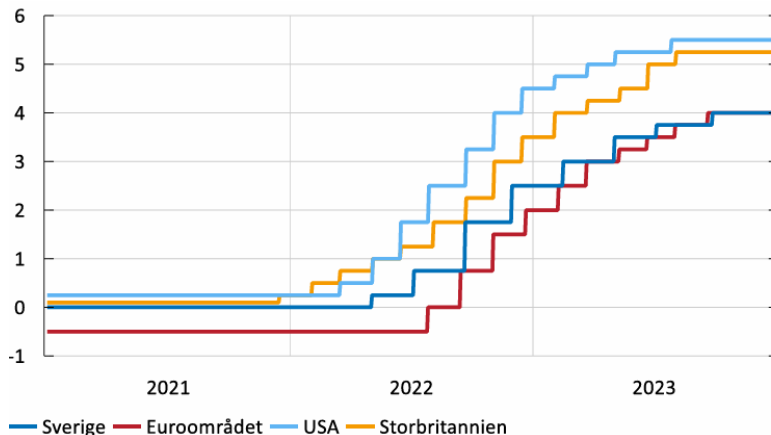
Riksbanken framhåller att syftet med räntehöjningarna har varit att få inflationen tillbaka till målet inom rimlig tid, utan att bromsa den ekonomiska aktiviteten onödigt mycket. Den stramare penningpolitiken har dämpat den ekonomiska aktiviteten och resursutnyttjandet och bidragit till en något högre arbetslöshet. Men det hade enligt Riksbanken varit värre att låta den höga inflationen bita sig fast. Hög inflation är skadligt för ekonomin och genom att nå en varaktigt låg och stabil inflation skapar penningpolitiken förutsättningar för en långsiktigt god ekonomisk utveckling.

#### *Riksbankens prognoser och penningpolitiska överväganden 2023*

Liksom många andra centralbanker höjde Riksbanken styrräntan i snabb takt under 2022 för att hindra den höga inflationen från att bita sig fast i pris- och lönebildningen. De globala finansiella förhållandena blev tydligt stramare och i början av 2023 började styrräntorna få allt tydligare effekter på efterfrågan. De flesta stora centralbanker växlade ned takten i höjningarna under våren 2023 (se diagram 5).

## Diagram 5 Styrräntor i Sverige och omvärlden

Procent



Källa: Riksbanken.

Under loppet av 2023 höjde Riksbanken styrräntan sammantaget från 2,5 procent till 4 procent. Direktionen beslutade också att sälja statsobligationer så att Riksbankens innehav av värdepapper skulle normaliseras i snabbare takt.

Riksbankens direktion höll fem penningpolitiska möten under 2023. I anslutning till dem publicerade Riksbanken också en penningpolitisk rapport med prognoser för styrräntan, inflationen och andra ekonomiska variabler.

- Vid mötet i *februari* beslutade direktionen att höja Riksbankens styrränta med 0,5 procentenheter till 3,0 procent. Direktionen beslutade också att Riksbanken fr.o.m. april skulle sälja statsobligationer motsvarande 3,5 miljarder kronor per månad så att innehavet av värdepapper skulle minska i snabbare takt samt att erbjuda större volymer riksbankscertifikat i de veckovisa penningpolitiska operationerna.
- Vid mötet i *april* beslutade direktionen att höja Riksbankens styrränta med 0,5 procentenheter till 3,5 procent. Förste vice riksbankschef Anna Breman och vice riksbankschef Martin Flodén reserverade sig mot beslutet. De ville i stället höja styrräntan med 0,25 procentenheter.
- Vid mötet i *juni* beslutade direktionen att höja Riksbankens styrränta med 0,25 procentenheter till 3,75 procent. Direktionen beslutade också att öka takten i försäljningarna av statsobligationer från 3,5 till 5 miljarder kronor per månad fr.o.m. september.
- Vid mötet i *september* beslutade direktionen att höja Riksbankens styrränta med 0,25 procentenheter till 4 procent.
- Vid mötet i *november* beslutade direktionen att lämna Riksbankens styrränta oförändrad på 4 procent men betonade att man hade beredskap att höja den ytterligare om inflationsutsikterna skulle försämrats. Direktionen kommunicerade också att Riksbanken övervägde att öka takten i försäljningarna av statsobligationer ytterligare under 2024 och att

ett beslut om detta kunde komma att fattas i samband med det penningpolitiska mötet i januari 2024.<sup>5</sup>

Direktionens penningpolitiska diskussioner under 2023 handlade mycket om i vilken utsträckning utbudsdrivna prisökningar på exempelvis energi och livsmedel skulle fortsätta att sprida sig till andra priser. En central fråga var också hur stor påverkan den starka efterfrågan efter pandemin hade haft på inflationsuppgången.

Riksbanken konstaterar att banken tillhör de centralbanker som har höjt styrräntan till en förhållandevis låg nivå trots att uppgången i inflationen i Sverige var relativt snabb och inflationstoppen relativt hög. Den svenska ekonomin är räntekänslig, och en viktig faktor i sammanhanget var de svenska hushållens höga skuldsättning och korta räntebindningstider. Penningpolitiken har varit inriktad på att få inflationen tillbaka till målet inom rimlig tid, utan att bromsa in ekonomin onödigt mycket.

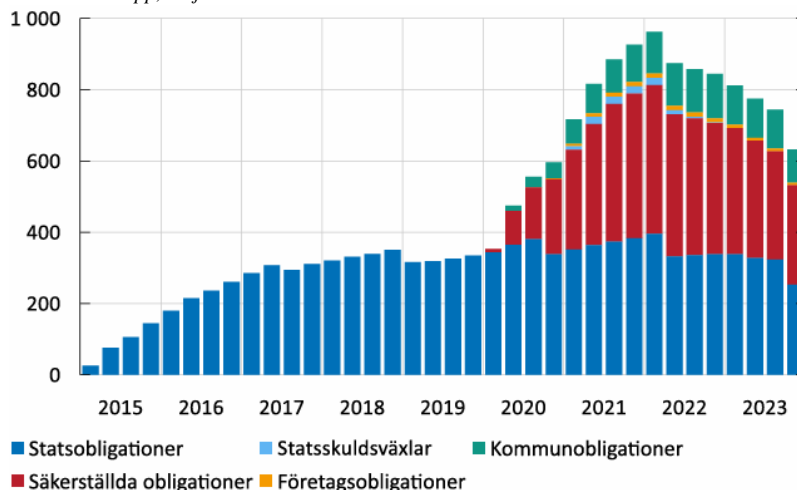
Den höga inflationen under 2023 bedömdes av Riksbanken fortfarande utgöra en risk för att utbudsdrivna prisimpulser skulle spridas i ekonomin genom s.k. indirekta effekter och andrahandseffekter. Kostnadsökningarna hade i snabbare och högre grad än tidigare förts över till konsumenterna och dessa verkade också i större utsträckning än tidigare acceptera prisökningar. Växelkursens utveckling och hur den har påverkat inflationen och realekonomin var också en viktig faktor i sammanhanget. Mot slutet av året började kronans växelkurs förstärkas, vilket bidrog till att risken för fortsatt alltför hög inflation minskade. Men osäkerheten kring företagens kostnader och hur dessa förs vidare till konsumentpriserna fortsatte att vara en central fråga i diskussionerna om risker när det gällde inflationsutvecklingen.

Diagram 6 visar Riksbankens värdepappersinnehav. Sammantaget bedömde Riksbanken att försäljningarna under året skulle bidra till en starkare krona och förbättra Riksbankens möjligheter att dämpa inflationen. Aktörer som är aktiva på de svenska valuta- och räntemarknaderna har angett i Riksbankens finansmarknadsenkät att marknadernas funktionssätt och likviditet förbättrades under 2023 och att Riksbankens försäljning av statsobligationer bidrog till detta.

<sup>5</sup> Så blev också fallet. Riksbanken beslutade den 31 januari 2024 att utöka försäljningarna av statsobligationer från 5 till 6,5 miljarder kronor per månad fr.o.m. februari 2024.

## Diagram 6 Riksbankens värdepappersinnehav

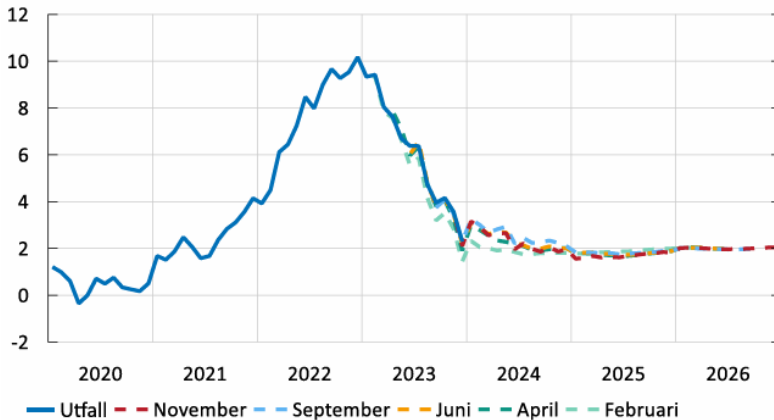
Nominellt belopp, miljarder kronor



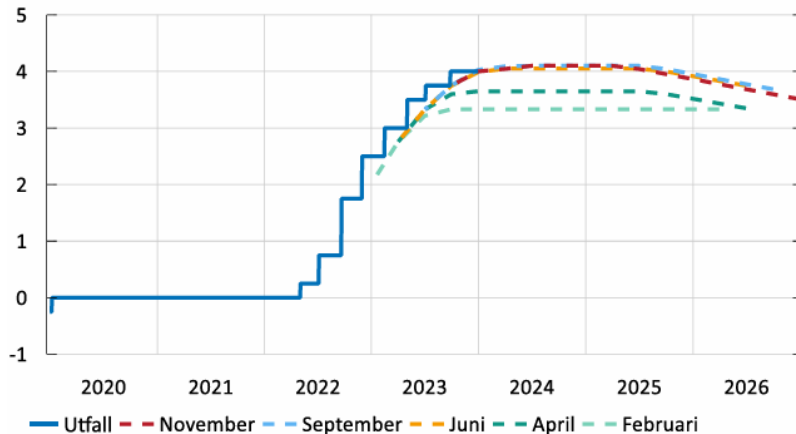
Källa: Riksbanken.

Eftersom det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen och realekonomin vägleds de penningpolitiska besluten av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Effekterna av 2022 års räntehöjningar och avklingande effekter av tidigare utbudsstörningar väntades bli tydliga först 2023 och prognoserna pekade på att inflationen skulle falla mot målet det året. KPIF-inflationen sjönk också i linje med Riksbankens prognoser, se diagram 7. Men det måttet präglas mycket av vad som händer med de volatila elpriserna. Under det första halvåret blev KPIF exklusive energi vid flera tillfällen påtagligt högre än vad Riksbanken hade förväntat sig.

För att säkerställa att inflationen skulle sjunka och stabiliseras vid målet inom rimlig tid behövde penningpolitiken bli mer åtstramande under 2023 än vad Riksbanken hade förväntat sig, och prognosen för styrräntan reviderades upp under första halvåret, se diagram 8. Sedan mitten av 2023 har den ekonomiska utvecklingen sammantaget varit i linje med Riksbankens prognoser. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi minskade påtagligt och aktiviteten i svensk ekonomi bromsade in.

**Diagram 7 KPIF, prognoser 2023***Årlig procentuell förändring*

Källa: Riksbanken.

**Diagram 8 Styrränta, prognoser 2023***Procent*

Källa: Riksbanken.

*Utvärdering av Riksbankens prognoser från 2022*

I redogörelsen redovisar Riksbanken prognoserna från 2022 för att utvärdera hur väl olika prognoser – i synnerhet prognoserna för inflationen – stämde överens med utfallen och för att förklara orsakerna bakom eventuella prognosfel.

Riksbanken konstaterar att bankens prognoser från 2022 för BNP-utvecklingen i omvärlden 2023 var ungefär i linje med utfallen, medan prognoserna för svensk BNP underskattade utvecklingen. Inflationsutvecklingen för 2023 underskattades av Riksbanken i både omvärlden och Sverige, framför allt i prognoserna från första hälften av 2022. I takt med att inflationen steg reviderades prognoserna upp. Riksbankens prognosfel blev

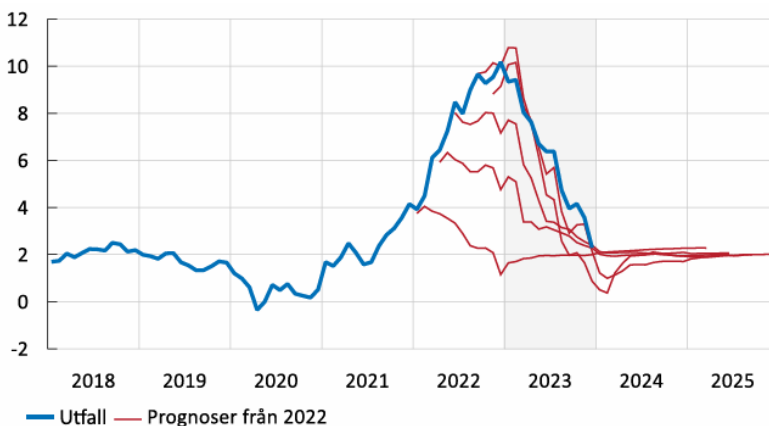


därmed allt mindre, och prognoserna från andra hälften av 2022 var förknippade med små prognosfel för den svenska KPIF-inflationen (se diagram 9).

Att prognoserna från framför allt första hälften av 2022 underskattade inflationen berodde enligt Riksbanken på att de utbudsproblem som hade uppstått i samband med pandemin avtog långsammare än förväntat och att styrkan i efterfrågan under återhämtningen efter pandemin underskattades. Det fick utdragna effekter som innebar att världsmarknadspriserna på råvaror, insatsvaror och livsmedel steg mer än väntat. I synnerhet steg energipriserna kraftigt, vilket till stor del berodde på olika effekter av Rysslands illegala invasion av Ukraina. En följd av att inflationsprognoserna underskattade inflationstrycket blev att även prognoserna för styrrentan uppvisade stora prognosfel.

### Diagram 9 KPIF, utfall och prognoser

Årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken.

En viktig faktor som påverkar prisutvecklingen är växelkursen. I början av 2022 började kronan trendmässigt att försvagas – en trend som fortsatte under större delen av 2023. Riksbankens prognoser från 2022 indikerade dock att kronan skulle stärkas, vilket har inneburit att Riksbanken systematiskt har överskattat växelkursens styrka. Riksbankens prognoser för växelkursen baseras bl.a. på en bedömning av den långsiktiga nivån på den reala växelkursen och att kronan inom en inte alltför lång tid ska börja anpassas mot denna nivå. En faktor som enligt Riksbanken kan ha bidragit till felbedömningen av kronkursen är att den amerikanska centralbanken höjde räntan snabbare och tidigare än andra centralbanker, vilket bidrog till att många valutor försvagades mot dollarn. En annan anledning kan vara att de finansiella marknaderna präglades av en allmänt större känslighet för risker, bl.a. på grund av det globala säkerhetsläget. Om aktörerna på marknaderna upplevde risker specifikt kopplade till den svenska ekonomin kan det också ha spelat in. Det finns enligt Riksbanken även tecken på att de placeringsstrategier som aktörerna använde bidrog till den svaga utvecklingen av kronan.

### *Riksbanken kommenterar den penningpolitiska debatten 2023 och frågor inför framtiden*

Riksbanken kommenterar i redogörelsen (avsnitt 4.2) också debatten om penningpolitiken under 2023. Debatten handlade bl.a. om Riksbankens höjningar av räntan och om huruvida dessa har varit nödvändiga. En del bedömare menar att räntehöjningar inte är effektiva eftersom den höga inflationen under 2022 och 2023 i hög grad har berott på internationella prisökningar på energi och livsmedel. En relaterad diskussion utgår från att det har krävts relativt betydande räntehöjningar men att det hade räckt om styrräntan hade stannat på en något lägre nivå än 4 procent. Hur penningpolitiken och finanspolitiken bör samspela var ett annat ämne som diskuterades, av några debattörer kopplat till frågan om huruvida delegeringen av penningpolitiken till en självständig riksbank är ett problem.

En viktig fråga inför framtiden som Riksbanken berör i redogörelsen (avsnitt 4.3) är vad som händer med den neutrala realräntan framöver. Om den neutrala räntan fortsätter att vara låg ökar sannolikheten att centralbankerna även framöver kommer att ha svårt att använda styrräntan för att stabilisera resursutnyttjandet och nå inflationsmålet. Riksbanken menar att osäkerheten kring den neutrala realräntans utveckling framöver är betydande.

I Riksbankens redogörelse finns två fördjupningar. I den ena beskrivs de alternativa scenarier som Riksbanken använde sig av i de penningpolitiska rapporterna 2023 och hur de integrerades i penningpolitiken. I den andra redogörs för Riksbankens penningpolitiska utvecklingsarbete. Att förstå inflationens drivkrafter och analysera hur ekonomin påverkas när styrräntan och värdepappersinnehavet förändras var fokus för utvecklingsarbetet 2023. En viktig fråga var i vilken utsträckning företagens prissättningsbeteende har förändrats under de senaste åren med hög inflation. Det är enligt Riksbanken tydligt att sambanden mellan producentpriser och konsumentpriser, mellan energipriser och konsumentpriser och mellan växelkurs och inflation inte har följt historiska mönster.

### **Rapporten Svensk penningpolitik 2023**

Rapporten Svensk penningpolitik 2023 (2023/24:RFR15) har tagits fram av Cemof vid Stockholms universitet på uppdrag av finansutskottet. Utvärderare och rapportförfattare är professor John Hassler, professor Per Krusell och professor Roine Vestman (fortsättningsvis utvärderarna).

Rapporten innehåller ett bakgrundsavsnitt som beskriver den teori och empiri som är speciellt relevant för 2023 års penningpolitik (avsnitt 2). Vidare beskrivs den makroekonomiska utvecklingen under året, med särskilt fokus på de händelser som har bäring på utvärderingen (avsnitt 3). Därefter redogörs för den förda penningpolitiken och kommunikationen om den i samband med de fem ordinarie penningpolitiska mötena (avsnitt 4) I samma avsnitt görs en jämförelse med penningpolitiken i andra länder. Själva utvärderingen, dvs. bedömningen av måluppfyllelsen för penningpolitiken och om politiken varit

väl avvägd, behandlas i avsnitt 5 i rapporten. I avsnitt 6 tar utvärderarna upp ett par frågeställningar som sätter ramarna för penningpolitiken och som de menar vore betjänta av en framtida analys. Avsnitt 7 i rapporten innehåller utvärderarnas sammanfattande slutsatser. I det följande refereras i huvudsak avsnitt 5 i rapporten med själva utvärderingen av penningpolitiken.

### *Måluppfyllelsen för prisstabilitetsmålet enligt utvärderarna*

Utvärderarna frågar sig om Riksbanken har uppnått målet om prisstabilitet. De konstaterar att inflationen under hela året låg över det långsiktiga målet men att den samtidigt också kontinuerligt föll markant. Ökningstakten för KPIF över det senaste året var 10,2 procent i december 2022, medan den var nere på 2,3 procent i december 2023. Att inflationen föll med nästan 8 procentenheter och i slutet på året var mycket nära målet måste enligt utvärderarna ses som ett tillfredsställande utfall – den höga inflationen tycks inte ha bitit sig fast. En viktig orsak till att inflationen föll är att ett antal inflationsdrivande chocker (energipriser m.m.) klingade av. Dessa ligger mestadels utanför Riksbankens kontroll, men utvärderarna bedömer att den åtstramande politik som fördes och kommunikationen om den i samband med de penningpolitiska besluten totalt sett bidrog väsentligt till den positiva utvecklingen. Lönerörelsen präglades av återhållsamhet och påverkades tydligt av Riksbankens politik för att få ned inflationen. Framför allt bygger de löneavtal som ingicks på att Riksbanken kommer att lyckas med att nå det långsiktiga inflationsmålet.

Man kan enligt utvärderarna invända att en ännu högre styrränta sannolikt skulle ha lett till ett ännu snabbare fall i inflationen. Mer specifikt kan man föreställa sig att räntan kunde ha höjts kraftigare och tidigare. Dock är det problematiskt för marknadens aktörer och för ekonomin som helhet med tvära kast i räntan – kraftiga, plötsliga höjningar bör undvikas. Under 2023 höjdes räntan successivt och även mer än vad som planerats i slutet av 2022. En tolkning av detta är enligt utvärderarna att inflationshotet underskattades även i slutet av 2022, dvs. inte bara tidigare under året. Under 2023 däremot bedrevs penningpolitiken snarare enligt utvärderarna med en stor känslighet för signaler om hög eller ihållande inflation. Styrränteändringarna under 2023 var sannolikt inte heller så betydande för just inflationsutfallet under det året, eftersom det normalt finns en fördröjning i denna mekanism på ett till två år.

