

# Finansutskottets betänkande

## 2022/23:FiU24

# Uppföljning och utvärdering av penningpolitiken 2022

---

## Sammanfattning

Utskottet redovisar sin årligt återkommande uppföljning och utvärdering av penningpolitiken och föreslår att riksdagen godkänner det som utskottet anför om penningpolitiken 2022. Utvärderingen har fokus på måluppfyllelsen av penningpolitiken 2022 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, som ett led i att utveckla granskningen av penningpolitiken, har utskottet gett i uppdrag åt Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet vid Stockholms universitet att genomföra en extern och oberoende utvärdering av penningpolitiken 2022. Den resulterande rapporten har skrivits av professor John Hassler, professor Per Krusell och docent Anna Seim.

Utskottet konstaterar att efter många år med låg inflation, där utmaningen för Riksbanken har varit att nå upp till inflationsmålet, steg konsumentpriserna snabbt under 2022. På årsbasis var inflationen 2022 mätt enligt konsumentprisindex med fast ränta 7,7 procent. I december samma år uppgick inflationen till 10,2 procent, vilket är den högsta nivån sedan inflationsmålet infördes. Rysslands invasion av Ukraina i februari 2022, liksom obalanser mellan utbud och efterfrågan i spåren av pandemin, bidrog till att inflationen steg i omvärlden och Sverige och blev exceptionellt hög – betydligt högre än i Riksbankens prognoser. Uppgången i priser var också bred, då priserna steg tydligt på nästan alla varor och tjänster. Den ekonomiska aktiviteten var samtidigt god under året och arbetsmarknaden stark. Under 2022 höjde Riksbanken styrrentan med sammanlagt 2,5 procentenheter, från 0 till 2,5 procent i slutet av 2022. Riksbankens värdepappersköp trappades samtidigt ned och köpen avslutades helt i december 2022. Både Riksbankens inflationsprognoser och prognosen för styrrentan reviderades kontinuerligt upp under året.

Det råder ingen tvekan om att inflationen på 7,7 procent 2022 kraftigt överskred målet på 2 procent. Men Riksbanken kan inte på ett enkelt sätt styra över de naturliga relativprisförändringar som uppstår på grund av krig och andra utbudsstörningar och bör inte heller försöka göra det. Även en optimal penningpolitik utformad med full information om den framtida prisutvecklingen hade sannolikt lett till en betydande inflation under 2022. Det faktum att de långsiktiga inflationsförväntningarna även under 2022 låg nära 2 procent tyder på att Riksbanken lyckats etablera trovärdighet för inflationsmålet och att denna trovärdighet inte tycks ha rubbats av den höga prisökningstakten under året. 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 delar de externa utvärderarnas bedömning att Riksbanken den höga inflationen till trots i stort uppfyllde prisstabilitetsmålet 2022 i bemärkelsen att de långsiktiga inflationsförväntningarna fortfarande är i linje med målet.

Samtidigt – sett i ljuset av den information vi nu har – borde penningpolitiken 2022 ha stramats åt tidigare än vad som skedde. Utskottets bedömning är att det sett i efterhand hade varit bättre om Riksbanken höjt räntan tidigare och avvecklat värdepappersinnehaven snabbare under 2022 än vad som faktiskt gjordes. Det hade kunnat leda till en något lägre inflation och minskad risk för en uppluckring av förtroendet för inflationsmålet. Riksbankens inflationsprognoser var bristfälliga eftersom Riksbanken underskattade det inflationstryck som i slutet av 2021 uppstod i Sverige och i andra länder. Vidare borde Riksbanken i sin kommunikation, särskilt vid mötet i februari 2022, ha tydliggjort alternativa scenarier för inflationen och framtida styrräntor. Det hade kunnat öka beredskapen för att en annan utveckling, som den som observerats utomlands, var möjlig också i Sverige.

I betänkandet finns ett särskilt yttrande (V).

# Innehållsförteckning

Utskottets förslag till riksdagsbeslut .....	4
Redogörelse för ärendet .....	5
Ärendet och dess beredning.....	5
Utskottets överväganden.....	7
Uppföljning och utvärdering av penningpolitiken 2022 .....	7
Riksbankens redogörelse.....	7
Den externa utvärderingen .....	19
Utskottets ställningstagande.....	26
Särskilt yttrande .....	31
Särskilt yttrande (V) .....	31
<i>Bilaga</i>	
Uppteckningar från den öppna utfrågningen den 30 maj om penningpolitiken 2022 .....	33
<i>Tabell</i>	
Tabell Utveckling av KPIF och dess komponenter.....	9
<i>Diagram</i>	
Diagram 1 KPIF, KPIF exkl. energi och variationsband .....	8
Diagram 2 Långsiktiga inflationsförväntningar .....	10
Diagram 3 BNP i Sverige och omvärlden.....	10
Diagram 4 Arbetskraft, sysselsättning och arbetslöshet.....	11
Diagram 5 Styrräntor i Sverige och i omvärlden .....	12
Diagram 6 Riksbankens värdepappersinnehav .....	12
Diagram 7 KPIF, prognoser 2022 .....	13
Diagram 8 Skillnad mellan Riksbankens prognos i februari 2021 och utfall. KPIF-inflation och bidrag från olika undergrupper .....	17
Diagram 9 Styrränta, utfall och prognoser.....	18

# Utskottets förslag till riksdagsbeslut

## **Uppföljning och utvärdering av penningpolitiken 2022**

Riksdagen godkänner det som utskottet anför om penningpolitiken 2022.

Stockholm den 15 juni 2023

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), Jan Ericson (M), Charlotte Quensel (SD), Adnan Dibrani (S), Ida Drougge (M), Ali Esbati (V), Martin Ådahl (C), David Perez (SD), Janine Alm Ericson (MP), Carl B Hamilton (L), Eva Lindh (S), Yusuf Aydin (KD) och Fredrik Stenberg (S).