En utvärdering av penningpolitiken för 2023 kan emellertid inte stanna vid att konstatera att inflationen fortsatte att ligga över målet större delen av året, eller för den delen att den vid slutet av året hamnade rätt. Riksbankens viktigaste uppgift, särskilt i tider som dem vi gått igenom, är enligt utvärderarna snarare att slå vakt om det övergripande förtroendet för inflationsmålet. Utvärderarna betonar värdet av förankrade inflationsmål och framhåller att historien har lärt oss att inflationen, utan en tillräckligt åtstramande politik och förväntningar om en sådan, kan bita sig fast i ekonomin långt efter det att prischocker försvunnit. Det blir därför centralt att

merparten av aktörerna i ekonomin har en bild av den framtida inflationsutvecklingen som sammanfaller med det långsiktiga inflationsmålet. En förankringsmetafor kan tydliggöra. När man ligger för ankar med en båt i hårt väder är det lätt att inse när ankaret lossnat, men då är det svårt att hantera situationen. Så länge ankaret håller är det däremot svårt att avgöra hur mycket mer det tål innan det släpper. Att vänta med räntehöjningar är, menar utvärderarna, att likna vid att vänta med att lägga ut mer ankare. Det är en chansning och därför ett ofullständigt ansvarstagande för en centralbank, åtminstone om räntehöjningarna och kommunikationen om dem inte bedöms som mycket skadliga för ekonomin. Sammanfattningsvis pekar det mesta enligt utvärderarna nu på att marknadens långsiktiga inflationsförväntningar ligger på målet, och Riksbankens penningpolitik, i kombination med en liknande politik i vår omvärld, har enligt utvärderarna varit avgörande för detta.

Den höga inflation vi sett i Sverige under de senaste dryga två åren startade inte på grund av för högt efterfrågetryck, utan i stället var orsaken olika utbudsstörningar som högre energipriser och uppgång i andra världsmarknadspriser. I makroekonomiska modeller med långsiktiga inflationsförväntningar som är förankrade vid målet kommer sådana inflationsimpulser inte att varaktigt driva upp inflationen så länge centralbanken följer sitt vanliga reaktionsmönster. Detta menar utvärderarna nog också är en bra beskrivning av verkligheten, även för den extrema period vi gått igenom. Givet att inflationsförväntningarna är förankrade hade det inte varit nödvändigt att höja räntan så mycket att ekonomin drivs in i en lågkonjunktur med ökande arbetslöshet och negativa BNP-gap. När utbudsstörningarna klingat av hade inflationen efter en tid återgått till målet, inte direkt men i en acceptabel takt. Problemet med denna analys är dock att den är partiell. Den förutsätter att de långsiktiga inflationsförväntningarna är förankrade. Om förankringen hade lossnat hade återgången till målet inte skett. Höga räntor, och kommunikation som indikerade ett fortsatt högt ränteläge, minskade rimligen risken för att inflationsförväntningarna skulle tappa sin förankring. Detta ger ett starkt och välgrundat motiv för en mer åtstramande penningpolitik, även om den också medför icke negligerbara realekonomiska kostnader. Men just när syftet är detta ger modellerna liten vägledning om exakt hur mycket ytterligare åtstramning som krävs. Utvärderarnas samlade bedömning är att Riksbanken på ett avgörande sätt under 2023 bidrog till att inflationsförväntningarna inte tappade sin förankring.

### *Har politiken varit väl avvägd?*

Under 2023 höjdes styrrentan från 2,5 till 4 procent i fyra steg. Utvärderarna har ovan betonat vikten av att värna det långsiktiga inflationsmålet och dragit slutsatsen att den politiken sammantaget varit framgångsrik. Utvärderarna ställer sig också frågan om man dessutom kan hävda att de enskilda räntebesluten varit välavvägda. Detta är enligt utvärderarna långt ifrån

uppenbart vid en första anblick. Under året föll inflationen undan för undan och konjunkturen försämrades gradvis. BNP-tillväxten sjönk till noll och arbetslösheten blev kvar kring 8 procent med en viss, om än marginell, ökning. Ett första intryck är då enligt utvärderarna att räntebesluten verkar bakvända: Ju svagare konjunkturen är och ju lägre inflationen är, desto lägre bör ju styrräntan vara, åtminstone enligt gängse teori. Mer konkret används en hög ränta för att dämpa efterfrågan, vilket påverkar realekonomin negativt och sänker inflationen. Resonemanget skulle alltså tala för högre räntor initialt och lägre räntor allt eftersom konjunkturen försvagades. Varför fattade då Riksbanken dessa till synes bakvända beslut?

Det hade enligt utvärderarna möjligen varit rimligt att höja styrräntan snabbare än vad som skedde. Dessutom fanns det ett uppdämt behov av inflationsbekämpning eftersom 2022 års räntor hade börjat höjas lite sent. Men utvärderarna har samtidigt pekat på det önskvärda i att göra stegvisa styrränteförändringar, medan man indikerar att stegen kommer att fortsätta i en viss riktning. Utvärderarna anser därför att höjningarna i början av 2023 går att försvara på dessa grunder. De noterar emellertid också att räntorna som bestämdes senare under året blev högre än planerat. Även om räntebanorna tidigt indikerade ytterligare höjningar framöver, vilket bidrog till större åtstramning än vad den aktuella styrräntan i sig kunde åstadkomma, höjdes räntan sedan successivt mer än väntat – mer än Riksbanken själv aviserat – och detta gällde även den kommunicerade räntebanan, vilken undan för undan lyftes upp. Fanns det argument för dessa ytterligare höjningar? Kunde man t.ex. ha avstått från den sista räntehöjningen till 4,0 procent och eventuellt redan under slutet av 2023 ha indikerat nära förestående räntesänkningar? I medierna framförde flera debattörer att det borde ha gjorts. Argumentet var att inflationsutfallen under de senaste månaderna varit i linje med inflationsmålet och att ekonomin var svag.

För att resonera om detta påstående visar utvärderarna i rapporten (figur 5.2) hur inflationen under de tre, sex och tolv senaste månaderna utvecklats under 2021–2023. Utvärderarna menar att genomsnittet för de tre senaste månaderna är så volatilt att det ger en dålig vägledning för den underliggande trenden. Utvärderarna tolkar Riksbankens beslut, utifrån den kommunikation som framförts, som ett resultat av en förhållandevis stark oro för en ihållande inflation baserat på en oväntat stark inhemsk efterfrågan. I utvärderingen visas också att många underliggande prisökningar höll i sig, med speciell eftersläpning framför allt inom tjänstesektorn. Den sammanlagda bilden är enligt utvärderarna att Riksbanken 2023 var mycket känslig för indikationer på en ihållande inflation och använde styrränteökningar och en kommunicerad räntebana som motvikt. Utvärderarna menar att Riksbanken hade rätt i denna inställning. ”Kriget mot inflationen” kunde definitivt inte anses som vunnit redan under sommaren eller hösten 2023 utifrån de skakiga signaler som kom in. Det hade enligt utvärderarna möjligen varit acceptabelt att avstå från den sista räntehöjningen och låta styrräntan ligga kvar på 3,75 procent i stället för att höja till 4,0 procent. Detta hade dock enligt utvärderarna gett en liten vinst

i form av ökad ekonomisk aktivitet men samtidigt på marginalen ökat risken för att inflationen skulle bita sig fast. Det är också sannolikt att en något snabbare höjning av styrräntan under våren hade gjort det mer rimligt att inte gå hela vägen till 4 procent. Men inte ens i efterhand går det enligt utvärderarna att med någon säkerhet avgöra om detta hade lett till ett bättre utfall. Därför är utvärderarnas bedömning att det inte finns anledning att kritisera Riksbankens beslut.

### *Inflationsprognoserna mer träffsäkra*

När det gäller Riksbankens inflationsprognoser konstaterar utvärderarna att dessa såg bra ut under året jämfört med utfallet. Det är en stor förbättring jämfört med föregående år. En möjlighet är att Riksbanken har justerat sin syn på inflationsdynamiken och därmed fångade denna bättre under 2023 än under 2022. En annan möjlighet är dock att data under 2023 betedde sig gynnsammare. Under 2023 såg nämligen alla prognoser ut som under 2022, dvs. den förutspådda banan var helt enkelt en sjunkande inflation fr.o.m. prognostillfället, vilket var fel 2022 men rätt 2023. Det är svårt att avgöra vilken av dessa tolkningar som är korrekt. Utvärderarna anser att det vore önskvärt att Riksbanken förklarade hur prognoserna är framtagna (såväl för inflation som för ränta). Många olika prognosmodeller finns att tillgå, och vilka modeller används eller tillmäts högst vikt? I vilken utsträckning görs ”handpåläggning”? Det sistnämnda kan förstås vara motiverat i många fall, speciellt under historiskt ovanliga episoder. En mer transparent redogörelse vore värdefull, menar utvärderarna.

I förra årets rapport<sup>6</sup> efterlystes betingade prognoser, eller alternativa scenarier. Utvärderarna ser det som positivt att alternativa scenarier fått en mycket mer framträdande roll; de förekommer i samtliga penningpolitiska rapporter fr.o.m. april 2023.

### *Räntebanorna långt ifrån marknadens förväntningar*

När det gäller Riksbankens kommunikation är utvärderarna generellt positiva och menar att Riksbankens kommunikation står sig väl internationellt. Dock framförs ett par specifika invändningar. Utvärderarna konstaterar att Riksbankens räntebanor under 2023 låg långt ifrån marknadens förväntningar och alltså bedömdes ha låg trovärdighet. Den största avvikelsen var att Riksbanken signalerade högre räntor under längre tid än marknaden såg som rimligt. Utvärderarna anser att Riksbanken behöver analysera avvikelserna mellan den publicerade räntebanan och de marknadsbaserade förväntningarna för att bedöma vad som ligger bakom dem. Sådana avvikelser kan enligt utvärderarna i princip bero såväl på skillnader i bedömningen av den makroekonomiska utvecklingen som på skillnader i bedömningen av

<sup>6</sup> Utvärdering av penningpolitiken 2022 (2022/23:RFR5).

Riksbankens handlingsmönster, alltså vilken penningpolitik en given makroekonomisk utveckling leder till.

Utvärderarnas slutsats är att gapet mellan Riksbankens räntebana och den räntebana som marknaden förväntar sig beror på att marknaden inte riktigt tror på Riksbankens handlingsmönster så som det kommer till uttryck i räntebanorna. Detta kan ses som ett potentiellt trovärdighetsproblem. Om räntebanorna alltför ofta uppfattas som osannolika av marknaden, trots en delad syn på konjunkturutvecklingen, finns det en viss risk att Riksbanken skulle ha svårt att påverka förväntningarna genom justeringar i räntebanan. Särskilt i en situation där inflationen återigen tar fart och inflationsförväntningarna stiger är det helt avgörande att marknadsaktörerna tror att Riksbanken kommer att göra det som den säger att den ska göra. Riksbanken borde enligt utvärderarna tydligare ha kommunicerat i vilken utsträckning räntebanan är en prognos (och vad denna prognos i så fall bygger på) och i vilken utsträckning den mer handlar om att signalera åtstramningar om inflationen tar fart igen.

### *Kommunikationen om besluten om valutareservens kursrisk*

Riksbanken fattade i anslutning till sitt penningpolitiska septembermöte ett beslut om att successivt minska kursrisken för en del av valutareserven. En förannonsering av denna typ av politik gjordes också i juni. Åtgärderna innebar att Riksbanken sålde utländsk valuta som anskaffades genom att Riksbanken samtidigt ingick avtal om att byta svenska kronor mot dollar och euro till fixerade kurser, ett s.k. swapavtal. I dessa ingår att bytet ska återgå vid en bestämd framtida tidpunkt. Åtgärderna gör att valutareservens värde i svenska kronor blir något mindre känsligt för variationer i valutakurserna. Detta har kallats att ”valutasäkra” valutareserven, men det är ett uttryck som enligt utvärderarna inte är helt tillfredsställande. Visserligen minskar kursrisken genom dessa åtgärder, men de leder också till att en del av valutareserven binds upp för den händelse att det blir svårt att rulla över swapavtalen när de löper ut. Om en kris skulle uppstå då svenska banker snabbt behöver utländsk valuta och Riksbanken också behöver betala tillbaka utländsk valuta är tillgången till utländsk valuta lägre.

Åtgärderna som vidtogs innebar en lägre valutaexponering, dvs. från det bredare konsoliderade statsperspektivet en lägre valutarisk för staten, mätt i kronor, samt en realisering av de vinster som gjorts genom kronans successiva fall. I den utsträckning valutareserven är just en reserv i meningen att den huvudsakligen är till för att användas i extraordinära situationer är dock kortsiktiga värdefluktuationer av begränsad samhällsekonomisk betydelse.

Bakgrunden till Riksbankens beslut om valutareserven kunde enligt utvärderarna ha kommunicerats mycket tydligare. Om det var ett beslut som främst ansågs viktigt utifrån det konsoliderade statsperspektivet – att minska valutarisken i statens samlade portfölj – borde detta ha tydliggjorts. Samtidigt skulle detta då gå i motsatt riktning mot bankens tidigare beslut att göra

valutareserven större. Är detta i så fall implicit en ändring i synen på vad som utgör en optimal storlek på valutareserven? Om man har en valutareserv är man nämligen definitionsmässigt utsatt för kursrisken. Det kan dock tänkas att beslutet snarare ansågs relevant för bankens egen balansräkning eller resultat, alltså relevant utifrån ett snävare perspektiv. Tanken skulle här kunna vara att undvika en ytterligare försämring av det egna kapitalet. Ett ytterligare alternativt motiv är att man delvis såg interventionen som en penningpolitisk åtgärd. Tanken skulle vara att åstadkomma en stärkning av kronans värde. Denna stärkning skulle potentiellt kunna åstadkommas med köpet av kronor tillsammans med den kommunikation som gjordes, och därigenom hjälpa i kampen mot inflationen.

Under året ändrades synen på hur stor del av valutakursförändringar som slår igenom på den inhemska prisnivån. Åtminstone nyligen verkar genomslaget ha varit stort, vilket skulle innebära en signifikant press nedåt på inflationen om kronan stärks. Om ett av motiven var penningpolitiskt borde det absolut ha ingått som en punkt på direktionens penningpolitiska möte. Att bedriva penningpolitik genom ingrepp på valutamarknaden vid sidan av de reguljära åtgärderna, och vid sidan av de penningpolitiska mötena, vore nämligen ett markant avsteg från hur penningpolitiken bedrivits historiskt och problematiskt ur perspektivet transparens.

#### *Riksbankens kommunikation om kronkursen*

En annan aspekt av Riksbankens kommunikation är enligt utvärderarna att Riksbanken i olika sammanhang gjort tydligt att man ansett att kronan är undervärderad. Det är också oklart vilket syftet varit med dessa signaler. Argumentationen bakom synen på kronan finns i en fördjupande analys som Riksbanken publicerade i den penningpolitiska rapporten i september 2023. Utvärderarna anser att denna analys inte var helt övertygande. Valutakurser är mycket svåra att prognostisera och Riksbankens analys ger intryck av att man tvärtom vet vart valutakurserna är på väg.

#### *Återställning av Riksbankens eget kapital och Riksbankens finansiella ställning*

Riksbankens eget kapital blev negativt i slutet av 2023. Enligt riksbankslagen krävs därför en framställning till riksdagen om återställning av eget kapital. En sådan framställning lämnade Riksbanken i april 2024. En sådan internttransaktion inom staten som ett kapitaltillskott skulle utgöra har inte någon betydelse för statens sammanlagda balansräkning, men statsskulden ökar, vilket inte är betydelselöst. Också transfereringar mellan statens olika institutioner kan ha betydelse, särskilt i kristider, om statens låneutrymme är begränsat. Utvärderarna konstaterar att deras uppgift inte har varit att utvärdera riksbankslagen – och om den ställer Riksbanken i för mycket av en beroendeställning – men de konstaterar att beroendet, i den utsträckning det upplevs så, kan innebära en oönskad begränsning av handlingsutrymmet.



Utvärderarna frågar sig om detta gör penningpolitiken svårare att bedriva. Leder det till penningpolitiska beslut som drabbar den konsoliderade staten och därigenom samhällets välbefinnande? Årets beslut om valutasäkring av valutarens reserv är svårtolkat och kan enligt utvärderarna tyda på att problematiken borde belysas ytterligare. Eventuella framtida beslut om kvantitativa lättnader (QE) kan också påverkas av att direktionen uppfattar den finansiella ställningen som svag, dvs. att det finns risk för ett behov av återkapitalisering. Utvärderarnas syn är att sådana beslut förvisso bör ta hänsyn till de potentiella förluster som kan uppkomma, men att det i sådana sammanhang är det konsoliderade statsperspektivet som bör anas, inte Riksbankens eget. Om den konsoliderade staten gör förluster – vare sig det gäller valutainnehav eller innehav av svenska räntebärande papper (fallet QE) – är detta kostsamt för skattebetalarna. Förluster som drabbar Riksbanken men som motsvaras av vinster för den övriga delen av staten bör däremot inte tas hänsyn till, förutsatt att förmågan att bedriva penningpolitik i framtiden inte försämrats. Därför är det enligt utvärderarna viktigt att försöka klargöra i vilken utsträckning det penningpolitiska manöverutrymmet påverkas av den finansiella ställningen.

Utvärderarna berör i rapporten (avsnitt 6) även kort frågor som rör effekten av penningpolitiken på fördelningen av inkomst och förmögenhet. Under perioden med mycket låga räntor kom frågan om penningpolitikens fördelningspolitiska komponent mer i fokus än den tidigare gjort, och det utvecklades hypoteser om att penningpolitiken under denna period påverkade ojämlikheten i samhället genom delvis nya kanaler. Utvärderarna tar upp några av dessa kanaler. Frågorna har enligt utvärderarna hittills bara åtnjutit en begränsad mängd forskning, om än levande sådan.

### *Utvärderarna kommenterar vanlig kritik mot Riksbanken*

I rapporten kommenterar utvärderarna hur de ser på vanligt förekommande kritik mot Riksbanken i den allmänna debatten.

1. *Den sista höjningen av styrräntan till 4 procent var onödig och är orsaken till lågkonjunkturen.* Utvärderarna instämmer inte i detta. I september 2023 fanns det flera tecken som pekade mot att inflationen inte skulle bita sig fast i ekonomin. Det hade dock enligt utvärderarna inte varit ansvarsfullt att förklara ”kriget mot inflationen” vunnit med den information som fanns tillgänglig. Det är inte heller ens i efterhand möjligt att avgöra om ett avstående från höjningen till 4 procent hade lett till en sammantaget mer gynnsam utveckling. Konjunkturutvecklingen hade varit något mer gynnsam, inflationen marginellt högre och risken för stigande inflationsförväntningar något högre.
2. *Utbudsstörningar löser man inte med räntehöjningar.* Utvärderarna instämmer inte. Det är visserligen sant att negativa utbudsstörningar inte kan neutraliseras med räntehöjningar. Men oavsett orsak riskerar en period med hög inflation att leda till att förtroendet för inflationsmålet eroderas.

Det kan då bli mycket kostsamt att återupprätta detta förtroende. Det är därför, menar utvärderarna, tveklöst i linje med etablerad teori och beprövad erfarenhet att möta en utbudsstörning med räntehöjningar. Utbudsstimulerande finanspolitik kan minska den inflationsdrivande effekten av utbudsstörningar men ligger utanför Riksbankens mandat och verktygslåda.

3. *Vad anser Riksbanken är en tillräcklig räntehöjning för att säkra förtroendet för inflationsmålet – har de egentligen någon aning?* Riksbanken har olika modeller av ekonomin till sitt förfogande för att räkna på effekten av styrränteförändringar. Men alla dessa modeller förutsätter att inflationen är förankrad, dvs. att förtroendet för målet är hundraprocentigt. För att däremot förstå hur mycket som krävs för att styra förtroendet tillbaka mot målet när det börjat svikta finns det inga modeller att luta sig mot i dag, åtminstone inte sådana som är kvantitativa och som det råder åtminstone viss konsensus kring. Utvärderarnas tolkning av direktionens beslut under året är att man prövat sig fram genom att titta på marknadens förväntningar och varit lyhörd för tecken på att inflationen skulle vända uppåt igen. Detta anser utvärderarna var en rimlig strategi under omständigheterna.
4. *Riksbanken hade kunnat undvika förlusten på sina värdepappersinnehav genom att hålla dem till dess de förfaller.* Detta är inte korrekt, framhåller utvärderarna. Riksbankens räntehöjning innebar att finansieringskostnaden för värdepapperen, dvs. räntan på affärsbankernas inlåning hos Riksbanken, ökade, samtidigt som ränteinkomsterna på värdepapperen inte ändrades. Det innebär att marknadsvärdet på obligationerna faller men även att räntenettet för Riksbanken, skillnaden mellan ränteinkomster och styrräntan, blir negativt. Om Riksbanken säljer obligationerna realiserar kapitalförlusten. Den förlusten reflekterar skillnaden mellan ränteinkomster och den förväntade framtida styrräntan. En sådan realiserad kapitalförlust belastar årets resultat. Om Riksbanken i stället håller obligationerna till förfall kommer slutresultatet att bli detsamma, i förväntan. Det negativa räntenettet belastar årets resultat. Om styrräntan faller tillbaka snabbare än förväntat uppstår en något mindre förlust av att hålla värdepapperen till förfall jämfört med att sälja dem före förfall, men det motsatta gäller om styrräntan stiger oväntat mycket.<sup>7</sup>
5. *Kronan har förlorat i värde och detta är en förlust för Sverige: Det urholkar vårt välstånd. Riksbanken borde ha försvarat kronan under året, antingen genom större räntehöjningar eller genom stödköp av valuta.* Utvärderarna instämmer inte i detta. Välståndet i Sverige bestäms i grunden av vår förmåga att producera varor och tjänster, inte av värdet på kronan. Sverige har stor export och stor import, och kronfallet kan på kort sikt minska importen och gynna exporten, men på lite längre sikt bestäms

<sup>7</sup> I det här resonemanget bortses från hur resultatet och bokfört eget kapital utvecklas fram till förfall. I bokföringen belastar realiserade förluster årets resultat (och eget kapital) men inte realiserade vinster, som i stället bokas på värderingskonton.

även dessa helt av reala faktorer. På kort sikt finns också fördelnings-effekter, exempelvis drabbas hushåll som spenderar en stor del av sin budget på importvaror (som utlandsresor) av en fallande krona. Oaktat detta är inte kronans värde ett mål i sig för Riksbanken – dess uppdrag handlar om att värna om prisstabiliteten. Att styra kronans värde kan i och för sig ses som en del av penningpolitiken, men Riksbanken har i många år valt att inte lägga stor vikt vid denna kanal, vilket utvärderarna menar är klokt.

6. *Riksbankens räntehöjningar drabbar hushållen, särskilt unga och skuldsatta, hårt.* Utvärderarna instämmer i detta. Det är sant att räntehöjningarna drabbar hushållens konsumtionsutrymme. Denna kassaflödeskanal är ett av de sätt på vilka penningpolitiken verkar. I ett internationellt perspektiv har en förhållandevis stor andel av svenska hushåll rörliga räntor. I andra länder, t.ex. USA, är det vanliga att ha räntor som är bundna under 30 år. Denna skillnad gör att hushållen i Sverige, särskilt de unga och skuldsatta, får bära en större börda i samband med inflationsbekämpning. Att åtgärda detta kan enligt utvärderarna vara lovvärt men ligger utanför Riksbankens mandat och verktygslåda.

### Utskottets ställningstagande

I finansutskottets uppföljning och utvärdering av penningpolitiken 2023 är fokus på målpuppfyllelsen och effektiviteten i de åtgärder som Riksbanken har vidtagit. En extern oberoende utvärdering har på utskottets uppdrag genomförts av Cemof vid Stockholms universitet och publicerats i rapporten *Svensk penningpolitik 2023 (2023/24:RFR15)*, vars huvudsakliga slutsatser refererats i föregående avsnitt. Den externa utvärderingen är, tillsammans med Riksbankens redogörelse för penningpolitiken 2023 och diskussionen som fördes vid den offentliga utfrågningen den 28 maj, central för de överväganden om penningpolitiken som utskottet här gör. Det gångna året 2023 var det första året med den nya riksbankslagen.

Under loppet av 2023 sjönk inflationen, både i Sverige och i omvärlden. I Sverige sjönk KPIF-inflationen från en topp på 10,2 procent i december 2022 till 2,3 procent i december 2023. I genomsnitt var KPIF-inflationen 6,0 procent 2023. Utskottet konstaterar att målavvikelsen i förhållande till målet på 2 procent således var stor i genomsnitt under 2023 men att inflationen låg nära målnivån i slutet av året. Att inflationen föll så snabbt berodde till stor del på att energipriserna sjönk, och inflationen exklusive energipriser var därför betydligt högre. Men också ökningstakten i tjänstepriserna, som i större utsträckning avspeglar det inhemska konjunkturläget, vände ned under året. När det gäller realekonomin konstaterar utskottet att efterfrågan i svensk ekonomi under 2023 var överraskande motståndskraftig mot hög inflation och räntehöjningar, även om konjunkturen mattades av och BNP minskade något. Arbetsmarknaden försvagades under hösten 2023 och sysselsättningen minskade från en hög nivå. Styrräntan höjdes i fyra steg från 2,5 till 4 procent

under loppet av året, samtidigt som penningpolitiken också stramadades åt genom direktionens beslut att sälja statsobligationer i en snabbare takt än tidigare. Sammantaget var detta en kraftig åtstramning av penningpolitiken.

Som framgår av utvärderarnas jämförelse med andra länder (avsnitt 4.3 i rapporten) har Riksbankens penningpolitik följt i samma spår som USA:s och euroområdet, men något fördröjt. Också inflationsutvecklingen är något förskjuten i tid. Inflationen i euroområdet toppade i oktober 2022, och motsvarande tidpunkt i USA var i juni 2022. För Sveriges del inträffade toppen i december 2022. Europeiska centralbanken (ECB) och den amerikanska centralbanken har också höjt styrräntan på ett likartat sätt som Riksbanken, med skillnaden att den amerikanska centralbanken började höja räntan i mars 2022, medan ECB avvaktade till juli 2022. Bank of England inledde cykeln av höjningar i december 2021. När det gäller balansomslutningen är utvecklingen för den amerikanska centralbanken ungefär parallell med Riksbankens, medan ECB:s balansomslutning har fallit snabbare men från en högre nivå i relation till BNP.

Vad kan då sägas om måluppfyllelsen för penningpolitiken 2023?

Som utskottet konstaterade ovan var målavvikelsen stor i genomsnitt under 2023, men inflationen låg nära målnivån i slutet av året. Även om nedgången i inflationen delvis berodde på faktorer utanför Riksbankens kontroll konstaterar utskottet att utvärderarnas bedömning är att den åtstramande penningpolitik som fördes och kommunikationen i samband med besluten totalt sett bidrog väsentligt till den positiva utvecklingen. Att t.ex. lönerörelsen präglades av återhållsamhet påverkades sannolikt av Riksbankens åtgärder för att få ned inflationen. Samtidigt bör också framhållas att arbetsmarknadens parter ansvarstagande i lönerörelsen bidrog till att en problematisk pris-lönespiral kunde undvikas, vilket i sig underlättade Riksbankens inflationsbekämpning.

Utskottet konstaterar vidare att de långsiktiga inflationsförväntningarna förblivit förankrade vid inflationsmålet, även under de senaste två åren när inflationen nått tvåsiffriga nivåer. Detta är centralt för Riksbankens viktiga uppgift att förse ekonomin med ett nominellt ankare som hushåll, företag och arbetsmarknadens parter kan basera sina beslut på. Utskottet noterar att enligt utvärderarna var Riksbankens penningpolitik i kombination med en liknande politik i vår omvärld avgörande för att inte inflationsförväntningarna skulle tappa sin förankring.

Utskottet uppfattar att en central fråga i Riksbankens diskussioner om riskerna för inflationsutvecklingen under året var osäkerheten kring företagens kostnader och hur dessa förs vidare till konsumentpriserna. Företagens kostnadsökningar hade i snabbare och högre grad än tidigare förts över till konsumenterna och dessa verkade också i större utsträckning än tidigare ha accepterat prisökningar. Av Riksbankens redogörelse framgår att Riksbanken arbetar med att utveckla sina analyser för att bättre förstå företagens prissättningsbeteende. Det välkomnar utskottet.

Riksbanken ska utan att åsidosätta målet om prisstabilitet också ta realekonomiska hänsyn. Utskottet noterar att den stramare penningpolitiken enligt Riksbanken har dämpat den ekonomiska aktiviteten och resursutnyttjandet och bidragit till en något högre arbetslöshet. Men samtidigt hade det, som Riksbanken framhåller i redogörelsen, varit värre att låta den höga inflationen bita sig fast, eftersom det skulle försämra förutsättningarna för en långsiktigt god ekonomisk utveckling. Utvärderarna för ett resonemang om huruvida Riksbanken kunde ha avstått från den sista räntehöjningen från 3,75 till 4,0 procent, och gör bedömningen att det hade kunnat ge en liten vinst i form av ökad ekonomisk aktivitet. Samtidigt hade det på marginalen enligt utvärderarna ökat risken för att inflationen skulle bita sig fast. Utvärderarna menar också att en något snabbare höjning av styrräntan under våren 2023 sannolikt hade gjort det mer rimligt att inte gå hela vägen till 4 procent, men att det inte ens i efterhand med någon säkerhet går att avgöra om detta hade lett till ett bättre utfall.

Sammantaget delar utskottet utvärderarnas bedömning att den förda penningpolitiken var väl avvägd med hänsyn tagen till vikten av att förankra förväntningarna vid inflationsmålet. Förtroendet för inflationsmålet upprätthölls och mot slutet av året var inflationstakten nära målet.

På ett par områden anser utskottet att Riksbankens kommunikation kunde ha varit tydligare. Det första gäller Riksbankens räntebanor som under 2023 avvek kraftigt från marknadens förväntningar om styrräntan. Utskottet delar utvärderarnas slutsatser om detta i rapporten. Den största avvikelserna var att Riksbanken signalerade högre räntor under en längre tid än vad marknaden såg som rimligt. Den slutsats som utvärderarna drar är att gapet mellan Riksbankens räntebana och den räntebana som marknaden förväntar sig beror på att marknaden inte riktigt tror på Riksbankens handlingsmönster så som det kommer till uttryck i räntebanorna. Detta kan enligt utvärderarna ses som ett potentiellt trovärdighetsproblem. Riksbanken kunde tydligare ha kommunicerat i vilken utsträckning räntebanan är en prognos (och vad denna prognos i så fall bygger på) och i vilken utsträckning den mer handlar om att signalera åtstramningar om inflationen tar fart igen. Det vore enligt utvärderarna också värdefullt med en mer transparent redogörelse för hur Riksbankens prognoser mer allmänt för räntor och inflation m.m. tas fram. Samtidigt kan det konstateras att träffsäkerheten i Riksbankens inflationsprognoser var betydligt bättre än i utvärderingen av 2022 års penningpolitik.

Utskottet vill också kommentera Riksbankens beslut från den 18 september 2023 att valutasäkra en fjärdedel av valutareserven. Riksbanken angav som skäl till beslutet bl.a. att Riksbanken är exponerad mot valutarisk, att Riksbankens buffert mot framtida förluster minskat väsentligt och för att upprätthålla en sund riskhantering var det lämpligt att, inom ramen för tillgångsförvaltningen, minska valutarisken genom att valutasäkra en del av valutareserven. Utskottet anser i likhet med utvärderarna att det fanns otydligheter i kommunikationen av beslutet. Innebar t.ex. beslutet en implicit ändring i synen på vad som utgör en optimal storlek på valutareserven? Det är

enligt utskottet av stor vikt att Riksbankens policybeslut tydligt motiveras. Riksbankens policybeslut är i allmänhet av stor betydelse för samhälls-ekonomin, och en utförlig motivering i enlighet med motiveringsskyldigheten i riksbankslagen (11 kap. 6 §) är centralt för den demokratiska granskningen av besluten.

Utskottet noterar vidare och välkomnar att alternativa scenarier för inflationens utveckling har fått en mer framträdande roll i Riksbankens kommunikation. Riksbanken publicerade löpande alternativa scenarier i den penningpolitiska rapporten från april 2023 och framåt. Syftet är enligt Riksbanken att illustrera att utvecklingen är osäker, att peka på osäkerhetsfaktorer som Riksbanken har särskilt fokus på och att indikera hur den penningpolitiska planen skulle behöva förändras om osäkerhetsfaktorerna materialiseras. Som utskottet framhöll i förra årets utvärdering kan användningen av alternativscenarier, även om de inte bör ses som en enkel handlingsregel, åtminstone leda till en högre beredskap för att utvecklingen inte blir som tänkt (bet. 2022/23:FiU24 s. 29).

En annan fråga som utskottet berörde i förra årets utvärdering av penningpolitiken var de penningpolitiska mötenas frekvens (bet. 2022/23:FiU24 s. 28). Det gjordes mot bakgrund av en diskussion om behovet av ett extrainsatt penningpolitiskt möte i mars 2022 och om det skulle ha uppfattats som alltför dramatiskt att hålla ett sådant möte. Utskottet förutsatte i betänkandet att direktionen planerade de penningpolitiska mötenas frekvens med utgångspunkt i att penningpolitiken kan bedrivas så effektivt som möjligt. Utskottet noterar och välkomnar mot den bakgrunden att Riksbanken i september 2023 beslutade att fr.o.m. 2024 ha åtta ordinarie penningpolitiska möten per år i stället för fem.<sup>8</sup> Som Riksbanken framhåller i samband med beslutet underlättar fler beslutstillfällen för en snabbare anpassning av penningpolitiken och för att mer frekvent kunna kommunicera en samlad syn på den ekonomiska utvecklingen. Detta bidrar i sin tur till att säkra en förutsägbar penningpolitik, och med beslutet ansluter sig Riksbanken också till internationell praxis.

En viktig fråga för penningpolitiken i ett längre perspektiv som Riksbanken berör i redogörelsen (avsnitt 4.3) och som också utvärderarna tar upp i rapporten (avsnitt 2.2) är enligt utskottet vad som händer med den neutrala realräntan (den nivå på styrräntan som varken är stimulerande eller åtstramande) framöver. Enligt utvärderarna går det inte med någon exakthet att avgöra hur hög den neutrala realräntan är i realtid, men klart är att den trendmässigt har fallit under de senaste tre decennierna, med i storleksordningen 3–4 procentenheter. Det innebär att en ränta som i dag är åtstramande hade varit kraftigt stimulerande för 20 eller 30 år sedan. Riksbanken menar att osäkerheten kring den neutrala realräntans utveckling framöver är betydande. Om den neutrala räntan fortsätter att vara låg ökar

<sup>8</sup> Antalet ordinarie penningpolitiska möten på Riksbanken har varierat över tid. Sedan 2019 har Riksbanken haft fem ordinarie penningpolitiska möten per år, från att tidigare (från 2008) ha haft sex ordinarie möten.

sannolikheten att centralbankerna även framöver kommer att ha svårt att använda styrräntan för att stabilisera resursutnyttjandet och nå inflationsmålet.

Med anledning av att riksbankslagens bestämmelser om återställning av eget kapital aktualiserats lyfter utvärderarna frågan om huruvida en svag finansiell ställning (definierat som lågt eller negativt eget kapital) försvårar Riksbankens uppdrag. Framför allt är det enligt utvärderarna viktigt att förstå i vilken utsträckning Riksbanken anser att en svag balansräkning är begränsande för utförandet av penningpolitiken. Påverkas Riksbankens oberoende eller leder det till penningpolitiska beslut som drabbar den konsoliderade staten och därigenom samhällets välförhållanden? Detta är naturligtvis mycket viktiga frågor som utvärderarna lyfter men som ligger utanför ramen för detta betänkande. I sammanhanget kan nämnas att utskottet behandlar Riksbankens framställning om återställning av eget kapital i betänkande 2023/24:FiU28.

Avslutningsvis är det utskottets förhoppning att rapporten Svensk penningpolitik 2023, tillsammans med Riksbankens redogörelse och utskottets offentliga utfrågning om penningpolitiken 2023 med Riksbankens direktion och rapportförfattarna, bidrar till den viktiga offentliga diskussionen om svensk penningpolitik.

BILAGA

## Uppteckningar från det offentliga sammanträdet den 28 maj om penningpolitiken 2023<sup>9</sup>

*Ordföranden:* Klockan är slagen, och finansutskottets sammanträde är öppnat. Vi har i dag ett offentligt sammanträde med utfrågning av Riksbankens direktion och av forskare om penningpolitiken 2023, alltså föregående års penningpolitik.

Jag vill hälsa alla här i salen varmt och hjärtligt välkomna till detta offentliga sammanträde, och lika välkomna är ni som följer oss via webb-tv eller SVT Forum.

Med oss i dag för att svara på finansutskottets frågor har vi Riksbankens direktion med riksbankschef Erik Thedéen och vice riksbankschefer Anna Breman, Aino Bunge och Per Jansson. Därutöver har vi också med oss professor John Hassler, professor Per Krusell och professor Roine Vestman från Stockholms universitet. Ni är alla varmt och hjärtligt välkomna till finansutskottets sammanträde.

Dagens utfrågning är ett led i finansutskottets återkommande och årliga utvärdering av penningpolitiken. Vid utfrågningen kommer vi att få en presentation av rapporten *Svensk penningpolitik 2023*, som tagits fram på finansutskottets vägnar av Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet, Cemof.

Rapporten är skriven på Stockholms universitet, och det är andra året i rad som Cemof gör detta på utskottets uppdrag. Årets rapport är skriven av professor John Hassler, professor Per Krusell och professor Roine Vestman, som alla som sagt är med vid denna utfrågning.

Vi kommer att börja dagens sammanträde med att Roine Vestman presenterar rapporten, som innehåller en utvärdering av Riksbankens penningpolitik med fokus på föregående år. Efter det följer en inledande presentation av riksbankschef Erik Thedéen. Därefter kommer finansutskottets ledamöter i partiernas storleksordning att ha möjlighet att ställa frågor och eventuellt komma med synpunkter.

Först hälsar vi Roine Vestman välkommen fram för presentation av rapporten *Svensk penningpolitik 2023*.

*Roine Vestman, Stockholms universitet:* Rapporten är som sagt skriven av John Hassler, Per Krusell och mig själv. Jag är föreståndare för Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet, som har fått uppdraget av finansutskottet.

<sup>9</sup> Uppteckningar från utfrågningen publiceras också som en separat publikation i Rapporter från riksdagen (RFR), 2023/24:RFR18. I den rapporten ingår också de bilder som visades vid utfrågningen.



Jag tänkte inleda med att beskriva lite hur uppdraget till oss är formulerat. Vi har alltså fått i uppdrag att utvärdera penningpolitiken med fokus på 2023 och hur väl Riksbanken har uppfyllt prisstabilitetsmålet.

Vi har också fått i uppdrag att bedöma om Riksbankens åtgärder kan antas ha lett till det avsedda resultatet, om åtgärderna inte har varit mer långtgående än vad som behövts och om det avsedda resultatet har stått i rimlig proportion till kostnader och risker.

För att göra analysen och utvärderingen har vi använt direktionens och Riksbankens penningpolitiska protokoll, Riksbankens penningpolitiska rapporter och andra data och annan dokumentation från framför allt Riksbanken.

Jag tänkte inleda med att säga något allmänt om Riksbankens roll och om Riksbankens penningpolitiska verktyg. Riksbankens allra främsta uppgift är att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet på 2 procent.

Man kan se inflationsmålet som ekonomins nominella ankare. Med detta menas att alla ekonomins aktörer – hushållen, företagen och andra – ska ha förtroende för inflationsmålet och ha förväntningar om att inflationen på lite sikt kommer att röra sig mot 2 procent. Om alla ekonomins aktörer förväntar sig detta säger man att förväntningarna är förankrade vid målet.

För att uppnå detta har Riksbanken flera verktyg. Det främsta är såklart att bestämma styrräntan, men Riksbanken har också andra verktyg såsom att köpa och sälja räntebärande papper, vilket på engelska kallas quantitative easing och quantitative tightening, samt att kommunicera hur man ser på den ekonomiska utvecklingen och framför allt inflationen.

Anledningen till att jag nämner detta på ett så pass övergripande plan är att 2023 var ett speciellt år. Det var ett år då inflationen föll samtidigt som penningpolitiken stramades åt. Det är inte ett typiskt skolboksexempel på hur penningpolitik bör bedrivas. Normalt sett tänker man att om inflationen faller ska också styrräntan falla.

Vi anser att den penningpolitik som fördes under 2023 ändå var rätt givet de omständigheter som rådde. Anledningen till detta är att det finns en viktig skillnad mellan skolboksexemplet och praktiken. I skolboksexemplet antar man att inflationsmålet är 100 procent förankrat, det vill säga att det finns full trovärdighet hos inflationsmålet på 2 procent. I praktiken måste Riksbanken värna och försvara inflationsmålet och upprätthålla förtroendet. Jag kommer tillbaka till detta.