# Redogörelse för ärendet

## Ärendet och dess beredning

### **Ny riksbankslagstiftning sedan januari 2023**

En ny riksbankslag (2022:1568) och ändringar i regeringsformen och riksdagsordningen trädde i kraft den 1 januari 2023. Riksbanken har ett starkt grundlagsfäst oberoende som också har stärkts ytterligare med den nya lagstiftningen. Oberoendet ställer höga krav på den demokratiska granskningen av Riksbanken, och finansutskottet har här en viktig roll. Finansutskottet ska enligt riksdagsordningen följa upp och utvärdera Riksbankens verksamhet med inriktning på måluppfyllelse och effektivitet. Eftersom denna utvärdering avser 2022 utgår den från Riksbankens mål för penningpolitiken i den då gällande riksbankslagen, lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank. 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.

### **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 detta betänkande gör finansutskottet en uppföljning och utvärdering av penningpolitiken med fokus på utvecklingen 2022. En utvärdering av penningpolitiken ett givet 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 2022 i viss utsträckning resultatet av den penningpolitik som fördes åren före. Av samma skäl kan de åtgärder som Riksbanken vidtog under 2022 utvärderas till fullo först under kommande år.

Ett underlag för finansutskottets uppföljning och utvärdering av penningpolitiken är Riksbankens publikation Redogörelse för penningpolitiken 2022 från den 30 mars 2023. Redogörelsen som Riksbanken sammanställer årligen är ett underlag för utvärdering och inte en utvärdering i sig, även om den också innehåller analyser av utfall, prognoser och händelseförlopp.

Det andra underlaget för finansutskottets årliga uppföljning och utvärdering av penningpolitiken är rapporten Utvärdering av penningpolitiken 2022 (2022/23:RFR5) som publicerades den 23 maj 2022. Rapporten har tagits fram

på uppdrag av finansutskottet av Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet (Cemof) vid Stockholms universitet. Rapporten är skriven av professor John Hassler, professor Per Krusell och docent Anna Seim. Cemofs rapport är den första i sitt slag och ett led i finansutskottets arbete med att utveckla uppföljningen och utvärderingen av Riksbankens verksamhet.

### **Externa utvärderingar av penningpolitiken i ett lite längre tidsperspektiv**

Sedan mitten av 00-talet genomför finansutskottet externa utvärderingar av penningpolitiken i ett lite längre tidsperspektiv ungefär vart femte år. I dessa utvärderingar har finansutskottet anlitat internationella forskare och tidigare centralbankschefer som tittar på penningpolitiken fem eller tio år bakåt. Hittills har fyra sådana externa utvärderingar av penningpolitiken genomförts. Den första externa 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 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).

### **Finansutskottets öppna utfrågningar om penningpolitiken**

En annan viktig del av finansutskottets uppföljning och utvärdering av penningpolitiken är utskottets öppna utfrågningar med Riksbankens direktion. Sedan 2017 hålls två öppna utfrågningar per år om den aktuella penningpolitiken, en på våren och en på hösten. Dessutom hålls under sensvåren en öppen utfrågning om det föregående årets penningpolitik som ett led i utskottets årliga uppföljning och utvärdering av penningpolitiken.

Den sistnämnda utfrågningen hölls i år den 30 maj 2023. Vid utfrågningen deltog förutom finansutskottets ledamöter riksbankschef Erik Thedéen och vice riksbankscheferna Anna Breman, Per Jansson och Martin Flodén samt författarna till rapporten Utvärdering av penningpolitiken 2022, professor John Hassler, professor Per Krusell och docent Anna Seim. Uppteckningarna från utfrågningen den 30 maj finns i bilagan. Uppteckningarna från utfrågningen publiceras också som en separat publikation i serien Rapporter från riksdagen (2022/23:RFR7)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> I den rapporten ingår till skillnad från i bilagan också de bilder som visades vid utfrågningen.

# Utskottets överväganden

## Uppföljning och utvärdering av penningpolitiken 2022

### Utskottets förslag i korthet

Riksdagen godkänner det som utskottet anför om penningpolitiken 2022. Rysslands invasion av Ukraina, liksom obalanser mellan utbud och efterfrågan i spåren av pandemin, bidrog till att inflationen steg kraftigt i omvärlden och Sverige under 2022. På årsbasis var inflationen 2022 mätt enligt KPIF 7,7 procent. Under 2022 höjde Riksbanken styrräntan från 0 till 2,5 procent i slutet av året. Riksbankens värdepappersköp trappades samtidigt ned och köpen avslutades helt i december 2022. Det råder ingen tvekan om att inflationen på 7,7 procent 2022 kraftigt överskred målet på 2 procent. Samtidigt låg de långsiktiga inflationsförväntningarna även under 2022 nära 2 procent. Utskottet delar de externa utvärderarnas bedömning att Riksbanken den höga inflationen till trots i stort uppfyllde prisstabilitetsmålet 2022 i bemärkelsen att de långsiktiga inflationsförväntningarna fortfarande är i linje med målet. Samtidigt – sett i ljuset av den information vi nu har – borde penningpolitiken 2022 ha stramats åt tidigare än vad som skedde. Sett i efterhand hade det varit bättre om Riksbanken höjt räntan tidigare och avvecklat värdepappersinnehaven snabbare under 2022 än vad som faktiskt gjordes. Det hade kunnat leda till en något lägre inflation och minskad risk för en uppluckring av förtroendet för inflationsmålet. Riksbankens inflationsprognoser var bristfälliga eftersom Riksbanken underskattade det inflationstryck som i slutet av 2021 uppstod i Sverige och i andra länder. Vidare borde Riksbanken i sin kommunikation, särskilt vid mötet i februari 2022, ha tydliggjort alternativa scenarier för inflationen och framtida styrräntor. Det hade kunnat öka beredskapen för att en annan utveckling, som den som observerats utomlands, var möjlig också i Sverige.