Om vi tittar närmare på penningpolitiken under 2023 mer i detalj ser vi att den främsta åtgärden var att styrräntan höjdes i steg från 2,5 procent till 4,0 procent under året. Även andra åtstramande åtgärder gjordes. Man ökade den effektiva inlåningsräntan för affärsbanker hos Riksbanken, man började sälja statsobligationer och man kommunicerade räntebanor som avvek från marknadens förväntningar. Sammantaget är detta en ganska stor åtstramning.

Vad motiverar åtstramningen? Jag har redan berört detta lite grann. Man kan förvisso säga att inflationsutfallen tidigt tydde på en gynnsam utveckling

där inflationen gradvis föll. Vi vet nu i efterhand att inflationen enligt KPIF toppade redan i slutet av 2022.

Men – och det är ett viktigt men – vi vill betona att osäkerheten kring denna utveckling var stor under året och att det fanns en risk för avankring av förväntningarna, det vill säga att ekonomins aktörer inte längre skulle uppfatta inflationsmålet som helt trovärdigt. Detta motiverade åtstramningen.

Jag vill illustrera den osäkerhet som rådde med tre bilder. Den första bilden visar utvecklingen för KPIF-inflationen under de fyra senaste åren. Bilden visar också hur olika typer av varor och tjänster har bidragit till KPIF-inflationen.

Vi ser att under 2021 och 2022, när inflationen tog fart, bidrog energipriser till stor del till den totala inflationen. Under 2023 förändrades detta. Tjänstepriserna bidrog mer och mer till inflationen, och det var ett starkt tecken på att den inhemska efterfrågan var starkare än förväntat, vilket motiverade en åtstramande penningpolitik.

En annan illustration av osäkerheten kan man få om man fokuserar på ny statistik för inflationen. Normalt sett läggs störst fokus på inflationen under de senaste tolv månaderna. Den framgår av den blå heldragna linjen i den graf som nu visas på skärmen. Direktionen, som ska fatta beslut om penningpolitiken, fokuserar ofta på de senaste utfallen för att få en bättre bild av var ekonomin befinner sig just nu.

Om man beräknar medelvärdet för antingen de sex senaste inflationsutfallen eller de tre senaste inflationsutfallen får man den röda respektive den gröna linje som visas i grafen på skärmen. Där ser man tydligt hur hoppiga linjerna är, det vill säga att det fanns en stor osäkerhet om utvecklingen under året.

Man kan illustrera detta ännu tydligare och sätta sig in i direktionens situation vid septembermötet, då man höjde styrräntan från 3,75 till 4,0 procent. Vid den tidpunkten hade direktionen information om augustiutfallet för KPIF. Det senaste utfallet var då 4,7 procent, vilket är betydligt högre än inflationsmålet, och medelvärdet för de tre senaste månaderna var fortfarande långt över 2 procent. En tredje osäkerhetsfaktor var valutakursen, som fortsatte att försvagas under större delen av året, med ett befarat genomslag på inflationen.

Uppfyllde då Riksbanken målet, och var de penningpolitiska avvägningarna rätt? Vårt svar är ja. Vi illustrerar detta i de två grafer som nu visas på skärmen.

Den vänstra grafen visar inflationsförväntningarna bland ekonomins olika aktörer. Den visar alltså vad ekonomins aktörer förväntar sig att inflationen kommer att vara om ett år, om två år och om fem år. Vi ser i grafen att inflationsförväntningarna under 2023 gradvis faller mot målet, vilket är ett tydligt tecken på att målet är förankrat och att en avankring inte har skett. Det är kanske den allra viktigaste och mest centrala delen av måluppfyllelsen.

I den högra grafen ser vi på samma sätt att inflationstakten gradvis faller mot målet, och i slutet av året är KPIF-inflationen obetydligt eller marginellt högre än inflationsmålet på 2 procent.

Mot bakgrund av utfallet och med tanke på osäkerheten och risken för avankring av förväntningarna menar vi att penningpolitiken var väl avvägd.

Vi har också utvärderat Riksbankens kommunikation i vid bemärkelse. Riksbankens kommunikation är viktig av åtminstone två skäl, dels för att styra ekonomin, vilket jag kommer tillbaka till alldeles strax, dels för att öka trovärdigheten för Riksbankens penningpolitik i allmänhet och därmed också för inflationsmålet.

Man kan säga att det har skett ett paradigmskifte i synen på Riksbankens kommunikation sedan tidigt 2000-tal. Numera anses det att centralbanker bör vara transparenta och tydligt motivera sina åtgärder, för det ökar förtroendet för penningpolitiken. Riksbanken anses allmänt vara ett föredöme i detta avseende internationellt.

För 2023 har vi två specifika anmärkningar. Det gäller räntebanorna, och det gäller kommunikationen av kurssäkringen av valutareserven.

Vad är då räntebanor? Riksbanken har en arbetsprocess för räntebanan, och den involverar både tjänstemän och direktionen. Ytterst är det direktionen som fattar beslut om räntebanan vid varje penningpolitiskt möte. Denna process saknar motsvarighet hos Federal Reserve och ECB men anses av de flesta vara föredömlig.

Räntebanan publiceras i den penningpolitiska rapporten och sträcker sig tre år framåt. För den tidsperiod som vi studerar sträcker den sig fram till 2026. Den är ett verktyg och kan påverka förväntansbildning, alltså synen på framtida styrräntor, vilket på engelska kallas forward guidance. Den kan också bidra till ett intelligentare samtal om penningpolitiken, som före detta vice riksbankschef Martin Flodén uttryckte det i sitt sista tal som vice riksbankschef i april.

Hur såg då räntebanorna ut under 2023? Den översta grafen, som nu visas på skärmen, visar Riksbankens räntebanor vid de fem penningpolitiska beslutstillfällena. Vi ser att styrräntan enligt Riksbanken förväntas befinna sig på en hög nivå under hela 2024 och så gott som hela 2025.

I den undre grafen visas motsvarande förväntningar som finansmarknaden har och som bygger på prissättning av finansiella instrument. I de banorna ser vi att det finns en förväntan om att Riksbanken kommer att sänka styrräntan redan under 2024. Detta gäller för alla fem räntebanor. Med andra ord tror inte finansmarknaden på den räntebana som Riksbanken har publicerat.

De räntebanor som Riksbanken publicerat är heller inte uppenbart förenliga med den generella makroprognos som Riksbanken publicerar. Kvalitativt liknar de heller inte Federal Reserves närmaste motsvarighet, som kallas dot plots, eller för den delen Norges Banks räntebanor.

Kort sagt förstår vi inte varför banorna såg ut som de gjorde. Vi ser här en risk för att räntebanan, om den ofta uppfattas som osannolik, kan tappa rollen som ett penningpolitiskt verktyg. Om den gör det ser vi också en risk för att Riksbankens allmänna förtroende kan naggas något i kanten.

Slutligen vill vi poängtera att vi ser tecken på att Riksbanken omprövar räntebanans roll genom att den nu presenteras på ett nytt sätt i den

penningpolitiska rapporten. Vi kommenterar dock inte detta närmare i rapporten.

Vad är Riksbankens valutareserv? Jo, det är en portfölj av räntebärande papper, framför allt amerikanska statsobligationer, men även andra utländska statspapper. Om Riksbanken väljer att sälja av dessa statspapper får den snabbt tillgång till amerikanska dollar, euro och andra valutor. Det främsta syftet med att ha en sådan reserv av utländska valutor är att kunna ge likviditetsstöd i utländsk valuta till svenska banker vid en kris. Man kan också tänka sig att valutareserven kan användas på andra sätt, till exempel genom att intervensera på valutamarknaden i penningpolitiskt syfte. Det är dock ovanligt och ganska kontroversiellt.

Över tid har de finansiella riskerna i valutareserven ökat som en följd av beslut som Riksbanken har fattat. År 2012 ökades valutareserven med 100 miljarder kronor, och så sent som 2021 förändrades finansieringsformen när man fasade ut lån som Riksbanken hade tagit hos Riksgälden. I september 2023 fattade Riksbanken ett beslut som de facto minskade de finansiella riskerna genom att kurssäkra en fjärdedel.

Varför fattades beslutet om kurssäkring? Vi rapportförfattare har en viss oro för att det delvis var penningpolitiskt motiverat. Om så är fallet borde det ha diskuterats på det penningpolitiska direktion mötet, och i så fall vore det ett större och mer kontroversiellt beslut än vad det framställdes som. Det alternativa skälet – vilket är det skäl som framförs – var att minska risken för stora förluster för Riksbanken och därmed skydda den finansiella ställningen och stärka den finansiella och politiska självständigheten.

Beslutet hade också andra konsekvenser. Det bidrog till att årets resultat blev 10 miljarder bättre och dessutom till att krisberedskapen sänktes något. Givet kommunikationen runt beslutet kan vi inte säga säkert vilka motiv som låg bakom.

En bredare frågeställning är om Riksbankens finansiella ställning och de risker som Riksbankens balansräkning är exponerad mot är begränsande för Riksbanken, det vill säga att de gör det svårare för Riksbanken att bedriva en optimal penningpolitik. Detta är en viktig fråga som vi diskuterar i slutet av rapporten.

Vi har också kommenterat vanlig kritik mot Riksbanken under året, men i brist på tid kommer jag inte att närmare gå in på det. Vår sammanfattning är att målet för penningpolitiken var väl uppfyllt och att besluten under året var väl avvägda, men vi har viss specifik kritik kring kommunikationen.

*Ordföranden:* Denna rapport, som finansutskottet har beställt, är som sagt en del i ledet av utvärderingen av föregående års penningpolitik av Riksbanken.

Nu kommer vi att få höra riksbankschef Erik Thedéen redogöra för penningpolitiken 2023.

*Erik Thedéen, Riksbanken:* Tack för inbjudan att komma till finansutskottet! Det är viktigt för Riksbanken att dessa utvärderingar görs och att vi får reflektera bakåt i tid – man tenderar ju att reflektera mycket framåt i tid. Detta är ett sätt att lära.

Det här året har präglats av många svåra avvägningar. Jag tänkte gå igenom lite grann om hur vi har sett på dessa olika frågor under året. Det kommer säkert att vara en viss överlappning med Roine Vestmans föredrag.

Inflationen var tillbaka till målet i slutet av 2023. Skälet till att vi bedrev den här penningpolitiken var insikten om att inflationen är skadlig. Den är skadlig för långsiktig tillväxt. Det här har varit tufft för många hushåll. Framför allt har den höga inflationen varit tuff, vilket ibland glöms bort i debatten. Framför allt för hushåll med små marginaler är det inflationen i sig som är tuff, men kombinationen har gjort det svårt. Alternativet att inte göra något hade dock varit värre.

Avvägningen har varit att göra detta så balanserat som möjligt, det vill säga att höja, dämpa aktiviteten och få ordning på inflationen utan att bromsa den onödigt mycket. Under året har vi sett att kombinationen av penningpolitiken och avtagande utbudsstörningar har lett till detta – det är alltså inte bara penningpolitiken. Självklart har också kraftigt fallande energipriser, elpriser till exempel, bidragit till detta. Vi i Riksbankens direktion noterar att utvärderarna tycker att penningpolitiken har varit väl avvägd.

Mycket av debatten och diskussionen på Riksbanken och runt Riksbanken har handlat om hur mycket penningpolitiken behöver stramas åt. Det har varit en genuint svår fråga. I början på året fanns det en stor osäkerhet om hur inflationsprocessen såg ut i ekonomin.

Under 2022, men även under inledningen av 2023, blev vi hela tiden förvånade och överraskade negativt. Därför skruvade vi upp räntebanan och signalerade då att penningpolitiken antagligen behövde vara mer åtstramande än vad vi först hade antagit. Det kan vara bra att ha i bakgrunden här. Det finns ju en diskussion om att vår räntebana har signalerat en alltför åtstramande politik, men i det här läget var det faktiskt precis tvärtom.

Hade det då varit bäst att hoppas på det bästa, apropå att det ibland har sagts i debatten att man bara borde avvakta att utbudsstörningarna skulle försvinna? Svaret är nej, menar vi. Jag noterar att samma bedömning görs i utvärderingarna.

Detta tar dock inte bort att det är dessa frågeställningar vi har brottats med under året. Hur skulle utbudsstörningarna de facto påverka ekonomin? Hur skulle den starka efterfrågan som kom efter pandemin påverka ekonomin? Hur skulle de preferensförändringar – jag kommer in på detta sedan – som skedde under och efter pandemin påverka inflationen? Hur skulle den mycket höga räntekänsligheten i svensk ekonomi påverka transmissionen av de högre räntorna? Allt detta var saker som vi hade att bedöma och fundera kring vid de fem räntemöten som vi hade under förra året.

Nästa bild är inte helt enkel att läsa. Den högra grafen visar KPI exklusive energi, och den vänstra visar KPI inklusive energi. Vad den ska visa är att

KPIF, alltså inklusive energi, föll mycket kraftigt. Man kan här få intrycket av att vi i någon mening redan var hemma i slutet av året och att det var mycket branta fall. Men som ni ser på bilden som visar inklusive energi var utvecklingen inte riktigt så bra när man tittar på just detta mått på den underliggande inflationen.

Det som visas på nästa bild har Roine redan gått igenom, men jag tänkte ändå ta er igenom bilden. Inflationen började drivas upp av energipriser – den ljusblå linjen. Sedan följde varor och livsmedel som drev på inflationen – dessa har jag slagit ihop i den röda linjen. Vi toppade på en bit över 10 procent, men det var ungefär 8 procent i början på 2023. Sedan föll livsmedels- och varupriserna. Energipriserna började driva ned inflationen, alltså KPIF.

Det som fortfarande var trögt var dock tjänstepriserna. Detta pratade vi i direktionen mycket om i vår kommunikation, och det gjorde också olika ledamöter i inlägg på våra penningpolitiska möten. Det var alltså den blå stapeln på bilden en bit in på 2023 som var oroande, och den var också oroande i slutet på 2023.

Vi hade under en tid ett ganska kraftigt skifte i efterfrågan. Jag har i olika sammanhang pratat om att jag tror att detta är en ganska viktig faktor. Vi hade utbudsstörningar, som vi har pratat om. Under pandemin hade vi ett kraftigt fall i allmän efterfrågan, men när det gäller vissa fritidsvaror – illustrerat i den vänstra grafen – gick efterfrågan faktiskt upp. Det gäller trädgårdsredskap, husdjur och en del andra sådana saker. Där var det en ökad konsumtion. Som visas i den högra bilden minskade dock konsumtionen dramatiskt av sådant som innebär kontakt med andra människor, till exempel hotell och restaurang.

När sedan pandemin var över skiftade detta ganska dramatiskt. Vi fick en mycket kraftig uppgång, till exempel när det gäller hotell, restaurang, utrikesresor och en del annat, medan fritidsvarorna föll. Jag visar detta för att det är en sak att prata om det samlade utbudet och den samlade efterfrågan, men i detta ryms ganska stora variationer som var specifika för den här konjunkturykeln och den här uppgången och därmed den här inflationsprocessen.

Penningpolitiken är ett grovt instrument. Den slår hårt mot vissa sektorer. Nästa bild visar hur hårt den har slagit mot hushållens konsumtion i reala termer, som föll under 2022 och fortsatte vara svag under 2023. Detta var delvis en önskad effekt av penningpolitiken. Det låter måhända hårt och tufft, men om det blir lite tuffare med konsumtionen och hushållen efterfrågar lite mindre blir det genom detta helt enkelt svårare att höja priserna.

När det gäller de delar som är väldigt räntekänsliga har det varit drakoniska fall. Hushållen har helt enkelt inte varit benägna att ta upp nya stora lån för att köpa nya bostäder. Därför faller bostadsinvesteringarna mycket kraftigt.

Andra delar av ekonomin har dock hållit emot ganska väl. Vi ser att BNP har legat ganska nära noll under ett par års tid, och fram till ungefär i mitten på förra året fortsatte sysselsättningen att stiga. Detta kan man se som en svag utveckling, men den var klart starkare än vad många förväntade sig. Detta hade vi också att ta hänsyn till i vår penningpolitik som framför allt under det första

halvåret präglades av att vi var överraskade över att efterfrågan var så stark, vilket skulle ha kunnat påverka inflationen på ett negativt sätt.

Nästa bild har jag tagit med för att illustrera en annan oro vi hade under året, nämligen vad gäller växelkursens genomslag. Grafen visar varupriser i Sverige och Norge. Under förra året diskuterade vi en hel del om att genomslaget av den svaga kronan tycktes vara starkare i en miljö med hög inflation. En sådan miljö hade vi ju under 2023. Ni ser på bilden att varupriser i Sverige och i Norge steg mycket kraftigt.

Något som inte visas på bilden är att om man skulle ta med andra länder här, till exempel andra eurländer, står Sverige och Norge ut. Det är en kraftigare ökning i varupriser, och varupriserna har ett ganska stort importinnehåll. Det ligger alltså ganska nära till hands att tänka sig att detta har en växelkurskoppling. Detta gjorde att vi var oroliga över kronans utveckling under föregående år.

Roine pratade en del om vikten av att ha förankrade inflationsförväntningar. Det hade vi till stor del under förra året. Den nedre blå linjen är på fem års sikt. Det är en viktig indikator. Vi såg också att de kortsiktiga inflationsförväntningarna steg. Helt hemma var vi inte, men man ska se de här förankrade inflationsförväntningarna i ljuset av att Riksbanken agerade och höjde räntorna. Hade vi inte gjort det är det stor risk för att det hade blivit avankrat och att inflationsförväntningarna hade stigit. Då hade kostnaden för att få tillbaka inflationen och inflationsförväntningarna varit mycket högre – då hade vi alltså behövt höja räntan ännu mer.

Att inflationsförväntningarna var så välförankrade beror till dels, menar jag, på att Riksbanken agerade, men det beror också i stor utsträckning på att vi har en ordnad och klok lönebildning i Sverige. Här står vi ut jämfört med många andra länder. När jag träffar kollegor ute i Europa är det en stor oro, och det är det även i många andra delar av världen. Men i Sverige har vi väldigt tydligt en lönebildning som har tagit sikte på 2 procents inflation för att därmed få till reallöneökningar på sikt, även om man har fått ta reallönesänkningar på kort sikt.

Vi hade en normalisering av balansräkningen. Riksbanken började köpa svenska obligationer redan 2015. Då var det uttalade syftet att få upp inflationen, som då var alldeles för låg, genom det som kallas QE, alltså statspapper. Sedan kom coronakrisen. Då köptes de här papperen också i syfte att få finansiell stabilitet, det vill säga att se till att vi inte skulle få krascher på de finansiella marknaderna. Sammantaget ledde detta till ett mycket stort innehav av statspapper och en stor ränterisk, och detta har haft effekter på Riksbankens kapital, vilket vi i andra sammanhang har diskuterat.

Under 2023 förföll obligationer – det var den stora delen. Vi gjorde också aktiva försäljningar, så kallat aktivt QT. Sverige och Storbritannien är faktiskt de enda länderna i världen som gör detta. Vi ser då att innehavet minskade från drygt 800 till drygt 600 miljarder, alltså drygt 200 miljarder. Det fortsatte ned i ganska snabb takt. Det innebär att ränterisken i den här portföljen minskar, och därmed även riskerna för balansräkningen.

Under slutet av året blev vi tryggare med inflationsprognoserna, och vi hamnade i ett läge där det började närma sig att vi inte skulle fortsätta höja. Men jag tänkte ändå ta er med på vilka lägen vi hade vid de olika mötena.

Vi höjde fram till och med september. Men när vi diskuterar internt på Riksbanken är novembermötet det som var det allra mest centrala. Då hade vi fortfarande ganska hög inflation. Det stod och vägde. Efter en rad räntehöjningar var frågan om vi skulle gå vidare och säkra inflationsmålet för att vara helt säkra på att inflationen skulle komma ned eller om vi skulle våga avvakta.

Vi valde det senare och sa att troligen är räntetoppen nådd. Men vi hade fortfarande en viss så att säga signalering om att det skulle kunna komma fler räntehöjningar. Därefter fortsatte prognoserna slå in, och prognoserna visade på en ganska kraftigt fallande inflationstakt. Det gjorde att vi kunde bli alltmer säkra på att toppen var nådd. Sedan har vi under det här året fortsatt signalera i den riktningen, och vi har också sänkt räntan.

Låt mig då säga någonting om det här med hur man kan kommunicera kring penningpolitiken, som utvärderarna tar upp.

Det är alltid osäkert vilken penningpolitik som behövs för att stabilisera inflationen kring målet; det tror jag att vi kan vara helt eniga om. Jag tycker att det finns en hel del poänger i den kritik som förs fram här om att vi bättre ska förklara när vår räntebana kraftigt avviker från det som marknaden signalerar. Men jag tycker också att man ska ha realistiska förväntningar på vad en sådan här förklaring kan leda till. Låt mig ta några exempel på hur snabbt de här förväntningarna på marknaden kan förändras.