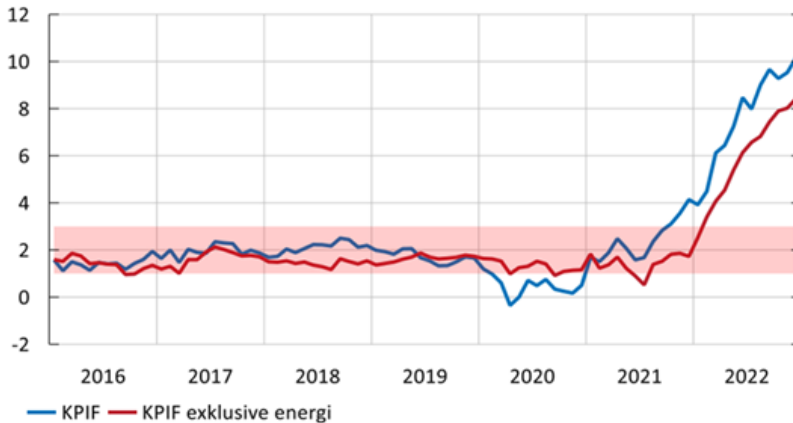
### Riksbankens redogörelse

#### *Inflationen och den ekonomiska utvecklingen 2022*

Riksbanken konstaterar att inflationen i Sverige, mätt som KPIF, var hög under hela 2022 och kraftigt överskred inflationsmålet. I december 2022 uppgick den till 10,2 procent, den högsta nivån sedan inflationsmålet infördes, se diagram 1.

### Diagram 1 KPIF, KPIF exkl. energi och variationsband

Årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken.

Precis som i omvärlden orsakades prisstegringarna enligt Riksbanken i hög grad av olika obalanser och störningar till följd av pandemin och Rysslands invasion av Ukraina.

Inflationen under 2022 var dock ovanligt hög även bortsett från livsmedel och energi. Varupriserna som under ett antal år hade sjunkit något i genomsnitt steg kraftigt. Företagens kostnader ökade på grund av högre priser på energi, transporter, konstgödsel, spannmål och insatsvaror. Att kronan var svag bidrog också till att inköpspriserna från utlandet blev högre.<sup>2</sup>

Sammantaget steg alla stora delindex (energi, livsmedel, varor och tjänster) snabbt och bidrog med i genomsnitt närmare 2 procentenheter vardera till KPIF-inflationen, se tabellen. Att inflationsuppgången blev så stor och bred berodde enligt Riksbanken samtidigt på god efterfrågan som gjorde det möjligt för företagen att föra över sina stigande kostnader till konsumenterna.

<sup>2</sup> Kronan försvagades med drygt 7 procent, mätt med KIX (en sammanvägning av kronans värde gentemot valutorna i länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden.), under 2022. Enligt Riksbankens tidigare skattningar leder en tioprocentig försvagning av kronkursen till ca 0,5 procentenheter högre KPIF-inflation. Den kraftiga uppgången av inflationen drevs enligt Riksbanken därför främst av andra faktorer än växelkursen. Genomslaget på inflationen kan enligt Riksbanken dock ha blivit större den senaste tiden eftersom kronan har försvagats mycket samtidigt som många producentpriser har stigit. Företagen har i det här läget förmodligen fört över ökade importpriser till konsumentpriserna oavsett om kostnadsökningen förklaras av den svaga kronan eller höga frakt- och råvarupriser i utländsk valuta.



## Tabell Utveckling av KPIF och dess komponenter

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	Vikt (procent)	2000-2021	2021	2022
Tjänster	44	1,8	2,2	4,4
Varor exkl. livsmedel	29	-0,4	0,2	6,0
Livsmedel	18	1,8	0,6	9,3
Energi	6	3,9	17,1	32,9
Kapitalstock	3	5,3	5,9	6,9
KPIF	100	1,6	2,4	7,7

Källa: Riksbanken.

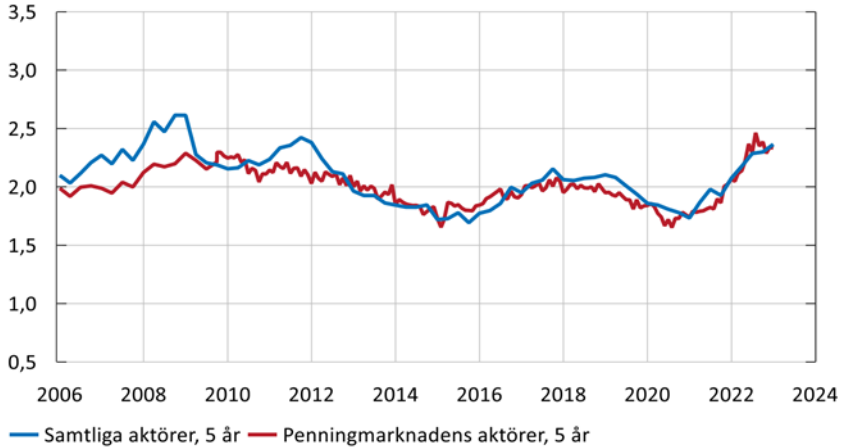
Sammanfattningsvis var och är inflationen enligt Riksbanken alldeles för hög och bred i Sverige. Målavvikelsen var exceptionellt stor under hela 2022. Många av drivkrafterna till den höga inflationen är internationella och har uppkommit på grund av allvarliga och oförutsedda störningar som pandemin och kriget i Ukraina. Men prisuppgångarna under 2022 berodde enligt Riksbanken också på att den svenska konjunkturen var god och att de internationella störningarna letade sig in brett i de svenska konsumentpriserna. Det är denna del av inflationen som Riksbankens penningpolitik främst kan påverka, genom att påverka dels efterfrågan i ekonomin, dels förväntningarna om inflationen framöver.

Den höga inflationen innebär att inflationsmålet för första gången sedan det infördes på allvar prövas på uppsidan. Enligt Riksbanken var penningpolitiken under 2022 inriktad på att få ned inflationen och värna inflationsmålet. Penningpolitiken påverkar inflationen och realekonomin med viss fördröjning, och de fulla effekterna av den förda politiken är ännu inte tydliga.

I den här situationen är det enligt Riksbanken viktigt att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet genom att bedriva en penningpolitik som återför inflationen till målet och förhindrar att den biter sig fast på en hög nivå. Trots att inflationen i Sverige har stigit snabbt och är lika hög som på 1970- och 1980-talen var de långsiktiga inflationsförväntningarna under 2022 fortfarande relativt väl förankrade vid inflationsmålet, se diagram 2. Den sammantagna bedömningen är att ekonomins aktörer förväntar sig att inflationen på lite sikt ska vara nära inflationsmålet.

**Diagram 2 Långsiktiga inflationsförväntningar**

Procent



Anm.: Förväntningarna avser KPI.