I november 2023, alltså i november förra året, indikerade marknadsförväntningarna för det här året att vi skulle komma att sänka två gånger.

I januari, alltså två tre månader senare, förväntade sig marknaden att vi skulle sänka fyra till fem gånger. En dubblerad sänkningstakt hade alltså marknaden då börjat förvänta sig.

I maj i år var förväntningarna nere på två till tre sänkningar igen. Den här bilden illustrerar det hoppandet.

Var det beroende på att marknaden gjorde kraftiga revideringar av sina konjunkturbedömningar för svensk ekonomi? Var det beroende på att man gjorde kraftiga revideringar av sina inflationsbedömningar för svensk ekonomi? Svaret är nej. Det här är väldigt mycket drivet av amerikansk penningpolitik, som under den här tiden svängde kraftigt, för där var det ganska stora förändringar i de makroekonomiska lägena.

Att jag säger detta är därför att det är ett ganska svajigt träd att hålla sig i om man ska utgå alltför mycket från marknadsförväntningarna. Jag håller med om att det ändå bör vara så att vi ska förklara våra räntebanor på ett tydligt sätt och i viss mån också göra det relaterat till marknaden. Men marknaden är som sagt ganska svajig.

Låt mig avsluta med att säga någonting om valutasäkringen, som alltså inte är penningpolitik. Jag blev lite förvånad av att utvärderarna tvekade inför det,



för vi var övertydliga om detta både på presskonferensen, i pressmeddelanden och i de underliggande promemorior som ligger bakom det beslutet, så där tycker jag inte att det kan råda någon tveksamhet.

Skälet till detta var att vi tycker att detta är sund riskhantering. Vår bedömning var och är att kronan var undervärderad. Här har vi hänvisat till olika studier; bland annat har IMF tittat på detta och indikerat att någonstans runt 15 procents undervärdering kanske är det man kan tycka.

Vi hade också under ett antal år byggt upp betydande vinster på grund av valutaförsvagningen, som då låg på våra värderegleringskonton. I det läget, med en stark tro på att kronan skulle försvagas och med stora vinster som vi redan hade gjort, tyckte vi att det helt enkelt var sunt att i någon mening låsa in något av de vinsterna. Det tjänar skattebetalarna väl, och det tjänar också Riksbankens trovärdighet väl. Det är därmed väldigt tydligt för oss att det här inte är penningpolitik. Men jag tycker även här att utvärderarna har ett antal kloka synpunkter och tankar om det här som det alltid finns anledning för oss att återkomma till och kommunicera bättre kring.

Nu pratade jag om valutasäkring trots att det alltså inte är penningpolitik. Jag är extra tydlig med det innan jag byter bild.

Vi har en period bakom oss där jag menar att inflationsmålet har testats på riktigt allvar för första gången sedan det infördes. Vi har haft obalanser, ganska kraftiga sådana, mellan utbud och efterfrågan. Det drev upp inflationen på den högsta nivån sedan målet infördes. Nu är vi tillbaka runt 2 procent igen, och inflationsmålpolitiken verkar därmed ha klarat testet. Men låt mig påminna om att inflationsmålpolitiken inte bara handlar om att inflationen ska vara låg. Den handlar om att inflationen ska vara låg för att det ska vara en bas för en god och stabil och uthållig tillväxt.

Vi är därmed i en ny fas i penningpolitiken, och jag ser fram emot att nästa år stå här och blicka tillbaka på hur 2024 tedde sig. Nu har vi fullt upp med att försöka blicka framåt på 2024 och se vilken politik vi ska föra.

*Ordföranden:* Nu har vi fått höra Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet redogöra för sin rapport, och vi har fått höra riksbankschefen.

Nu kommer det att ges möjlighet till finansutskottets ledamöter att ställa frågor tre och tre i partiernas storleksordning.

Vid svaren kommer jag att be riksbanksdirektionen och kanske särskilt riksbankschefen att fundera på vem som ska svara på vilken fråga så att inte alla svarar på alla frågor. På samma sätt får jag be er från Cemof att fundera på vem som svarar på vilken fråga, så hinner vi med fler frågeställningar.

Det är klart att om man har någonting som kraftigt avviker från någon kollega får man självfallet göra sin röst hörd i detta, men tanken är att förfara på detta sätt.

*Mikael Damberg (S):* Ordförande! Tack till Cemof för en väldigt spännande rapport! Den ger inte bara en offentlig granskning av Riksbankens agerande

utan också en mer publik diskussion om Riksbankens vägval som jag tror är viktig framöver. Det är också en möjlighet att lära.

I förra årets rapport var ni lite mer explicit kritiska till att räntehöjningen inte skedde tillräckligt tidigt, men det var också en diskussion om obligationsköpens roll och så där. I år är det mer fokus på kommunikation och räntebanorna förra året.

När man är politiker vill man dra slutsatser, och nu börjar vi hamna i ett läge där vi har gått igenom en period av hög inflation och starka prisökningar. Det har påverkat företag och tillväxten, och det har påverkat människor.

Det jag tycker är intressant i hela den här diskussionen är effekten av penningpolitiken kopplad till fördelningspolitik. Ni skriver på lite olika sätt om detta, och jag vet att Riksbanken kommenterat det tidigare.

Jag tycker att det är ett intressant sista kapitel där ni redogör för lite olika moment där forskningen inte är så utbyggd och där ni menar att det behövs mer forskning. Jag tycker att det är intressant, för nu har vi en offentlig debatt som säger att nu vänder det i svensk ekonomi och nu börjar det gå bättre för hushållen.

Det här är väl en sanning för många med bolån, men de som inte har så höga bolån kommer att se sin ekonomi vara ganska begränsad också fortsättningsvis. Vi får ganska många larmrapporter om att just svaga grupper har det väldigt tufft. De har fått ännu mindre marginaler och egentligen minus därför att löneökningarna inte har varit så starka medan kostnadsökningarna har funnits där.

Jag skulle gärna vilja få någon form av reflektion om det sista kapitlet. Vad tycker ni är viktigast att reflektera över och dra lärdomar av ur det här perspektivet också för kommande granskningar? Det är viktigt för oss att förstå vad det är vi behöver gräva lite mer i.

En sak som varken ni skriver om eller Riksbanken nu kommenterar särskilt mycket är frågan om prissättningsbeteendet. Ska man tolka det som att Riksbanken inte är lika orolig för prissättningsbeteendet nu som tidigare?

Förut såg vi en situation där löntagarna tog väldigt stort ansvar för att hålla igen i löneökningarna för en ansvarsfull lönebildning medan företag och andra sektorer passade på att höja priserna på ett sätt som vi inte var vana vid under en sådan här kostnadskris. Det påverkar ju också fördelningsaspekterna i ekonomin genom en sådan här kris.

Tror vi att konjunkturen har dämpats och att inflationsförväntningarna är så pass låga att prissättningsbeteendet nu inte är ett problem? Det är min fråga, för det påverkar också frågan om hur svenska folket tar sig igenom den här kostnadskrisen också framöver.

*Charlotte Quensel (SD):* Ordförande! Stort tack för föredragningen och framför allt ett stort tack för rapporten från Cemof!

Jag har en fråga till Riksbanken. Ända sedan avskaffandet av fastighets- och förmögenhetsskatt har Riksbanken och Finansinspektionen återkommande påpekat att svenska bolånekunder är mycket sårbara för

räntehöjningar på grund av att vi till stor del väljer rörlig ränta på våra lån. Det har påpekats att detta faktum utgör en risk för svensk ekonomi i tuffare tider.

Den här synen har också smittat av sig på internationella bedömare och kommit att bli något av ett mantra när det gäller rekommendationer till Sverige om vad vi behöver hantera här.

Samtidigt lyfter Riksbanken ofta fram behovet av statistik på detaljerad individnivå för att bättre kunna anpassa sin räntepolitik.

SBAB släppte i fredags en rapport om svenska bolånekunder. Konklusionen i rapporten visar att bolånekunder inte alls är så räntekänsliga som Riksbanken och Finansinspektionen påstår. Tvärtom kan en klar majoritet klara en ränta på 4 procent under en längre tid och bostäder falla med hela 30 procent utan att bolåneskulden blir större än bostadsvärdet.

Under 2022 och 2023 höjde Riksbanken räntan dramatiskt jämfört med perioden innan, som under lång tid präglats av historiskt låga räntor.

Mina frågor är följande. Har Riksbanken anpassat sin räntepolitik under höjningarna under förra året utifrån en oro över bolånekundernas räntekänslighet? Hade Riksbanken egentligen velat höja räntan ännu mer eller snabbare om man vetat att de flesta bolånekunder kunde hantera detta under inflationsläget förra året?

*Ida Drougge (M):* Tack för en utförlig och bra utvärdering och rapport och för kommentarerna här tidigare!

Jag tycker att den här rapporten med sitt fokus på kommunikation visar hur transparens kan ge ökat förtroende men såklart också öppna upp för fler att ställa frågor. Det innebär även att den kommunikation man gör som aktör, oavsett vem man är, blir viktigare och går att kritisera. Uppgiften blir på så sätt också svårare, men resultatet kan förhoppningsvis bli bättre.

Rapporten visar också på hur många andra aktörer som påverkar utfall, och till syvende och sist är kanske utfallet det som avgör förtroendet för Riksbanken.

Där är regeringens och politikens situation och ansvar viktiga. Vi har lönebildningen, som tas upp. Vi har utbudet av energi, som politiken påverkar på sikt. Vi har också andra priser som politiken kan påverka med skatter, exempelvis bränslepriser, och det är viktigt att det här går åt samma håll.

Min fråga handlar snarare om lärdomarna. Vad drar man för lärdomar från Riksbankens sida av rapporten, alltså utvärderingen, men också av perioden i kris? Kan vi förvänta oss något annat agerande eller några andra saker framöver?

*Ordföranden:* Jag lämnar över till Roine Vestman och Cemof, och så får ni fördela mellan varandra vilka frågor ni besvarar.

*Roine Vestman, Stockholms universitet:* John Hassler kommer att svara på frågan om fördelningar.

*John Hassler, Stockholms universitet:* Mikael Dambergs fråga är väldigt viktig, förstås.

För det första ska man notera att vi tänker att penningpolitik bedrivs cykliskt. Ibland stimulerar man, och ibland stramar man åt. En hel del av fördelningseffekterna kan man väl tänka sig neutraliserar varandra i det längre perspektivet.

Icke desto mindre är det viktigt att notera vem det är som får bära den stabiliseringspolitiska bördan, och den är inte jämnt fördelad i samhället. Detta är alltså en viktig fråga, dels ur ett fördelningspolitiskt perspektiv, dels för att det skulle kunna tänkas begränsa Riksbankens upplevda manöverutrymme, precis som Charlotte Quensel tog upp. Detta behöver man hålla koll på.

I det korta och kanske även det långa perspektivet varierar de fördelningstekniska konsekvenserna väldigt mycket mellan olika länder. En typisk sådan skillnad finns mellan Sverige och USA. I Sverige har en stor andel rörlig ränta medan de flesta i USA har fast ränta, vilket betyder att den stabiliseringspolitiska bördan i mycket större utsträckning i Sverige får bäras av hushåll. Detta behöver man fundera på för breda delar av samhället. Hur ska bostadsfinansieringen se ut? Hur är fördelningen mellan ägt och hyrt boende i samhället? Väldigt mycket påverkar dessa saker.

Jag skulle dock säga att det allra mesta, om inte allt, ligger utanför Riksbankens kontroll. Men en otroligt viktig fråga att diskutera i samhället är vad som är en rimlig struktur också i detta perspektiv.

*Roine Vestman, Stockholms universitet:* Jag uppfattade att Charlottes frågor ställdes till Riksbanken, så vi kommenterar dem inte om inte Charlotte vill det.

Ida frågade om lärdomar att dra. En uppenbar lärdom, som tangerar frågan om kurssäkring, är de finansiella risker som Riksbankens balansräkning är exponerad mot. Sveriges centralbank och riksbankslag är speciella på flera sätt, och det uppenbara är att vi inte använder sedlar och mynt i Sverige längre, vilket försvagar intjäningen för Riksbanken. Det är väldigt tydligt i förhållande till andra länders centralbanker. Vidare finns stora risker i och med kvarvarande effekter från QE-programmen och andra åtgärder där Riksbanken har köpt räntebärande papper. Därutöver har vi en valutareserv på 400 miljarder som är förtidsupplånad. I kombination med detta finns i lagen ett strikt krav på att återställa eget kapital vid förluster. Det är alltså en kombination av förhållandevis svaga fundamenta och en ganska sträng lag om krav på återställning av det egna kapitalet. Det är en stor fråga som egentligen går utanför rapporten men som man ändå tvingas reflektera över när man ser sådana beslut som kurssäkring av valutareserven.

*Erik Thedéen, Riksbanken:* Jag börjar själv, och sedan fördelar jag ut några av frågorna.

När det gäller kommunikation vill jag påminna om att man i rapporten ger Riksbanken beröm för kommunikationen men har synpunkter på räntebanan.

Det kan vara bra att ha i bakhuvudet. Precis som Ida säger är kommunikation ett extremt viktigt verktyg. Det gäller inte bara kommunikation till, ursäktat uttrycket, något slags finansiell eller vetenskaplig elit i Stockholm, utan det är ännu viktigare att svenska folket förstår vad vi försöker uppnå. Det är grannlaga att lyckas med denna kommunikation. Men det lägger vi ned väldigt mycket kraft på, och förhoppningsvis blir vi bättre och bättre.

Detta med balansräkning är delvis en annan form av diskussion, men jag håller med om det Roine säger. Vi har en balansräkning som är utsatt för ganska stora finansiella risker, delvis självpåtaget i och med att vi gjorde stora obligationsköp. Men till detta kommer den dåliga underliggande intjäningen. Detta är föremål för en särskild process, och vi har sagt att vi måste stärka vår intjäningsförmåga. Det gäller inte i största allmänhet för att vi behöver pengar för att bedriva vår verksamhet, utan vi måste ha ett finansiellt oberoende för att våga ta de beslut vi är satta att ta. Så är både svensk lag och internationell lag upplagd, så det är helt centralt.

Jag lämnar ordet vidare till Per Jansson som får kommentera Mikael Dambergs fråga om prissättningsbeteendet.

*Per Jansson, Riksbanken:* Jag tackar för en bra utvärdering och presentation.

Frågan om prissättningsbeteendet har bekymrat oss under en längre tid. När man får en sådan här stor inflationsstörning och i samtal med sina internationella kollegor vill man gärna söka risker för persistent inflation på lönesidan. Det var så det såg ut på 70- och 80-talet i Sverige och många andra länder. Avankringen börjar gärna med kompensatoriska löneökningar, som tvingar företagen att höja sina priser. Sedan är man inne i pris-lönespiralen.

Men så var det inte denna gång i Sverige, utan vi fick relativt låga löneökningar, åtminstone med tanke på omständigheterna och den extremt höga inflationen. Vi fick dessutom ett tvåårigt avtal, vilket var en stark förtroendeförklaring för inflationsmålet. Dock uppstod dessa avankringsproblem just på prissidan, vilket förvånade oss. Det var väl först med KI-studien i december 2022 vi fick svart på vitt att något hade hänt. Vi hade anekdotiska tecken tidigare på att något inte såg ut som vanligt. Men studien dokumenterade att man kunde förstå sig på den inflationsutveckling vi hade haft relativt väl om man antog full kostnadsövervältring från företagen. Det är ett ovanligt prissättningsbeteende; så brukar de inte göra.

Det var alltså en stor och viktig fråga. Låt mig beskriva det så här: Nu när inflationen och kostnadsökningarna har gått tillbaka är oron för närvarande mindre. Men det kan dessvärre komma nya kostnadsökningar om de geopolitiska oroligheterna förvärras, och då kan vi relativt snabbt vara tillbaka i ett läge där företagen åter övervältrar en ovanligt stor del av sina kostnadsökningar. Jag brukar likna detta vid att en bilmotor som en gång överhettats tenderar att överhettas igen. Det finns alltså en oro för att detta skulle kunna komma tillbaka.

Vi har dock lärt oss en del, så jag tror att vi kan uppmärksamma detta lite snabbare än tidigare. Det behöver inte komma en ny KI-studie innan vi förstår

att något sådant här håller på att hända. Vi jobbar också kontinuerligt med indikatorer för att kunna följa detta bättre. Förhoppningsvis är vi bättre rustade nästa gång, och oron är lite mindre nu, som ett direkt svar på Mikael's fråga. Men dessvärre kan detta komma tillbaka om utvecklingen blir ogynnsam.

*Erik Thedéen, Riksbanken:* Jag tänkte be Aino svara på frågan om Riksbanken höll igen med räntehöjningen på grund av den räntekänsliga ekonomin, alltså Charlotte Quensels fråga.

*Aino Bunge, Riksbanken:* Givetvis var svensk ekonomis räntekänslighet och hur man skulle reagera på räntehöjningar en viktig del av våra bedömningar. Men jag känner inte att vi under detta år höll igen på ett sätt som gjorde att vi inte fick tillbaka inflationen till målet. På så sätt kan vi säga att det gick ganska bra, vilket utvärderingen också visar.

Är detta ett tecken på att det inte var så stora risker med bolånemarknaden och att vi har överdrivit riskerna bakåt i tiden? Mitt svar på detta skulle definitivt vara nej. Hushållen gick in i krisen med relativt högt sparande, sysselsättningen hölls uppe, banksektorn var relativt välkapitaliserad och vi hade ingen kreditåtstramning. I ett tal jag höll i förra veckan pratade jag om att en viktig lärdom av denna period är att svensk ekonomi måste tåla perioder av låga räntor men också att vi måste kunna höja våra räntor inom en normal aktionsradie, kanske till och med lite högre än denna gång. Det kunde också ha varit en situation när denna inflationsuppgång kom ett antal år senare då hushållens skulder stigit ännu lite till.

Jag ser att en bättre fungerande svensk bostadsmarknad och även en kommersiell fastighetssektor är viktiga delar framöver för en stabil svensk ekonomi. Precis som vi är beroende av lönebildningen är vi beroende av att andra politikområden tar hand om riskerna som byggs upp. Det har vidtagits ett antal åtgärder på svensk bostadsmarknad, exempelvis bolånetak, amorteringskrav med mera, som har dämpat riskerna, och det var nog därför det gick relativt bra denna gång.

Den här gången kunde vi höja räntan tillräckligt mycket för att bekämpa inflationen. Men om man hamnar i ett läge där man inte kan det får man stora problem eftersom man då kanske får en fortsatt hög inflation och sedan tvingas höja räntan ännu mer.

*Erik Thedéen, Riksbanken:* Jag tänkte att Anna kan säga några ord om lärdomarna av rapporten och hur vi tänker framåt.

*Anna Breman, Riksbanken:* Jag tackar John, Per och Roine för en mycket väl genomarbetad utvärdering av penningpolitiken.

Det finns mycket att säga om lärdomarna av dessa år, och jag ska snabbt försöka strukturera upp det för att kunna säga några saker.

Det första är mer en påminnelse än en lärdom, och det är hur hårt inflationen slår. Det fanns en diskussion innan inflationen började stiga om att inflationen var död, att vi aldrig mer skulle få en inflation och att vi kanske inte ens behövde ha ett inflationsmål. Men nu har vi sett att när det blir extrema chocker, såsom pandemin och Rysslands illegala invasion av Ukraina, bidrar det till hög inflation, vilket slår oerhört hårt mot hushållen och är skadligt för ekonomin. Då behövs penningpolitiken för att motverka detta. En viktig lärdom är alltså att man inte ska tro för mycket på nya sanningar och säga sådant som att inflationen är död, utan vi har ett behov av att kunna agera kraftfullt. Som Erik tydligt sa har penningpolitiken bidragit till att inflationen har fallit.

De prognoser vi gjorde när inflationen steg byggde på historiska samband, som hur företagen har agerat i sitt prissättningsbeteende. Men dessa samband höll inte när inflationen snabbt steg. Det är alltså jätteviktigt när man gör prognoser och fattar beslut att man är öppen för att stora chocker kan förändra saker och att man måste ta höjd för det. Detta är en viktig lärdom. Om jag ska vara självkritisk tycker jag att vi tittade för mycket på historiska samband. Vi borde ha varit tydligare med att detta var en extremt ovanlig situation, med en pandemi och ett krig i Europa, och vågat tänka ännu mer utanför boxen.

Vi har fått nya data och har lärt oss jättemycket av dessa år, och det kommer mycket ny forskning, inte minst om hur inflationen påverkar och prissättningsbeteendet. Detta kommer vi givetvis att ta med oss i penningpolitiken framöver.