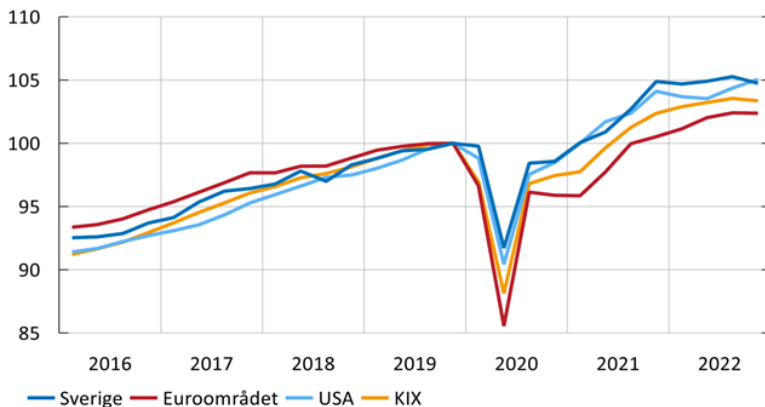
Källa: Kantar Prospera.

Den ekonomiska aktiviteten var god under året och utvecklingen på arbetsmarknaden var stark, se diagram 3 och 4. Riksbankens samlade bedömning är att resursutnyttjandet var högre än normalt under 2022. Sysselsättningsgraden var rekordhög, det fanns brist på arbetskraft i många branscher, arbetslösheten hade sjunkit till relativt låga nivåer och efterfrågan på varor och tjänster var överlag hög.

Den starka arbetsmarknaden och den höga inflationen medförde något snabbare nominella löneökningar än 2021. De reala lönerna sjönk däremot markant på grund av den höga inflationen.

**Diagram 3 BNP i Sverige och omvärlden**

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data

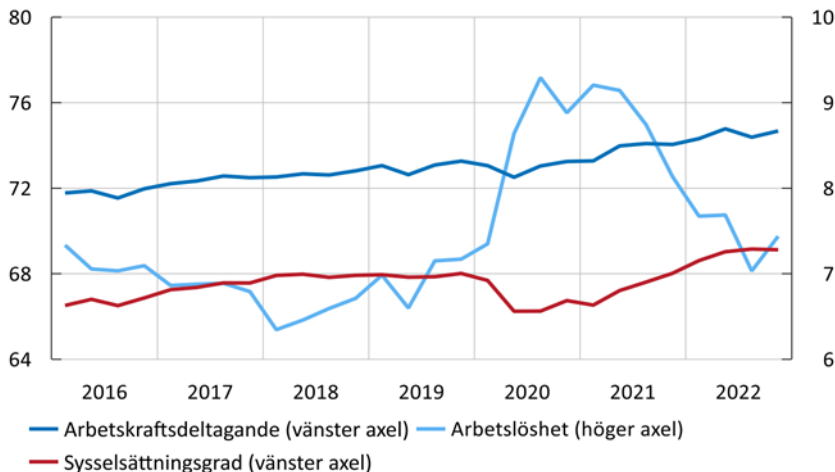


Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden.

Källa: Riksbanken.

### Diagram 4 Arbetskraft, sysselsättning och arbetslöshet

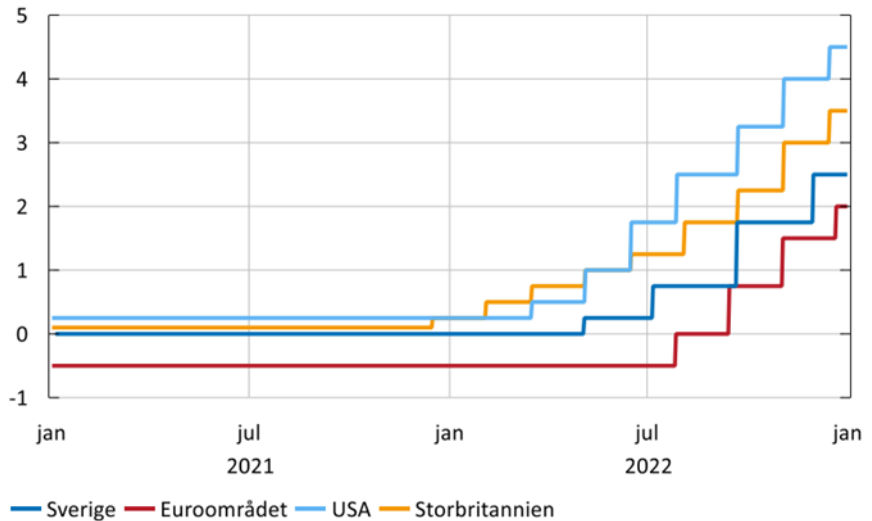
Procent av befolkningen respektive arbetskraften, 15-74 år



Anm.: Serier är länkade för att justera för tidsseriebrottet i arbetskraftsundersökningen januari 2021.  
Källa: Riksbanken.

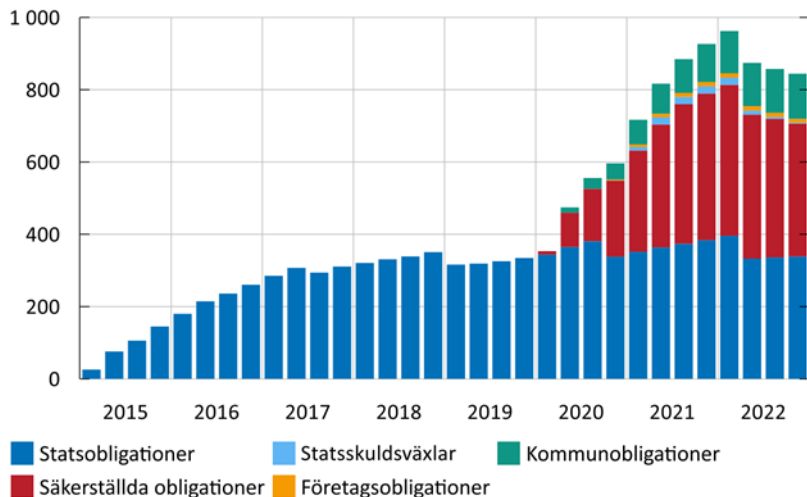
### Penningpolitiken 2022

Riksbankens direktion höll fem penningpolitiska möten under 2022. Under året dominerades penningpolitiken helt av frågan om hur den höga inflationen skulle stävjas och inom rimlig tid återföras till 2 procent. Penningpolitiken lades om helt under våren för att hindra inflationen från att bita sig fast i pris- och lönebildningen. Under året höjdes styrräntan med sammanlagt 2,5 procentenheter, se diagram 5. Riksbankens värdepappersköp trappades ned så att innehavet började minska. Köpen avslutades helt i december, se diagram 6.