När det gäller den aktiva penningpolitiken och lärdomar av de beslut vi tog behöver obligationsköpen lyftas fram. Det var mycket fokus på dem i förra årets utvärdering. Det var rimligt att göra obligationsköp i början av pandemin eftersom Sverige var på väg in i en finanskris och vi behövde motverka det. Vi såg en djup recession framför oss, och köpen bidrog till att ekonomin kunde återhämta sig. Omfattningen av köpen var dock stor, och vi köpte under en lång period. Det är lätt att vara efterklok, men man får komma ihåg att när vi utökade obligationsköpen i november 2021 stod vi inför en andra pandemivåg och utan vacciner. Låt mig dock poängtera att direktionen inte var enig. Både jag och Martin Flodén reserverade oss då och även i februari 2022 och ville snabbare trappa ned obligationsköpen, vilket också hade påverkat resultaten. Men detta är poängen med en direktion. Det är svåra beslut, och det finns mycket osäkerhet. Då kan vi ibland ha olika åsikter.

Jag tror att många centralbanker tar med sig lärdomen framåt att man kan behöva göra sådana här åtgärder under vissa mycket speciella förhållanden men att de ska göras i mindre omfattning när man ser att det börjar vända. Det är dock alltid en svår bedömning.

Några lärdomar av detta är alltså att inflationen inte är död, att förändringar i historiska mönster påverkar prognoserna och att vi nog framöver kommer att göra andra bedömningar när det gäller behov och omfattning av obligationsköp.

*Ida Gabrielsson (V):* Tack för diskussionen! Jag är inne på lite samma fråga som Mikael Damberg, om fördelningen av krisen och inflationsbekämpningen. Men det handlar också om fungerande marknader. Det som ni själva var inne på om bostadsmarknaden gäller ju för fler marknader. Den rapport som Riksbanken gjorde i februari tar upp till exempel hur det skiljer sig i Frankrike, där man hade vissa prisregleringar på elmarknaden. Nu har deras statistiska centralbyrå räknat med att den hjälpt till att sänka inflationen med 3 procent, men här lyfter man att det kanske snarare var 1 procent. Men det var ändå en ganska stor del.

Det som jag tänker är väl att trovärdigheten och stabiliteten kan påverkas om en kris är utbudsdriven och om räntevapnet kanske inte helt fungerar. Lönebildningen sköts bra vid sidan om politiken. Men löntagarna tar ett väldigt stort ansvar, och sedan gör inte företagen det. Man ser det här prissättningsbeteendet. Vi har nu haft stora reallönesänkningar, som vi inte har haft på jättelänge.

I framtiden, när det skulle kunna vara viktigt att löntagarna tar ett sådant stort ansvar, kan det tänkas att de inte gör det eller att de känner att de inte vill göra det när andra delar av samhället inte hänger på och också tar ansvar. Därför vill jag fråga om vi i framtiden kanske behöver se över dessa illa fungerande marknader, som jag tycker att vi har bristande konkurrens på. Hur kan man se till att det inte slår på detta sätt framåt? Är detta något man behöver titta på framöver?

Jag förstår att detta inte helt är inom Riksbankens mandat, men jag tänker också att det handlar om trovärdigheten när vi bekämpar inflationen – om inte resterande, så att säga, strukturer följer med. Jag tänker på de effekter som prissättningsbeteendet fick. Vad säger ni om att inför nästa omgång titta mer djupt på detta? Ni lyfter själva att det kommer forskning och annat. Men jag tänker på åtgärder så att man kanske inte ska behöva göra prisregleringar i en kris och så att marknaderna från början är bättre fungerande.

*Martin Ådahl (C):* Tack så hemskt mycket för dels en väldigt intressant rapport om penningpolitiken, dels väldigt bra presentationer och svar på frågorna från panelen!

Bakgrunden är lite lättare i år. Det är – det måste man ändå tillerkänna Riksbanken – en relativt framgångsrik mjuklandning. Det är bättre än man hade kunnat frukta. Det framgår också av rapporten, som är lite ovanligt snäll.

Men jag har ändå två lite mer fundamentala frågor i samband med detta och en lite mer teknisk fråga.

Den ena fundamentala frågan gäller att det diskuteras ganska lite både i utvärderingen av författarna och från Riksbankens sida det ovanliga med att Sverige har hög öppen arbetslöshet samtidigt som man haft hög inflation. Det är inte så många andra länder som har det. Och man diskuterar detta ganska lite i förhållande till output-gap och strukturell och konjunkturell arbetslöshet.

Jag vill egentligen bara ha er take på det, för detta är kanske ett lite underdiskuterat problem i Sverige. Vi har förvisso en hög sysselsättning. Det är också ett högt arbetskraftsdeltagande av kvinnor. Men vi har samtidigt en



ganska hög och persistent arbetslöshet, som nu återigen stiger efter en period av vad man tänkte sig var labour hoarding, att man höll kvar personalen trots att det var åtstramning av ekonomin i samband med inflationschocken.

Det var den ena fundamentala frågan. Den andra frågan är en som flera har ställt. Den handlar om att lite mer utveckla detta med pris konkurrensen. Hur mycket chocker har det varit? Hur mycket är det underliggande internationellt med ökad protektionism och i Sverige med bristande konkurrens som ligger där i botten? Flera har varit inne på detta, det så kallade pris beteendet. Men hur är det med det? Har konkurrensens effekt på priserna, strukturellt men även chockmässigt, på grund av protektionistiska vågor nu blivit större?

Sedan har jag en mer teknisk men ändå viktig fråga. Det handlar mycket i denna utvärdering om de kurvor som Riksbanken har och som föredömligt visar vad man tänker göra framöver. Jag har faktiskt ställt denna fråga tidigare. När det är ett så här osäkert läge och när Riksbanken länge har signalerat att man tar det steg för steg under 2022 och 2023, när inflationen kommer in, undrar jag: Ska man inte betona olika scenarier mer? Då skulle man kunna säga: Kommer informationen in så här gör vi så här, och kommer information in på ett annat sätt gör vi så här. Vi reagerar på detta på det här sättet. Jag tänker på när det är skillnad mellan vad marknaden säger att Riksbanken tänker göra och vad Riksbanken gör. Är det inte bra då att ha lite mer betoning på scenarier än vad man har haft hittills?

Jag stannar där och hoppas att jag kan återkomma sedan.

*Yusuf Aydin (KD):* Ordförande! Tack, rapportförfattarna och Riksbanken, för presentationerna! För ett år sedan var min fråga lite mer fokuserad på prognoser och kommunikationen. Det har också, som rapportförfattarna skriver, förbättrats med alternativa scenarier och lite mer klagörande kommunikation.

Det finns två saker som jag vill fråga om. Först vill jag fråga rapportförfattarna om detta med riskerna kring räntebanan, om den inte anses vara trovärdig. Ni skriver att det kan finnas risker kopplade till penningpolitiken om marknaden inte tror att Riksbanken kommer att göra det man säger. Kan ni utveckla det lite? Ni skriver att ända till novembermötet, tror jag, skrev Riksbanken i fråga om sin räntebana att man skulle sänka först i april 2025. Marknaden trodde att det skulle ske i april 2024, vilket ligger närmare sanningen. Jag undrar alltså lite grann över risken när det gäller trovärdighet och hur detta i förlängningen skulle kunna vara en risk också för penningpolitiken.

Sedan har jag en fråga till Riksbanken. I Sverige har vi en ganska hög grad av rörliga räntor. Det finns många ekonomiskt utsatta hushåll, även om en del kanske hade sparade medel från pandemin. Hur väger ni in riskerna att många ekonomiskt utsatta hushåll på något sätt skulle kunna drabbas i relation till detta? Det finns en del osäkra avvägningar när det gäller att landa i om man ska höja. Jag tänker på septemberhöjningen. Det handlar inte om att man ifrågasätter. Men man undrar: Var det nödvändigt eller inte? Det finns ju också en fördröjningseffekt innan ränteförändringarna slår igenom. Hur gör man de

avvägningarna? I många andra länder har man längre bindningstider, och där slår detta inte igenom lika tydligt.

*Roine Vestman, Stockholms universitet:* Vi börjar med Ida Gabriellssons fråga om prisregleringar och hur man bäst kan få olika delar av ekonomin att vilja ta ansvar. Generellt sett får man jobba med marknadens funktionssätt löpande, så att säga, genom politik, såklart, och olika typer av konkurrensfrämjande åtgärder. Det kan gälla banker. Det kan gälla andra sektorer av ekonomin. Det ligger såklart utanför Riksbankens mandat, men Riksbanken kan peka på brister i ekonomins funktionssätt och eventuella asymmetrier eller effekter det får på ojämlikhet.

Per kommer att ta Martin Ådahls frågor om arbetslöshet, Phillipskurvan och fördelning av chocker.

*Per Krusell, Stockholms universitet:* Jag är osäker på exakt vad du syftar på vad gäller arbetslösheten. Men det finns en annan sak som har hänt under den här perioden. Vi befinner oss också i något slags strukturomvandling där det är svårt att bedöma exakt vad en rimlig och naturlig arbetslöshet är – detta i kombination med utbudshocker av olika slag. Vi har inte satt ned foten så tydligt att vi kan säga vad vi tycker är normalt eller inte normalt. Det vill jag ändå bara säga.

Jag tror inte att jag i alla fall har fler kommentarer kring det.

Detta med priskonkurrensen, som du och även Ida tog upp, är något som vi diskuterade här vid motsvarande tillfälle förra året.

Jag ska lyfta blicken lite grann vad gäller prissättning. Jag tror att man har en syn på prissättning som kommer från normala tider, och det här har inte varit en normal tid. Risken är att företagen kan ta chansen att höja priserna när det är väldigt turbulent och väldigt tydliga kostnadsökningar. Då kan man säga till sina kunder: Vi behöver höja priserna. Det är ganska lätt att göra det. Är konkurrensen hög är det svårare.

Jag skulle nog vänta mig att det framöver kommer att se ut ungefär som det alltid har gjort under normala tider, om det inte blir sådana här stora chocker igen. Men nu har vi haft dem.

Det finns också en annan oro i bakgrunden som gäller just det här med konkurrensen. Det är en jättestor fråga, åtminstone bland forskare. Det finns olika signaler om ökade marginaler och ökad konkurrens som är kopplade också till ojämlikhet. Detta är trender som jag inte tror att vi forskare heller har fått fullständig kläm på, men det är en koncentration av färre företag som finns på marknaden.

Det här är inte en penningpolitisk fråga. Jag vill bara peka på detta. Det är en faktor när vi bedömer hur marknaden fungerar, hur prissättningen fungerar och hur snabbt det går att komma tillbaka till normalläge. Det är alltså en mycket större fråga än vad vi kan diskutera här, men att detta är ett ämne är alldeles tydligt.

Det finns dessutom frågor om huruvida den upplevda minskade konkurrensen leder till färre innovationer och lägre tillväxt. Det är en jättefråga. Det är fortfarande så att vi inte riktigt vet. Men det finns en stor oro för att en del av produktivhetsminskningarna, som vi har sett de senaste 10–20 åren, har med detta att göra. De stora företagen behöver inte hålla på med forskning och utveckling lika mycket, för de har redan en marknad. De äger den, liksom.

Det här är jättefrågor, och de har inte någon direkt koppling till framför allt 2023 års penningpolitik. Man måste kanske ha den bakgrunden.

Du pratade om scenarier – även Yusuf tog upp det. Detta har vi tryckt på, och det har Riksbanken levererat på. Sedan kan man alltid önska sig ännu fler scenarier. Vad gäller specifikt räntebanan var jag väl inte helt nöjd med Riksbankschefens svar: Ja, det kan alltid vara så att marknaden tror lite annorlunda än vad Riksbanken tror. Men vad vi påpekar i rapporten är inte bara det – Roine hade detta på sin slide. Riksbankens räntebana var inte internt konsistent med Riksbankens egen bedömning av vart inflationen var på väg och hur ekonomin gick realt.

Om man tittar på deras bedömningar framåt i tiden kan man tycka att det inte skulle behövas en så hög ränta. Det var väl detta som vi menade med kommunikation. Vi förstår fullt ut att det kan finnas ett gap mellan marknadens och Riksbankens bedömningar, men kommunicerar man tydligt ska man förklara varför man tror att räntan kommer att ligga kvar så högt trots att inflationen har fallit och så vidare. Det var det gapet som vi var ute efter lite grann samtidigt som vi säger att kommunikationen är stark. Detta kan alltså ses som en marginell kommentar. Skulle ett sådant här misstag, om man ens får kalla det så, rubba trovärdigheten? Det tror jag väl inte. Men om det är svårt att förstå vad Riksbanken gör tror jag att det i förlängningen rubbar trovärdigheten. Jag tror ändå att trenden är positiv där. Det är vårt jobb att påpeka var det har funnits gap i kommunikationen, och det är det vi gör.

*Erik Thedéen, Riksbanken:* Jag ska börja med räntebanan. Det är möjligt att jag inte nådde fram helt med budskapet när jag talade. Jag och vi tillstår att vi tror att vi kan bli bättre på att förklara detta. Vi ska inte heller glömma bort att vi kom från ett läge där vi hade överraskats negativt gällande inflationen, även om våra prognoser sa att inflationen var på väg ned. Det var delvis detta som präglade vår bedömning att räntan antagligen skulle behöva vara mer åtstramande för att just nå den där låga inflationen. Sedan när inflationen mer tydligt kom ned och vi blev mer trygga med det justerades ju räntebanan. Men återigen: Jag kan hålla med om att vår tydlighet hade kunnat vara bättre här.

Sedan tänkte jag fördela ordet lite grann. Jag tänkte att Per kanske kan tala lite om det här med företagens ansvar, bristande konkurrens och det som kom från Ida Gabriellsson.

*Per Jansson, Riksbanken:* Tack för alla frågor! Det var väldigt många; det är svårt att hinna med. Jag tror att Martin Ådahl måhända också var inne lite på frågan om konkurrens och protektionism. Per Krusell har ju redan pratat en del om detta, men låt mig göra ett försök.

Det skulle vara intressant att i efterhand utvärdera de olika åtgärder som har vidtagits av olika länder. Det skulle man kunna göra i arbetsgrupper och jämföra hur det har gått i olika länder. Jag har själv ingen klar bild över exakt vem som har gjort vad. Det har varit rörigt, inte minst när det gäller åtgärder på energimarknaden. Det har varit lite rörigt och svårt att förstå vad länderna har gjort även i övrigt. En sådan utvärdering skulle jag alltså tycka vore bra.

Med detta sagt är i alla fall min bild att tidigare erfarenheter av regleringar inte är jättegod. Ofta kan man kanske dämpa problemet för stunden, men det brukar bli väldigt svårt att komma ur de här regleringarna när man väl har lagt in dem. Det är dessutom så att man inte adresserar de grundläggande obalanserna i utbud och efterfrågan. På något vis slår man bara till i ekonomin utan att bli av med grundproblemet. Min personliga ingång är alltså att jag är rätt skeptisk till det där och ändå tycker att räntepolitik och en trovärdig penningpolitik har haft större framgång än den typen av åtgärder. Men som sagt, det skadar aldrig att titta på hur det har gått och försöka lära sig av det, tycker jag.

När det gäller Martin Ådahls fråga, som relaterar till detta, skulle min bild vara att man, som Per Krusell också var inne mycket på, definitivt kan och bör göra mer för att främja konkurrens på olika sätt. Den utveckling vi nu ser i världen, inte minst när det gäller protektionistiska inslag, känns inte så bra, minst sagt.

När det gäller den specifika episod vi nu har gått igenom skulle jag dock säga att det mer var mycket stora kostnadschocker som så att säga var boven i dramat. Det var de jättestora kostnadschockerna som gjorde att företagets prissättningsbeteende ändrades. Sedan blev det någon form av implicit samordning i prissättningsbeteendet. Det blev liksom okej att höja priser – alla gör ju det. Vi gjorde studier och kunde se att även de som inte drabbades av så stora kostnadsökningar passade på. Det var alltså mer en implicit samordning därför att det helt enkelt ansågs vara allmänt accepterat och nog inte så mycket ökade konkurrensproblem som drev detta.

När jag ändå har ordet vill jag bara nämna en grej som jag tycker är intressant när det gäller scenarierna som du tog upp, Martin. Per sa ju att vi redan har börjat lite grann med detta. Jag tror att vi kan och bör göra mer där. Men den centrala frågan är hur man kan få in sådana här alternativscenarier, som ska komplettera huvudprognosen, så att de verkligen spelar roll i det penningpolitiska beslutet. Ofta fyller de lite samma funktion som den gamla tratten, som ni kommer ihåg att vi hade. Vi kunde säga: Titta, det kan bli annorlunda än vad vi tror. Det är lite skönt att säga det i förväg, för det blir alltid annorlunda än vad man tror – då har man lite grann en ursäkt för det. Men man skulle gärna vilja få in scenarierna i beslutsunderlaget så att de spelar roll på allvar, och det tror jag är svårt. Men detta är något vi behöver jobba

med, och jag vet att många andra centralbanker har liknande tankar och försöker utveckla detta.

*Erik Thedéen, Riksbanken:* Då tänkte jag att Aino också kan kommentera detta med scenarier men kanske också tala lite om räntebanan så att det blir fler som kommenterar just den frågan och inte bara jag.

*Aino Bunge, Riksbanken:* Precis som vi kommer fram till har vi börjat med alternativa scenarier under det här året. Jag tycker att det har varit en framgång på så sätt att det har varit möjligt att diskutera vad som skulle få oss att ändra politiken utifrån det läge vi såg vid ett visst tillfälle.

Vår tidigare kollega Martin Flodén höll ett tal där jag höll med om mycket; det gick ut på att vi med tiden kommer att behöva jobba ytterligare med de här scenarierna för att förklara. En svårighet är nämligen att verkligheten ändrar sig på många olika sätt, och vid varje tillfälle har vi att göra en ny bedömning. Om kronkursen till exempel har rört sig på samma sätt som den gjorde i vårt scenario kanske vi samtidigt har fått en annan utveckling i den svenska ekonomin som gör att vi gör en annan bedömning.

Det gäller alltså att vara tydlig med att scenarierna ska beskriva hur vi skulle reagera i en viss situation. Men detta är ju också betingat av vad som har hänt utöver det som beskrivs i scenariot. Jag ser fram emot att vi jobbar vidare med de här scenarierna och kanske också är lite tydligare med exakt vad vi ser har hänt i ekonomin när vi tittar på dem.

När det gäller räntebanan är det på samma sätt. Jag ser att vi har tagit steg för att förbättra. Vi har tydliggjort att vi ser en kortare räntebana där vi verkligen diskuterar vad vi ser ska hända på de kommande mötena och har en möjlighet att tydligare ta med detta i den penningpolitiska diskussionen, precis som scenarierna. När det gäller räntebanan på längre sikt har vi också varit tydliga med att vi ser en större osäkerhet.

Vi får väl ta till oss när det gäller kommunikationen. Men jag skulle ändå vidhålla att detta var ett extremt scenario. Här kommer jag in lite på Yusuf Aydins fråga om septembarmötet. När vi satt i de här mötena var det fortfarande väldigt otydligt hur mycket räntan skulle behöva höjas för att bekämpa inflationen. Som utvärderarna var inne på var vi också inne mycket på frågan om trovärdigheten för inflationsmålet. Vi var rädda för att vi, om vi hade fått en längre period med höga inflationssiffror, faktiskt hade tappat inflationsförväntningar.

Jag anser personligen att man i efterhand kan utvärdera till exempel både räntebanan och räntebeslutet i september. Men vid just det tillfället var jag nog snarare orolig för att vi skulle behöva höja räntan mer än vi faktiskt sedan behövde göra.

*Erik Thedéen, Riksbanken:* Vi fick en fråga från Yusuf om rörliga räntor och hur vi väger in de riskerna – jag tänkte att Anna skulle kunna ta det.

*Anna Breman, Riksbanken:* Jag uppfattar frågan som att det återigen ganska mycket gäller räntebanan och trovärdigheten, Yusuf. Förstod jag dig rätt? Det gällde inte bara rörligheten i räntorna?

*Yusuf Aydin (KD):* Dels det, dels de osäkerheter som finns och hur man till skillnad från många andra riksbankar i världen som har en annan marknad jobbar för att väga in riskerna i hushålls- och företagssektorn när man gör dessa avvägningar.

*Anna Breman, Riksbanken:* Det är en väldigt bra fråga. Jag kommer att försöka strukturera upp det lite. Det är några saker man tänker på när det gäller hur penningpolitiken funkar. Vi sätter en styrränta, en kortränta, och så styr vi, om vi nu lyckas med detta, hushållens och marknadens förväntningar. Det går in i marknadsräntor, det vi kallar finansiella förhållanden, och det är flera olika delar. Det är marknaden, som vi har pratat mycket om i dag, som påverkar prissättningen, men det är också hushållens och företagets förväntningar, vilka räntor och villkor de faktiskt möter på marknaden och vilka förväntningar de har som spelar roll.

För vår del har vi räntebanan, och det är helt rimligt att vi får kritik för att det är svårt att kommunicera. Bakgrunden har varit att vi ska försöka ha en konsistens i prognoserna –att vi säger att om vi gör det här är vår bedömning att inflationen skulle kunna komma ned igen med det tidsperspektiv vi har. Nu har vi formellt ändrat kommunikationen, men vi har även tidigare poängterat att prognoser är prognoser. De är alltid säkrare på kortare sikt, och det är större osäkerhet på längre sikt.

Jag tycker att det är intressant att utvärderarna jämför med just USA och Norges Bank; det är lite annorlunda. I USA har man dot plots. Varje person som deltar – de är många – har sin egen, och så tittar marknaden på ett genomsnitt av detta. Sedan har de en långsiktig som egentligen inte är en prognos utan bara vad man tror på någon sorts allmän sikt. Norges Bank har mer en bana, som vi har. Båda kommunicerade lite tidigare än vi att de först tänkte höja och sedan börja sänka.

Vi var ju mer försiktiga och sa att nu höjer vi styrräntan, men inflationen är väldigt hög – vi kommer att behöva ligga kvar ett tag för att verkligen säkerställa att vi får inflationen tillbaka till målet. I detta – och det är en viktig sak – fanns det en viss riskbedömning. Om vi höjer styrräntan och sedan börjar sänka för att sedan höja igen är det väldigt kostsamt för samhället. Men om vi höjer och sedan ligger kvar ett tag för att sedan börja sänka är det mindre kostsamt. Vi gjorde alltså en viss riskbedömning. Banan gick först upp och var sedan ganska platt ett tag innan den började luta nedåt.

Det som har hänt är att vi den här månaden – vi är fortfarande i maj – har kunnat genomföra en första räntesänkning. Om man tittar på vad som har hänt i USA och Norge ser man att de har fått skjuta på sina räntesänkningar. Med

detta försöker jag inte säga att de på något sätt har gjort fel, för det här är genuint svårt. Men att vi var ganska restriktiva och försiktiga var ett sätt för oss att verkligen säga att vi kommer att se till att inflationen kommer ned. Att inflationen nu har fallit i Sverige är inte helt oberoende av att vi verkligen poängterade att vi hade uthållighet i detta.

När vi sedan såg att bättre data började komma kunde vi, som Erik beskrev förut, ändra kommunikationen. Och när vi upplevde en trygghet i att prognoserna kom mer i linje med vad som förväntades kunde vi börja prata om räntesänkningar och sedan faktiskt också leverera räntesänkningarna. Det är viktigt.

Den andra sak som jag verkligen vill betona här är att jag tycker att det är direkt felaktigt att säga att marknaden har mer rätt. Om man tittar på marknadsprissättningen ser man att den har varit volatil. Den har varit fram och tillbaka från vecka till vecka, dag till dag och månad till månad. Jag vet själv att man när man sitter och ska skriva protokollen tänker: Ska jag kommentera marknadsprissättningen? Ja, men i morgon kanske den har ändrats. Den senaste tiden har marknaden ändrats från dag till dag. Framför allt i USA hade man prisat in fler än sex sänkningar i början, för bara några månader sedan. Sedan gick det till noll, en och två, ungefär.

För dem som sitter på marknaden är det ett tufft jobb att handla med de här kontrakten. Men det de gör är att de prissätter kontrakten som varje dag visar vad de tror när det gäller centralbanken. Deras målsättning är att från dag till dag tjäna pengar på detta på ett handlargolv. Vår målsättning är att ta ett ansvar för att inflationen på sikt blir låg och stabil igen, så vi måste vara mer stabila än en marknad som sitter och trejdar från dag till dag.

Marknadens förväntningar är viktiga. De påverkar förväntningarna. Vi följer detta jättenoggrant, men vi måste kunna vara tråkigare och mer stabila än vad marknaden är. Jag menar verkligen det. Det är vår uppgift att ha ett långsiktigt ansvarstagande. Det betyder inte att kommunikationen har varit perfekt, men vi är betydligt mer stabila när det gäller hur vi kommunicerar än vad marknadsprissättningen är.

*John Hassler, Stockholms universitet:* Jag vill säga något om räntebanor och trovärdigheten i dem. Vi resonerar ju i rapporten om att publicering av en räntebana egentligen ger två bitar information som är kombinerade. Det gäller dels vilken bedömning man gör av den makroekonomiska utvecklingen, framför allt inflationen, dels en handlingsregel – hur man så att säga kommer att reagera på denna utveckling. Vilken ränta kommer man att sätta givet den makroekonomiska utveckling som man bedömer?

Där säger vi att det centrala är att det finns förtroende för handlingsregeln, att marknaden tror att man kommer att göra det som behövs när man ser vad inflationen och den makroekonomiska utvecklingen blir. Där tolkar jag väl det ändå som att Anna Breman försöker säga att det man kommunicerade var en handlingsregel. Om det inte går så bra med inflationsbekämpningen kommer man att fortsätta att ha en hög ränta. Vi tror att detta hade kunnat kommuniceras

bättre, för det blev liksom en inkonsistens. Jag tror inte att någon trodde på att man skulle ligga kvar med så höga räntor om inflationen kom ned ungefär så fort som prognosen sa.

Var det någonting annat man ville kommunicera, nämligen att om detta inte sker kommer vi att vara tuffa och ha en hög ränta så länge som det krävs, tror jag egentligen mer på den här scenarieidén – att kommunicera det.

Min slutsats är att det finns en del att fundera på. Men jag tyckte att det i Anna Bremans resonemang skymtade fram något som liknade ungefär det som jag vill säga.

Något jag däremot inte håller med om är när man säger: Jamen, marknadsbedömningarna fluktuerar så mycket – ibland är de över och ibland är de under. Det kan självklart finnas sådana situationer, men det är ju inte det vi diskuterar. Vi diskuterar det faktum att det under en lång tid fanns en helt annan bedömning av hur snabbt man skulle sänka räntorna.

Vi tror inte att det egentligen var ett jättehott mot trovärdigheten. Under ett realistiskt scenario behövdes inte en sådan tuff politik som Riksbanken signalerade i räntebanan. Att man inte riktigt tror på det är inte så allvarligt. Vi diskuterar ju hur det varit om situationen hade varit annorlunda – kanske tvärtom – så att marknaden inte trodde att Riksbanken vågade höja räntan så mycket som den makroekonomiska utvecklingen skulle komma att kräva. Det hade varit allvarligt. Men något hot om att man skulle ha sådana förväntningar har vi inte sett.

*Ordföranden:* Jag vill påminna podiet om att det är finansutskottets ledamöters frågor som besvaras nu. Vi har inte en debatt här framme. Även om det skulle vara nog så intressant är denna stund tillägnad finansutskottets ledamöter och deras möjlighet att ställa frågor. Det behövs alltså kortare svar på de frågor som ställs.

*Janine Alm Ericson (MP):* Tack för en intressant rapport och för att ni är här och svarar på frågor!

I rapporten tas upp att den stabiliseringspolitiska bördan har fördelats ojämnt, något vi talat om här i dag också. Det är de unga och skuldsatta som har fått ta smällen för den strama penningpolitiken. Inom företagssektorn ser vi nu byggföretag läggas ned. Vi vet dessutom att den gröna omställningen är väldigt kapitalintensiv och påverkas i stor utsträckning av högre räntor. För oss politiker är det väldigt viktigt att veta vilka effekter den förda penningpolitiken får inom olika delar i samhället och inom olika sektorer så att vi, om så krävs, kan vidta riktade åtgärder för att kompensera.

Med anledning av det har jag två frågor.

Den första gäller kommunikation och tydlighet. Om Riksbanken var tydligare med vilka effekter man förväntade sig inom olika sektorer och för olika samhällsgrupper i och med den förda penningpolitiken, skulle det inte



underlätta för oss politiker att hantera de önskade effekterna med riktade åtgärder?

Min andra fråga gäller om ni tror att en stram penningpolitik påverkar den gröna omställningen eller om den sker av sig själv.

*Cecilia Rönn (L):* Tack för en intressant rapport och väldigt betryggande och bra frågor och svar!

Jag har ett par frågor.

I sin presentation redogjorde riksbankschefen för att Sverige och Norge har haft en kraftigare prisökning än bland annat euroländerna. I kombination med att Sverige sticker ut med en hög privat skuldsättning, jämfört med andra länder, kan jag tänka mig att räntehöjningarna har drabbat svenska medborgare hårdare. Det måste ha inneburit komplexa avvägningar för Riksbanken. Hur har detta påverkat räntebesluten i kombination med att man även har behövt ta hänsyn till omvärlden, FED och ECB, i och med att vi har globalt integrerade ekonomier? Finns det några lärdomar att dra inför framtiden utifrån det vi har upplevt och det som har hänt?

Till rapportförfattarna har jag en fråga om den framtida tillväxten.

I Produktivitetskommissionens delbetänkande, som presenterades för några veckor sedan, slogs det fast att en grundförutsättning för långsiktig konkurrenskraft är Sveriges utbildningssystem och livslång utbildning då humankapitalet i kombination med satsningar på forskning och utveckling är viktiga för Sveriges konkurrenskraft. Vi har nu sett att tillväxten är mycket svag, och vi vill självfallet få fart på den igen. Vilka lärdomar kan man dra från den rapport som ni har skrivit för att det ska bli lättare framöver? Har ni några tankar om hur penning- och finanspolitiken kan samverka i det avseendet?

*Mikael Damberg (S):* Först vill jag tacka för bra diskussion och frågor. Det var intressant att höra att det också finns lite skiljelinjer för hur man ser på saker och ting.

Jag vill återkomma till den tidigare diskussionen. Riksbanken sa att man kan behöva tänka utanför boxen. Cemof har sagt att det är viktigt att även titta på frågor som inte är särskilt beforskade i dag. Jag drar slutsatsen att vi är i ett läge på väg in i en ny fas i krishantering. Inflationen faller nu i Sverige, och vi har goda förutsättningar att få en mjuklandning. Det kan bli spännande att se om alla länder klarar av det på samma sätt, om inflationen faller givet lönebildningen i en del länder och annat.

Det kan ju bli så att skillnaden mellan Sveriges verklighet och verkligheten i andra länder växer framöver. Kanske kommer några av exportländerna att ha högre inflation än vad vi har. Det blir spännande att se vad det leder till.

Min fråga är: Om vi från finansutskottet ska följa Riksbankens agerande, vad tycker Riksbanken är viktigast att fundera på i förhållande till vilka lärdomar som har dragits så här långt och att tänka utanför boxen? Och vad tycker Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet – vad är viktigt för oss att lära av

krisen och beforska mer utifall vi i ett osäkert läge, som beskrevs förut med geopolitisk osäkerhet och mycket annat, hamnar i liknande situationer framöver? Vad är viktigast att ta tag i? Vilka frågeställningar bör vi brottas med framöver för att vi ska stå ännu bättre rustade?

Jag har även en sakpolitisk fråga. Har centrumbildningen någon uppfattning om statistikfrågan vad gäller hushållens skulder och förmögenheter?

*Roine Vestman, Stockholms universitet:* Vad gäller den första frågan om den gröna omställningen och penningpolitikens roll vet jag inte om vi blev ombedda att besvara den. Jag hoppar över frågan.

Cecilia Rönn hade en fråga som gällde produktiviteten och samverkan mellan finanspolitiken och penningpolitiken. Den kommer John Hassler att besvara.

*John Hassler, Stockholms universitet:* Eftersom jag även är intresserad av klimat och den gröna omställningen kan jag säga några ord om det.

De saker som ligger utanför vår rapport pratar vi inte om som representanter för rapporten eller Cemof utan som enskilda forskare, men jag tillåter mig ändå att säga några ord om det.

Min uppfattning är att det är väldigt viktigt för den gröna omställningen att penningpolitiken lyckas med sitt uppdrag. Om ekonomin fungerar bra i största allmänhet är det mycket lättare att hantera den gröna omställningen. Min grunduppfattning är därför att man inte ska ändra mandatet, utan så länge Riksbanken kan klara sitt grundläggande mandat underlättar man också för den gröna omställningen. Det är inte bra att kompromissa med det.

Samspelet mellan penningpolitik och finanspolitik är något som har diskuterats mycket under senare tid. Det har aktualiserats av att penningpolitiken blev lite bakbunden. Man vågade inte gå alltför långt med negativa räntor och använde då andra slags instrument, framför allt köp av olika värdepapper. Det fick en massa sidoeffekter, som gjort att man nu diskuterar om det här var vettigt eller inte.

Det har aktualiserat en förändring i synen på samspelet mellan penningpolitik och finanspolitik. Jag tycker inte att man ska överdriva behovet av förändringar. Ett rimligt finanspolitiskt ansvar har egentligen alltid inneburit att man hjälper till i konjunkturstabiliseringen, det vill säga har lite större underskott i lågkonjunkturer och lite större överskott i högkonjunktur.

I huvudsak sker detta med automatiska stabilisatorer, men det har också alltid funnits ett utrymme att göra lite vad vi brukar kalla diskretionära åtgärder.

Jag tycker att detta kanske skulle behöva kodifieras lite bättre i ramverket, men jag ser inte att det utgör någon anledning till en radikal förändring av uppdelningen mellan penningpolitik och finanspolitik.

I ett krisläge, som det vi var inne i, gjorde det finanspolitiska ramverket det inte på något sätt omöjligt att bedriva den finanspolitik som behövdes.

Jag tycker att samspelet på det stora hela har fungerat bra, men man behöver kanske göra vissa justeringar.

*Per Krusell, Stockholms universitet:* Under den här krisen – eller perioden – var 2022 speciellt såtillvida att räntan och inflationen länge låg väldigt lågt. Sedan sköt de helt plötsligt iväg. Det blev en traditionell utbudschock, och man var tvungen att tänka lite utanför boxen. Förankringen har blivit ...

*(Ordföranden:* Ursäkta att jag avbryter, men det är något som ger en rundgång. Jag tror att det är fel i utsändningen. Kan någon i kansliet kolla upp det?)

Det finns en risk att man kallar varje år ovanligt. Varje år är speciellt, så jag tycker inte att man ska överdriva. Riksbankens beslut har i stort sett varit rimliga. Det finns inte jättemånga lärdomar att dra.

Låt oss ta de två år som vi har utvärderat. Inflationsprognoserna och Riksbankens räntepolitik 2022 var lite sega. De var sena på bollen och förstod inte riktigt att inflationen var på väg att skjuta iväg uppåt. Det tyckte vi förra året, och vi tycker fortfarande att man hade kunnat göra det bättre trots att man befann sig i realtid. Det fanns nämligen massor av tecken på det här. Men det var ändå inget beslut som var jättefel.

I år ger vi som tidigare sagts fullt stöd till räntebanan och har egentligen bara marginella kommentarer om kommunikationen.

Som John sa tycker jag inte heller att man ska överdriva vikten av lärdomar. Man ska ständigt vara beredd på att det kan bli ett normalt år, eller så kan det bli ett år som de här två åren. Jag tycker att det har gått ganska bra.

Jag vet inte om Roine Vestman vill kommentera detta mer sedan, men effekten av ojämlikhet är ju något som vi lyfter fram. Där behövs forskning. Men det är något mer långsiktigt, eftersom vi inte riktigt vet det här. Vi forskar gärna själva i dessa frågor.

*Roine Vestman, Stockholms universitet:* Jag kan komplettera lite om det här med lärdomar. Om man tar ett steg tillbaka är det viktigt att tänka på Riksbankens förutsättningar att bedriva penningpolitik. Sverige är en liten, öppen ekonomi. De centralbanker som har störst påverkan på den globala penningpolitiska cykeln är Federal Reserve och ECB. Sverige har en liten centralbank som verkar under lite speciella förutsättningar.

En av dessa förutsättningar är självklart Riksbankens balansräkning och att den finansiella intjäningen är förhållandevis svag. Det är kanske den stora fråga som vi avslutar rapporten med. Den går utanför det vardagliga penningpolitiska arbetet, men den lägger ändå grunden för Riksbankens förutsättningar att bedriva en optimal penningpolitik.

En annan aspekt där förutsättningarna utmärker sig är den räntekänslighet som redan har berörts: att hushåll är förhållandevis högt skuldsatta och att de har kort räntebindningstid – även företagen har en liknande situation.

Här nämndes förslaget om ett register över hushållens tillgångar och skulder. Jag har personligen varit tydlig i frågan – jag var sakkunnig i utredningen – och har sagt att jag tycker att det vore bra. Det vore bra på flera sätt att ha mer information.

Dels vore det bra i det vardagliga penningpolitiska arbetet. Jag tror att man skulle kunna göra bättre bedömningar av till exempel hushållens efterfrågan och hur stora sparbuffertar som byggdes upp under pandemin. Det gjorde att genomslaget för penningpolitiken inte blev så stort som man befarade inledningsvis då räntehöjningarna påbörjades.

Dels skulle ett sådant register också underlätta på en massa andra politikområden, som inte direkt rör penningpolitiken.

Det vore helt klart värdefullt att ha mer information om tillgångar och skulder. Jag vill framför allt betona ”tillgångar”. När man säger räntekänslighet är det lätt att tänka skuldsättning och att det är den som styr räntekänsligheten. Men till lika hög del styr det sparbuffertar och möjligheten att kompensera räntehöjningar genom att ta av sparbuffertar.

*Ordföranden:* Nu lämnar jag över till riksbankschefen och direktionen att besvara frågorna inom sig. Varsågod.

*Erik Thedéen, Riksbanken:* Jag lämnar lite grann öppet för alla vilka frågor man vill besvara. Men man ska fatta sig kort och svara på frågorna, som ordföranden påpekade.

Jag ska börja med att säga någonting om den gröna omställningen och instämna med det som professor Hassler sa. Det viktiga här är att skapa låg och stabil inflation. Det är grund för god ekonomisk utveckling. Det är därmed också en grund för omställning. Det är måhända ett tråkigt svar, men jag tror att det svaret är viktigt.

Till det ska jag säga att klimatfrågan ändå är av vikt för penningpolitiken. En fråga som vi har anledning att titta mer på är risken för återkommande utbudsstörningar. Det är alltså skogsbränder, dåliga skördar och översvämningar. Det är den typen av saker som kommer i klimatkrisens spår.

Det har effekter på ekonomin och därmed också på inflationen. Vi drabbades av en utbudsstörning denna gång. Den var inte direkt kopplad till klimatet utan mer kopplad till krig och pandemi. Men det är uppenbart att där finns en risk för mer återkommande utbudsstörningar. Det är kanske det enda område där vi med viss säkerhet kan säga att antalet utbudsstörningar kan komma att stiga. Förhoppningsvis gäller det inte till exempel krig.

Jag ska säga någonting om vad vi kan lära oss. En viktig lärdom som vi alltid ska påminna oss om, och som scenarierna är ett sätt att komma åt, är att det kommer att vara notoriskt svårt att ta oss ur tidsandan.

När vi gick in i 2022 var tidsandan att inflationen var död, precis som Anna Breman sa. Nu har vi en annan tidsanda. Vi kommer om några år att kunna beskriva vilken tidsanda det var.

Det är viktigt att vi och de som kommenterar oss hela tiden försöker att tänka utanför boxen, som Anna Breman talade om. Man måste ändå på något sätt vara intresserad av att tänka på andra sidan.

Här tror jag att vi, forskare och deltagare i den allmänna debatten har en del lärdomar att dra av hur debatten gick när inflationen var låg och hur säkra vi då var på att det skulle vara så för evigt. Man får ändå erkänna att det har kostat oss lite grann, kanske bland annat att vi missbedömde inflationsuppgången något under 2022.

Med det är det lite laget runt. Vi börjar med Aino Bunge.

*Aino Bunge, Riksbanken:* Jag börjar med Janine Alm Ericsons fråga. Hon kom in på frågan om penningpolitikens påverkan på olika områden. Det kommer an på att räntan är ett relativt trubbigt verktyg. Det är en ränta för alla svenska hushåll och svenska företag, och det slår olika.

Till viss del kan vi bidra till det. Det är många förutsättningar där vi är beroende av andra politikområden och att man där tar tag i frågorna. Vi påpekar till exempel hur det slår på rörliga bolåneräntor, och vi har diskuterat fastighetsmarknaden och andra områden.