**Diagram 5 Styrräntor i Sverige och i omvärlden***Procent*

Källa: Riksbanken.

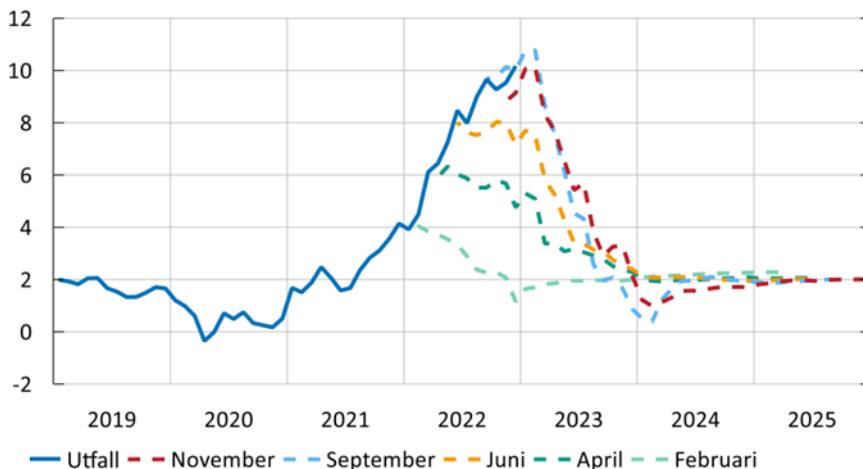
Den snabba inflationsuppgången var enligt Riksbanken svår att förutse, och dessutom var ekonomierna i såväl omvärlden som Sverige mer motståndskraftiga än väntat mot störningarna i energiförsörjningen och de höjda räntorna. Riksbanken reviderade därför kontinuerligt upp inflationsprognoserna under året, se diagram 7. Detsamma gällde prognosen för styrräntan.

**Diagram 6 Riksbankens värdepappersinnehav***Nominellt belopp, miljarder kronor*

Källa: Riksbanken.

**Diagram 7 KPIF, prognoser 2022**

Årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken.

Vid det *penningpolitiska mötet den 9 februari 2022* beslutade direktionen att behålla styrräntan på 0 procent. Enligt prognosen skulle styrräntan höjas under andra halvåret 2024. Direktionen beslutade också att under andra kvartalet 2022 köpa obligationer för 37 miljarder kronor för att kompensera för förfall i innehavet av värdepapper. Vice riksbankscheferna Breman, Flodén och Ohlsson reserverade sig mot beslutet och prognosen för värdepappersköpen och förespråkade i stället att återinvesteringarna skulle ske i mindre omfattning och en prognos där dessa trappades ned snabbare samt att köp av statsskuldväxlar skulle upphöra helt efter det första kvartalet 2022.

I den penningpolitiska rapporten i februari konstaterades att världsekonomin till stor del hade återhämtat det kraftiga BNP-fallet från inledningen av pandemin och att de globala tillväxtutsikterna var goda. Den svenska inflationen hade stigit och uppgick i december 2021 till 4,1 procent mätt med KPIF. Exklusive energi uppgick inflationen i december 2021 till 1,7 procent.

Läget var enligt Riksbanken svårbedömt, men i huvudscenariot bedömdes KPIF-inflationen falla tillbaka under loppet av 2022. Det noterades att det tillkommit en risk i form av det försämrade säkerhetsläget i Europa, och en tilltagande rysk aggression bedömdes bl.a. kunna leda till stigande energipriser och en ökad oro på de finansiella marknaderna.

Efterfrågan i Sverige bedömdes dämpas tillfälligt av den höga smittspridningen av omikronvarianten av coronaviruset, och för att inflationen skulle vara nära målet på lite sikt bedömdes penningpolitiken behöva fortsätta att vara expansiv och ge stöd till ekonomin.

Vid det *penningpolitiska mötet den 27 april 2022* bedömde direktionen att det var nödvändigt att lägga om penningpolitiken i en betydligt mindre

expansiv riktning för att hindra inflationen från att bita sig fast i pris- och lönebildningen.

Sedan det penningpolitiska beslutet i februari hade inflationen även bortsett från energipriserna blivit väsentligt högre än väntat och utfallen pekade på att prisuppgången nu var bred. I mars uppgick KPIF-inflationen till 6,1 procent. Samtidigt var svensk ekonomi fortfarande stark.

Direktionen beslutade att höja styrräntan från 0 till 0,25 procent. Prognosen var att räntan skulle höjas ytterligare med 0,5–0,75 procentenheter under 2022 och därefter fortsätta att höjas gradvis till något under 2 procent i början av 2025. Detta innebar en mycket stor förändring i förhållande till bedömningen i februari. Direktionen beslutade också att sänka takten i Riksbankens köp av värdepapper under andra halvåret 2022 så att innehavet började minska och att Riksbanken skulle sluta köpa statsskuldväxlar fr.o.m. den 28 april 2022.

Vid det *penningpolitiska mötet den 29 juni 2022* konstaterade direktionen att inflationen hade fortsatt att stiga snabbt och att prisökningarna började sprida sig alltmer i ekonomin. KPIF-inflationen uppgick i maj till 7,2 procent. Därtill hade den svenska kronan försvagats. Flera faktorer bidrog därmed till att företagens kostnader ökade snabbt, och den starka efterfrågan gjorde att det var möjligt att föra över kostnadsökningarna till konsumentpriserna.

Den snabba inflationsuppgången hade ökat risken för att förtroendet för inflationsmålet skulle försvagas. Inflationsförväntningarna hade stigit, framför allt på ett och två års sikt, men även på längre sikt. Direktionen beslutade därför att höja styrräntan från 0,25 till 0,75 procent, för att se till att inflationen skulle återgå till målet och motverka att den höga inflationen skulle bita sig fast i pris- och lönebildningen. Även prognosen för styrräntan justerades upp. Direktionen beslutade även att Riksbankens köp av värdepapper under andra halvåret skulle halveras jämfört med beslutet i april. Återinvesteringarna skulle därmed bli lägre och innehavet av värdepapper skulle minska i snabbare takt.