I grunden visar det väldigt tydligt vårt beroende av att svensk ekonomi tar tag i sårbarheter. Om vi ska ha något medskick till finansutskottet, apropå Mikael Dambergs fråga, skulle det just vara att vi i Sverige har en stabil och låg offentlig skuldsättning men att det gäller att också titta på skulduppbyggnad inom andra områden inom ekonomin eftersom det skapar sårbarheter.

Precis som påpekats av flera är vi beroende av vad som händer i omvärlden. Det kan vara andra centralbanker, det kan vara utbudschocker, det kan vara krig eller annat som påverkar ekonomin. Men de sårbarheter vi själva har byggt upp kommer att spela ut när vi möter de scenarierna.

Just skuldsättning kan vara ett sätt att tjäna pengar under en lågräntetid. Men det slår tillbaka sedan när någonting går åt andra hållet.

*Per Jansson, Riksbanken:* Jag tänkte kort säga någonting om finanspolitiken och sedan om Mikael Dambergs frågor om att tänka utanför boxen.

Jag är rätt nära John Hasslers tänkande när det gäller den löpande finanspolitiken i stort. Jag skulle mer tänka där att det går att förbättra det så att man har en bättre löpande koordinering, eller hur man nu vill uttrycka det.

Jag har för övrigt också noterat att det varit ovanligt mycket inflationsdiskussion på den politiska sidan under senare tid. Jag tror att det är bra att vi försöker att stödja varandra. Men det är inga stora saker. Jag skulle också kunna tänka mig automatiska stabilisatorer med en viss förbättring som ändå är möjlig. Jag tror att det också är på gång.

De stora utmaningarna ligger snarare i de frågor som nu är under utredning. Vad ska engagemanget vara från det offentliga på jätteområden som klimat, försvar, utbildning, energimarknader och infrastruktur? Det är jättemånga stora

utmaningar som ligger utanför det konjunkturella och som handlar mer om strukturella saker. Det lär inte minst handla om: Hur kan man hitta en bra samordning med den privata sektorn? Det skulle jag tro.

Sedan kommer jag till Mikael Dambergs frågor. En sak är tyvärr att omvärlden nu är väldigt spretig. Det ser inte ut som att det snart kommer att bli bättre. Det kan vara så att vi nu har perioder framför oss med större skillnader i inflation, större skillnader i räntor, än vad vi har haft. Det är inte så att de historiskt har varit noll. Inte minst mot USA har vi tidigare haft räntedifferenser i Sverige. Men de kan mycket väl bli större.

Det finns ändå mekanismer som bör reglera att skillnaderna inte kan bli för stora så länge vi har någon koppling mellan länderna, till exempel växelkurserna. Men det är mycket möjligt att man ska förbereda sig på en stökigare omvärld och en svårare penningpolitisk miljö framöver än vad som har varit fallet.

*Anna Breman, Riksbanken:* Jag vill bara kort kommentera två saker. Jag ska försöka att fatta mig kort denna gång.

Det gäller både Cecilia Rönnns fråga och Mikael Dambergs fråga. När det gäller att tänka utanför boxen har jag redan nämnt det. Men jag vill också nämna att vi har fått väldigt mycket ny information på grund av den höga inflationen.

Jag sammanfattade en del av den nya forskning som finns om inflationens psykologi i ett tal i april. Vi kan bland annat se det som Per Krusell framhöll. Hushållen har lättare att acceptera prishöjningar när de vet att de kommer från att kostnader har ökat.

Om ett företag höjer priserna på paraplyer för att det regnar, att det alltså är efterfrågedrivet, blir man arg. Men om elpriserna stiger och en bagare som har höga elkostnader höjer priset på bröd accepterar man det lättare.

Den här typen av forskning som nu kommer behöver vi självklart följa väldigt noggrant. De historiska sambanden kommer inte alltid att hålla framöver.

Med det vill jag lyfta fram några saker. Nu blir det lite repetition av det du sa, Per Jansson. Vi lever i en värld som är stökig. Vi behöver ha beredskap för det. Det är ökad protektionism runt om i världen, som Martin Ådahl nämnde förut. Det vet vi är inflationsdrivande.

Vi har ett behov av en grön omställning. Klimatstörningar kommer att kunna ge utbudschocker, precis som Erik Thedéen framhöll. Jag håller helt med John Hassler om att det viktiga är att Riksbanken håller en låg och stabil inflation. Utan det är det väldigt svårt att göra den transformation som behövs.

Men vi ska inte glömma bort geopolitiken i detta. Vi har ett säkerhetspolitiskt svagt läge. Vi har stora behov av investeringar i Sverige både i grön omställning och i försvar.

Ovanpå det kommer en demografisk utmaning. Där har man inte heller historiska trender som kan ge vägledning framöver. Vi har åldrande befolkning i många västländer, och det kan påverka.

Det är då jag kommer till Cecilia Rönns fråga om produktivitet, som inte riktigt var riktad till oss. Att få upp produktiviteten är ett sätt att bidra till att hålla en låg och stabil inflation. Det minskar kostnadstrycket helt enkelt. Reformen som bidrar till ökad produktivitet är välkomna även från ett inflationsperspektiv.

*Ordföranden:* Vi hinner med en sista runda. Först ut är Charlotte Quensel, varsågod.

*Charlotte Quensel (SD):* Stort tack för alla svaren i dag på våra frågor! Penningpolitiken och dessa utfrågningar är något av grädden på moset för oss i finansutskottet. Det uppskattas.

Jag frågade om den neutrala räntan i mars. Ni hade med mycket om det. Jag återkommer till det. Jag hoppas att alla kan delta i svaren.

Det är svårt att förstå den neutrala räntan när man kanske inte jobbar med det eller är forskare. Den är låg. Den är historiskt låg, såvitt jag förstår. Riksbanken har i sin rapport med reflektioner om att vissa tror att den ska gå upp, och vissa tror att den ska gå ned.

Jag undrar om någon av er här vågar tala om prognoser. Jag förstår att det inte är lätt att säga si eller så. Jag saknar lite planer för vad ni tror kommer att hända i framtiden. En låg neutral ränta påverkar Riksbankens handlingsutrymme om inflationen sticker iväg. Därför tycker jag att det är intressant.

Sedan är det ett stycke i Riksbankens mycket pedagogiska rapport. Där tar ni upp olika syn på penningpolitiken i debatten och forskningen och hur vi politiker talar om det.

Ni tar upp mycket hur vi spretar. Jag skulle gärna vilja höra från er: Varför är det så? Har ni några tankar? Varför skiljer det sig så stort mellan hur forskare, Riksbanken och politiker talar om det? Vad är det som gör att vi spretar?

*Adam Reuterskiöld (M):* Tack så mycket för en bra rapport och en mycket intressant diskussion här!

Någonting som bara ytligt berörts i rapporten med en mening och i Riksbankens presentation är valutakursen. Sverige är ändå en väldigt liten och känslig ekonomi i omvärlden. Det är uppenbart att vår valuta under de senaste åren konstant har sjunkit i värde.

Det är någonting som påverkar våra hushåll. Även om det nu enligt riksbankschefen inte är penningpolitik är det ändå de instrument som finns tillgängliga för att påverka valutakursen. Det påverkar naturligtvis också den inhemska inflationen, eller den importerade inflationen.

Min fråga är egentligen: Hur ser Riksbanken och kanske även rapportförfattarna på hur vi kan tackla den? Det stod i rapporten att den påverkades något av den höjda räntan. Men den gick tillbaka ganska

omedelbart. Det är också en form av förväntning på svensk ekonomi från omvärlden. Jag skulle gärna vilja få det utvecklat lite grann.

*Ida Gabrielsson (V):* Jag hoppas på att Martin Ådahl också hinner få vara med. Vi kan dela på tiden om vi talar jättefort. Jag ser att ordföranden skakar på huvudet.

Jag tänkte fråga lite ytterligare om vi igen hamnar i en situation där det är utbudsdriven inflation och om prissättningsbeteendet på de delar som människor verkligen behöver. Det gäller banksektorn, marknader, mat och el.

Det handlar om att vi av krisen hamnar i den ojämlika fördelningen, och att löntagarna dessutom tar ansvar genom att man inte höjer lönerna. Man tycker att prisregleringar är historiskt, och på 70- och 80-talet kanske det inte fungerade så bra. Tidigare än så har det ansetts fungera.

Hur tänker man? Vad ska vi göra? Vi kan inte hamna i en så ojämlig bördefördelning igen. Då tror jag inte att löntagarna framöver är beredda att ta det ansvaret i lönebildningen. När det någon gång framöver kanske behövs kan det innebära väldigt stor instabilitet.

Det som jag och Vänsterpartiet mest vill att man ser över är kanske marknaderna. Hur skulle vi kunna ändra dem för att slippa ta till prisregleringar i en kris för att den ekonomiska stabiliteten i Sverige ska kunna upprätthållas?

*Ordföranden:* Där får vi tyvärr dra ett streck i möjligheten att ställa frågor. Jag vet att det är fler som hade velat göra detta.

Nu tänker jag pröva podiet här framme. Ni får fem minuter på vardera sidan, helt enkelt. Jag lämnar först ordet till professor Roine Vestman och Cemof att besvara frågorna. Varsågoda.

*Roine Vestman, Stockholms universitet:* Då kommer vi att göra så att John Hassler besvarar Charlotte Quensels frågor om den neutrala räntan. Per Krusell kommer att besvara frågor om valutakursen. Jag själv kommer att tala mer om utbudsdriven inflation.

*John Hassler, Stockholms universitet:* Frågan om den neutrala räntan är en väldigt intressant fråga. Att det finns en neutral ränta är ganska självklart. Är räntan tillräckligt hög blir den åtstramande, är den tillräckligt låg stimulerar den. Det måste finnas något mellanläge.

Det vi kan se och som Charlotte Quensel pekar på är dock att det här neutralläget verkar ha fallit ganska ordentligt, bland annat därför att inflationen har kommit ned; vi pratar om de senaste 20–30 åren. Men också rensat för den effekten verkar det som att det är på det sättet.

Det här är ett aktivt forskningsområde där man pekar på ett antal olika mekanismer som kan ligga bakom. Enkelt uttryckt beror det på fallet, att det



är fler som vill spara och färre som vill investera och använda pengarna. Då faller jämviktsräntan.

Demografi är också en viktig aspekt här. Det verkar som att det på världsmarknaden är fler som är i sparande åldrar. Det verkar också bli allt fler pensionärer i världen. Pensionärer behöver inte lika mycket fysiskt kapital. De är inte på någon arbetsplats. Det minskar efterfrågan.

Fördelning har också betydelse. Om större del av inkomsterna går till rika och höginkomsttagare, som sparar mer, driver det ned den neutrala räntan.

Vad man tror om tillväxten framöver är också väsentligt.

En del av de här faktorerna går det att göra hyfsade prognoser för, till exempel demografi och sådant. Och ojämlikheten i världen tror vi ju inte kommer att försvinna snabbt. Mycket pekar då på att det som vi tror har drivit ned den neutrala räntan de senaste 25–30 åren inte kommer att reverseras.

Men några faktorer kan dra i andra riktningen. Om vi lyckas med den gröna omställningen kommer det att behövas ganska ordentligt mycket mer investeringar. Det kommer att driva upp den neutrala räntan. Man kan fråga med hur mycket. Det blir kanske någon procentenhet. Men det är en killgissning. Det är svårt att veta. Men min bästa gissning skulle vara att vi inte kommer att komma tillbaka till de neutrala räntor som vi hade för säg 25–30 år sedan, men kanske en liten bit uppåt. Om det går väldigt bra med AI och sådant, så att ekonomin börjar växa jättemycket, kommer det att gå upp lite mer.

*Per Krusell, Stockholms universitet:* Valutakursen har vi i princip inte alls berört sedan de två presentationerna, som vi inledde med. Jag vill först säga att det skulle krävas minst en halvtimmes diskussion för att verkligen tränga in i den frågeställningen.

Vår sammanfattade bild här är att det inte finns något mål för växelkursen. Det är ett problem för vissa när den går upp; det är ett problem för andra när den går ned. Vi skulle vilja se lite mindre fokus på den, även om den såklart påverkas av penningpolitiken och påverkar penningpolitiken. På det sättet är den viktig.

Ja, det har funnits en trend att kronan förlorar värde. Det är ett intressant fenomen. Jag delar inte personligen uppfattningen att kronan är undervärderad. Det är sant att den har fallit i värde. Men det är inte uppenbart för mig. Jag tycker att det är en fråga som delvis är utanför penningpolitiken. Det är väldigt intressant med de här långsiktiga trenderna. Men vi har inte så mycket mer att säga. Den ska inte vara fokus för penningpolitiken.

*Roine Vestman, Stockholms universitet:* Jag tänker svara på Ida Gabrielssons frågor om utbudsdriven inflation.

Det är klart att det blir en speciell situation när kostnader ökar och Riksbanken dessutom börjar höja räntan. Jag förstår din fråga som hur man

egentligen mobiliserar vilja att ta ansvar i breda lager i samhället i ett sådant läge.

Ett uppenbart sätt att göra det på är att öka samverkan mellan penningpolitik och finanspolitik. Penningpolitiken är trubbig – det har redan sagts i dag – och har egentligen ganska få verktyg. Finanspolitiken kan vara spetsig. Den kan också rikta stöd till små grupper. Det finns forskning som tyder på att om man riktar stöd rätt och om de är små och väl avgränsade behöver det inte vara oförenligt med en åtstramande penningpolitik.

Återigen: Det är en aspekt där ett register över hushållens tillgångar och skulder, där man ser vilka hushållsgrupper som verkligen kommer i kläm av en åtstramande penningpolitik, skulle kunna vara användbart för att rikta smala, och då inte heller så kostsamma, stöd.

*Erik Thedéen, Riksbanken:* Jag har fått uppmaningen att hålla det kort, och det kommer jag att göra.

Först går jag till Idas fråga om vad man kan göra och att prisreglera. Jag tycker att det är viktigt att det från politiken och från andra förs en intensiv debatt om prissättningsbeteende. Vi hade en del av det under den här inflations-uppgången.

Det är väldigt bra att sätta press på bolagen att skapa transparens kring deras prissättningsbeteende och därmed sätta tryck på dem. Jag tror att det har viss effekt. Man ska inte säga att man inte kan göra någonting. Det är åtgärder som jag ändå tror på. Det har varit en del initiativ mot livsmedelsindustrin och så. Jag tror att det inte är helt verkningslöst, och det är därmed väl värt mödan.

När det gäller valutakursen har jag en lite annan uppfattning än Per och vill säga att den är undervärderad. Jag håller med om att vi inte ska ha ett överdrivet fokus på valutan. Man skulle nästan kunna vända på det; vi hade kanske för lite fokus på det. Det visade sig nämligen att den svaga kursen hade större effekt på inflationen än vi först antog. Det är då rimligt att vi har fokus på valutakursen och dess effekter på inflationen. Det är framför allt där vi ska vara.

Sedan tycker jag att det är helt rimligt att vi också kan uttala oss om vi tror att den är under- eller övervärderad. Men vi ska inte överdriva det fokuset.

Jag ska säga något snabbt om varför synen på penningpolitiken skiljer sig åt. Jag är måhända luttrad. Men jag tycker att vi i Sverige har en ganska sansad debatt om penningpolitiken. Det finns kritik. Så ska det vara. Det finns också de som tycker att vi gör det bra. Det är också välkommet. Men det är inte så att debatten är väldigt upptrissad.

När jag jämför med andra länder är debatten där på en helt annan nivå, som jag tycker att vi verkligen inte ska hamna i i Sverige. Den är nämligen helt osaklig i många länder. Jag tycker att vi på det hela taget har en ganska sansad och klok debatt, där man förstås tycker olika. Och så ska det väl i någon mån vara.

*Anna Breman, Riksbanken:* Med tanke på att hålla det kort vill jag bara ta upp det som Erik nämnde på slutet. Det är jätteviktigt att det är en debatt om penningpolitiken. Det är också viktigt att forskarna deltar, och det gör de ofta. Det är bra. De har nämligen olika perspektiv. Det är också viktigt att det finns en debatt i medierna. Och det är viktigt att det även finns inom politiken.

Att vi är här och svarar på frågor i dag är ett sådant tillfälle. Men det faller även på oss att hela tiden tänka på vår kommunikation och förbättra och kunna förklara.

Vi har haft en del diskussioner i dag som har varit värdefulla. Det tackar vi för. Och det kommer att fortsätta. Men det ska vara en debatt, både inom direktionen och i samhället i stort.

*Per Jansson, Riksbanken:* Jag får välja mina strider. När det gäller frågan om den neutrala räntan kan jag lite kort förlänga Johns svar på den, kanske utifrån ett penningpolitiskt operativt perspektiv.

Det är såklart en väldigt viktig fråga. Ingen förnekar det. Jag tycker att vi på Riksbanken genom åren har gjort klokt i att inte bygga våra analyser alltför tajt på sådana här icke-observerbara storheter som produktionsgap. Nairu och vad det nu heter, utan vi har tagit det försiktigt med det och noterat att osäkerheten är väldigt stor.

Skattningar av neutral ränta, som vi precis som alla andra centralbanker naturligtvis också kör igenom, kan ge en idé om var man är. Sedan måste man vara väl medveten om att detta ändrar sig och vara beredd på att det resmål som man ser till en början kan bli ett annat över tid. Det är därför jag gärna vill kalla det för en idé.

Operativt i penningpolitiken tänker jag gärna på det som att man tar ett steg. Sedan läser man av vad effekterna blir på produktion, sysselsättning och inflation och utvärderar det. Sedan funderar man på nästa steg i ljuset av det. Man informerar sig alltså löpande om var man är i förhållande till idén om räntan på längre sikt. Det tycker jag har fungerat relativt bra.

Ingenting är problemfritt här i världen. Man kan hamna på efterkälken om man överdriver detta. Men en kombination av att försöka läsa av tillståndet i ekonomin när man går fram samtidigt som man ändå har de här skattningarna i bakgrunden, och kan snegla på dem, tycker jag har fungerat relativt väl. Och jag tänker mig att det är ungefär så man bör jobba.

*Aino Bunge, Riksbanken:* Som en fortsatt kommentar i den frågan kan jag säga att vi i den fördjupning vi hade i den penningpolitiska rapporten sa ungefär det som togs upp här tidigare: att de grundläggande trenderna fortfarande finns kvar och pekar mot en lägre räntenivå när man tittar långt tillbaka historiskt. Vi har en hög nivå av sparande i ekonomin. Vi har en demografi som pekar på att det blir så även framåt.

Vi valde alltså att inte göra en ny skattning av den neutrala räntenivån utan betonar just det som Per tog upp, att vi ser att vi behöver ha en prövande ansats

i penningpolitiken framöver. Precis som att det var svårt att bedöma hur ekonomin skulle reagera på högre räntor, när vi fick den kraftiga inflationsuppgången, är det nu en kraftig nedgång av inflationen. Vi får helt enkelt göra bedömningen av vad som är en åtstramande räntenivå i praktiken. Det är tydligt att vi även med den räntesänkning vi gjorde nu i maj har en åtstramande ränta framöver, och vi får pröva oss fram nu när vi går mot ett mer normalt läge.

När det gäller olika syn på penningpolitiken och debatten tycker jag också, precis som flera har sagt, att det är en sansad debatt. Att det finns en debatt är inte konstigt när det har varit så pass svåra avvägningar. Men ibland kan det också handla om vilket mål vi har för penningpolitiken, till exempel när det gäller valutakursen. Vi har ett mål för inflationen och inte ett faktiskt mål för valutakursen. Vårt sätt att ta hänsyn till det är alltså att titta på påverkan för inflationen.

Där tror jag också att vi har ett ansvar att vara tydliga med hur vi som Sveriges riksbank ser på kronan och med att när vi uttalar oss om att den är undervärderad är det en bedömning av hur vi ser på det rent allmänt.

*Vice ordföranden:* Tack ska ni ha! Det ankommer på mig att från finansutskottet tacka för denna offentliga utfrågning om penningpolitiken för 2023.

Som ni vet åligger det finansutskottet att följa upp, granska och utvärdera Riksbankens verksamhet. Fokus ligger på effektivitet men naturligtvis också på målpuppfyllelse. Det gör vi bland annat genom sådana här offentliga utfrågningar där vi kan ställa frågor, och allmänheten kan följa och ta del av diskussionen och svaren på frågorna.

Vi beställer också olika forskningsrapporter. Årets offentliga utfrågning har byggt på rapporten *Svensk penningpolitik 2023*, som Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet vid Stockholms universitet har arbetat fram.

Finansutskottet vill tacka alla berörda. Vi vill tacka riksbankschefen och hela direktionen som har varit här och svarat på frågor. Vi vill också tacka de forskare som ligger bakom den här skriften och bidrar till ökad förståelse för penningpolitik men också gör en kontinuerlig granskning av den förda penningpolitiken i Sverige.

Med detta vill vi tacka för visat intresse.