Vid det *penningpolitiska mötet den 19 september 2022* bedömde direktionen att penningpolitiken behövde stramas åt ännu mer för att föra inflationen tillbaka till målet. Under sommaren och hösten 2022 fortsatte inflationen att stiga. I Sverige var KPIF-inflationen 9,0 procent i augusti. Uppgången i inflationen var bred.

Eftersom ökningstakten i både livsmedels- och elpriser hade ökat ytterligare väntades KPIF-inflationen fortsätta att stiga under resten av året. Direktionen beslutade därför att höja styrräntan med 1 procentenhet till 1,75 procent. Prognosen för styrräntan innebar att den skulle fortsätta att höjas det kommande halvåret till ungefär 2,5 procent. Denna åtstramning av penningpolitiken bedömdes vara nödvändig för att få inflationen att falla tillbaka mot målet i ett rimligt tidsperspektiv.

I den penningpolitiska avvägningen diskuterades att den ökade skuldsättningen bland hushållen hade gjort att penningpolitiken nu skulle få ett större genomslag på efterfrågan i ekonomin. Styrräntan behövde därför inte

höjas lika mycket för att få samma åtstramande effekt på ekonomin som tidigare, vilket var en viktig aspekt att beakta i de penningpolitiska besluten.<sup>3</sup>

Direktionen noterade att stigande priser och högre räntekostnader var kännbara för hushåll och företag, men att det skulle bli än mer smärtsamt för svensk ekonomi om inflationen blev kvar på höga nivåer. En större räntehöjning bedömdes minska risken för hög inflation på sikt och därmed också behovet av en ännu större penningpolitisk åtstramning längre fram.

Vid årets sista *penningpolitiska möte den 23 november 2022* bedömde direktionen att penningpolitiken behövde stramas åt mer för att föra inflationen tillbaka till målet, jämfört med bedömningen i september. Därför beslutade direktionen att höja styrräntan med 0,75 procentenheter till 2,5 procent. Prognosen var att räntan skulle höjas ytterligare i början av 2023, för att då hamna strax under 3 procent. Vid det penningpolitiska mötet fattade direktionen inget beslut om köp av värdepapper under 2023, vilket i praktiken innebar att köpen avslutades vid årsskiftet och att innehavet därefter skulle minska i takt med förfallen.

KPIF-inflationen hade fortsatt att stiga och uppgick till 9,3 procent i oktober. Därtill hade kronan försvagats ytterligare. Den svenska konjunkturen var dock alltjämt stark. BNP växte med 0,7 procent det tredje kvartalet och sysselsättningsgraden hade fortsatt att stiga till en historiskt hög nivå. Men allt fler företag förberedde sig på en nedgång och konjunkturläget väntades bli betydligt sämre framöver.

### *Lärdomar av inflationsuppgången 2022 enligt Riksbanken*

Den snabba och oväntade uppgången i inflationen under 2022 resulterade i att inflationsprognoserna kontinuerligt reviderades upp, samtidigt som styrräntan höjdes mer än vad som tidigare aviserats. Riksbanken anför att det även om utvecklingen var svår att förutse finns all anledning att gå tillbaka och försöka förstå om det fanns tecken på en stigande inflation som förbisågs och vilka lärdomar som kan dras av händelseförloppet.

Liksom många andra centralbanker underskattade Riksbanken kraften i återhämtningen efter pandemin. En bidragande orsak till att inflationsuppgången underskattades var enligt Riksbanken att de prognosmodeller som användes som regel var skattade på data sedan mitten av 1990-talet. Inflationen har under större delen av den perioden varit låg och stabil, och då tenderar företag och hushåll att inte ta så stor hänsyn till den i sina ekonomiska beslut. Tidigare har kostnadsökningar inte vältrats över till konsumentledet fullt ut, men en studie från Konjunkturinstitutet tyder på att detta skedde i stor utsträckning 2021–2022.<sup>4</sup> Förändringar i prissättningsbeteendet kan ha

<sup>3</sup> Se fördjupningen Högre räntekänslighet i den svenska ekonomin i Penningpolitisk rapport, september 2022, Sveriges riksbank.

<sup>4</sup> Studien från Konjunkturinstitutet indikerar att konsumentpriserna ökade ungefär lika mycket som produktionskostnaderna mellan det andra kvartalet 2021 och det andra kvartalet 2022; se Konjunkturinstitutet (2022), Prissättning hos svenska företag under 2022, Specialstudier, december 2022.

medfört att Riksbanken inledningsvis underskattade de indirekta effekterna på inflationen av exempelvis stigande energipriser. På motsvarande sätt kan också genomslaget av en svagare krona på inflationen ha varit större under 2022 än vad som indikerades av historiska samband. En lärdom är enligt Riksbanken att förändringar i prissättningsbeteendet bland företagen behöver följas mycket noggrant. Riksbankens kortsiktsmodeller som tidigare fungerat bra visade sig ha svårt att fånga uppgången i inflationen under året. Fler ”snabba data” kan enligt Riksbanken behövas för att följa utvecklingen i konsumentpriserna, exempelvis data från internet över olika priser. Dessutom kan bevakningen av inflationsutvecklingen i omvärlden behöva förstärkas ytterligare, menar Riksbanken. I USA steg exempelvis inflationen kraftigt redan under 2021, och betydelsen av detta för utvecklingen i övriga världen kan ha underskattats.

Vidare understryker utvecklingen enligt Riksbanken vikten av att i högre grad analysera osäkerheten i prognoserna, t.ex. genom att i större utsträckning använda alternativa scenarier med en väsentligt annorlunda utveckling för bl.a. inflationen. Det skulle också skapa ett ökat fokus på osäkerheten i bedömningarna i den penningpolitiska kommunikationen. På så vis skulle beredskapen hos ekonomins aktörer att hantera en oväntad utveckling kunna förbättras.

### *Riksbanken om prognoserna och penningpolitiken de senaste åren*

Eftersom det tar tid innan penningpolitiken påverkar inflationen och den övriga ekonomin fullt ut baseras penningpolitiken på prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Ett kriterium för att avgöra om penningpolitiken har varit väl avvägd är att undersöka om de prognoser den baserats på ter sig rimliga i efterhand. Den penningpolitik som bedrevs under 2022 kan i viss utsträckning ha påverkat inflationen redan under samma år. I avsnitt 3 i redogörelsen fokuserar dock Riksbanken på sina prognoser och sin penningpolitik under 2020–2021.

Riksbanken konstaterar att ekonomin ständigt möter störningar som medför att inflationen avviker från målet. När detta händer anpassar Riksbanken normalt sin penningpolitik så att KPIF-inflationen återförs till 2 procent inom ett rimligt tidsperspektiv. Inflationsprognosen vid varje tillfälle visar hur snabbt Riksbanken avser att föra tillbaka inflationen till målet efter en avvikelse. Av övriga prognoser framgår också hur anpassningen av inflationen har vägts av mot effekten på olika realekonomiska variabler som produktion och sysselsättning.

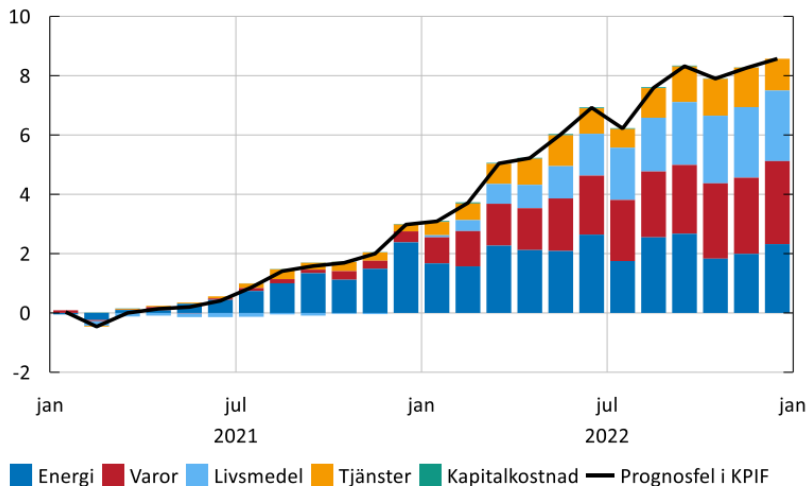
Konjunkturen i omvärlden under 2022 blev ungefär lika stark som Riksbanken väntat sig, medan den svenska konjunkturen överlag utvecklades i linje med de mer optimistiska prognoserna från tidigare år. Invasionen av Ukraina, liksom obalanser mellan utbud och efterfrågan i spåren av pandemin, bidrog till att inflationen steg i omvärlden och Sverige och blev exceptionellt hög 2022 – betydligt högre än i Riksbankens prognoser, se diagram 8.



Diagrammet illustrerar att inflationsuppgången är bred, men också att prognosfelen för livsmedels- och varupriserna bidrar betydligt mer än tjänstepriserna, trots att vikten för de senare är större i KPIF.

### Diagram 8 Skillnad mellan Riksbankens prognos i februari 2021 och utfall. KPIF-inflation och bidrag från olika undergrupper

Procentenheter



Anm. Prognosfelen är beräknade utifrån prognosen som publicerades i den penningpolitiska rapporten i februari 2021. Då hade Riksbanken tillgång till utfall för inflationen fram t.o.m. december 2020.

Källa: Riksbanken.

De exceptionellt stora prognosfel som Riksbanken hade för inflationen 2022 beror enligt Riksbanken till stor del på exogena störningar, och andra prognosmakare gjorde liknande prognoser. Under andra halvåret 2021 såg Riksbanken förvisso att företagens kostnader steg i många olika branscher och bedömde att dessa efter hand skulle påverka konsumentpriserna och leda till högre inflation exklusive energi under 2022. Men effekterna av de högre kostnaderna underskattades ändå. Det finns enligt Riksbanken tecken på ett ändrat prissättningsbeteende i Riksbankens företagsundersökningar. Efter att under en lång tid ha uppgett att det var svårt att höja priserna uppgav företagen i mars att det var lätt.

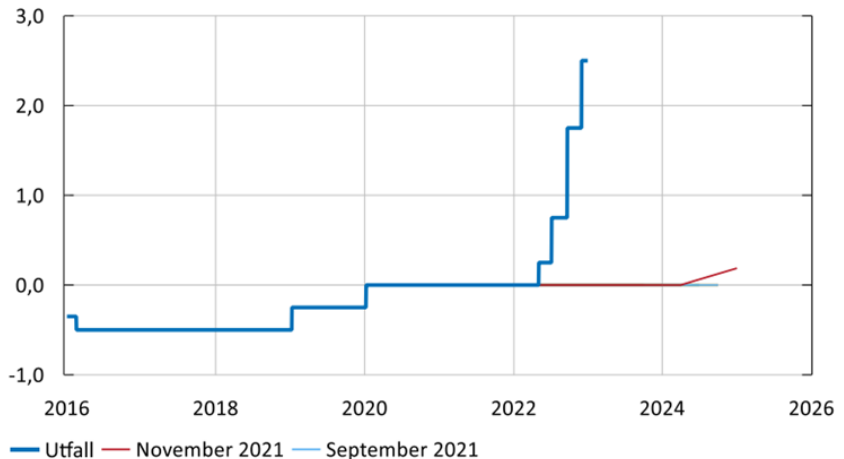
I ljuset av att Sverige haft en låg inflation länge och att uppgången främst såg ut att vara driven av stigande och volatila energipriser var Riksbankens sammantagna bedömning från juni 2020 till november 2021 att en expansiv penningpolitik behövdes för att inflationen skulle vara nära inflationsmålet på lite sikt. Utöver att signalera att räntan skulle vara kvar nära noll mer än fördubblade Riksbanken sitt innehav av värdepapper från det att pandemin slog till fram till slutet av 2021.

Hur den ekonomiska utvecklingen skulle te sig 2022 var enligt Riksbanken genuint osäkert i spåren av pandemin. Återhämtningen i Sverige blev dock något snabbare än vad Riksbanken hade förväntat sig. Riksbanken, liksom andra bedömare, blev framför allt överraskad av den exceptionellt höga

inflationen i Sverige och i omvärlden. Riksbanken höjde därför, i linje med andra centralbanker, styrräntan mer än vad som tidigare antagits, se diagram 9.

### Diagram 9 Styrränta, utfall och prognoser

Procent



Anm.: Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden. I prognoserna från juni 2020 till september 2021 väntades styrräntan ligga kvar på 0 procent under respektive prognoshorisont. Av dessa prognoser visas därför enbart den från september 2021.

Källa: Riksbanken.

Penningpolitiken som fördes 2020 och 2021 baserades på prognoser som förutsåg en alltför låg inflation 2022. De exceptionellt stora prognosfelen beror, som diskuteras ovan, till stor del på oförutsedda störningar, men också på att Riksbanken, i likhet med andra bedömare, underskattade effekterna av stigande energipriser och företagens stigande kostnader under andra halvåret 2021.

Det är enligt Riksbanken viktigt att analysera prognosfelen och dra lärdomar av dessa. För att bättre förstå prissättningsbeteendet har Riksbanken bl.a. utökat antalet frågor i företagsundersökningen om hur företagen sätter priser. Riksbanken arbetar också vidare med mikrodata om prisförändringar på enskilda produkter för att bättre förstå den aggregerade inflationen. Möjliga utvecklingsområden inkluderar att se över bedömningen av de indirekta effekterna av högre energipriser och effekten av växelkursförändringar. Det är enligt Riksbanken möjligt att andra priser påverkas mer än proportionerligt vid stora förändringar, som vid den energiprisuppgång vi har sett senaste tiden. För att förbättra sina prognoser utbyter Riksbanken också kontinuerligt erfarenheter med centralbanker i andra länder som mött liknande problem.

### *Riksbanken kommenterar den penningpolitiska debatten 2022*

Riksbanken kommenterar i redogörelsen (avsnitt 4.2) också debatten om penningpolitiken under 2022. Debatten handlade bl.a. om vilken roll penningpolitiken har spelat för utvecklingen och hur den borde utformas i det

nya läge som uppstått. Debatten handlade också om Riksbankens värdepappersköp, bl.a. om hur länge det var lämpligt att fortsätta köpen i samband med pandemin och om de finansiella förluster Riksbanken gjort på sitt innehav. Vidare lyfter Riksbanken i redogörelsen (avsnitt 4.3) också några frågor om inflationen inför framtiden. Det handlar om huruvida den senaste tidens höga inflation och stigande räntor bara utgör en tillfällig paus i lågräntemiljön eller innebär att den globala ekonomiska spelplanen har ändrats på ett mer genomgripande sätt.

### *Värdepappersköpens effekter på Riksbankens resultat*

Slutligen finns det i redogörelsen en fördjupning om värdepappersköpens effekter på Riksbankens resultat (s. 54 f.). Det stigande ränteläget gjorde att värdet på Riksbankens tillgångar föll. Riksbanken redovisade därför en stor finansiell förlust för 2022, och det egna kapitalet blir negativt efter resultatdispositionen våren 2023. Fördjupningen belyser vilka effekter värdepappersköpen väntas få på resultatet och hur de effekterna fördelar sig över olika tidsperioder och tillgångsslag. Enligt Riksbanken bedöms de samhällsekonomiska vinsterna av köpen, i termer av förbättrad måluppfyllelse, vara stora. Samtidigt är det enligt Riksbanken viktigt att vara medveten om de negativa konsekvenserna för Riksbankens resultat. Även om förmågan att bedriva penningpolitik på kort sikt inte påverkas av stora förluster och ett negativt eget kapital kan problem uppstå på längre sikt. Om Riksbankens finansiella ställning blir alltför svag kan det finansiella oberoendet hotas, vilket i sin tur kan försvaga förtroendet för inflationsmålet och penningpolitiken, menar Riksbanken.

### **Den externa utvärderingen**

Rapporten Utvärdering av penningpolitiken 2022 (2022/23:RFR5) har tagits fram av Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet vid Stockholms universitet på uppdrag av finansutskottet. Utvärderare och rapportförfattare är professor John Hassler, professor Per Krusell och docent Anna Seim (fortsättningsvis ”utvärderarna”).

I rapporten redogörs för målen för penningpolitiken och vad forskningen säger om centrala samband i makroekonomin samt för effekter av penningpolitiska åtgärder (avsnitt 2). Vidare beskrivs betydelsefulla trender i utvecklingen av inflation, räntor och realekonomiska variabler i ett lite längre tidsperspektiv fram t.o.m. 2022 (avsnitt 3). Därefter redogörs för penningpolitiken 2022, med fokus på de delar som utvärderarna ser som centrala (avsnitt 4). Avsnitt 5 innehåller en utvärdering av om Riksbanken har uppnått prisstabilitetsmålet och avsnitt 6 innehåller sammanfattande slutsatser.

### *Måluppfyllelsen enligt utvärderarna*

År 2022 var inflationen 7,7 procent och i december hela 10,2 procent. Det är enligt utvärderarna uppenbart att detta måste betraktas som att inflationsmålet kraftigt överskridits. Det finns dock, menar utvärderarna, anledning att nyansera bilden av detta misslyckande. En utvärdering av penningpolitiken bör göras genom en jämförelse med vad politiken *alternativt* hade kunnat åstadkomma.

Med en optimal politik och perfekt förutseende hade penningpolitiken stramats åt redan under 2021, kanske ett halvår eller mer innan så skedde i verkligheten. Detta hade minskat efterfrågan i den svenska ekonomin och minskat möjligheterna för ekonomins prissättare att övervältra de kostnadsökningar som orsakas av högre priser på energi och insatsvaror på konsumenterna. Men inte ens om Riksbanken hade vetat vad som skulle komma hade det varit optimalt att bedriva en politik som hållit den uppmätta inflationen nära 2 procent under 2022, enligt utvärderarna.

Riksbanken kan inte på ett enkelt sätt styra över de naturliga relativprisförändringar som uppstår på grund av krig och andra utbudsstörningar och bör inte heller försöka göra det. Optimal politik är i ett dylikt läge inte att tvinga ned alla andra priser, inklusive nominella löner, så mycket att inflationen ligger på målet. De pris- och lönestelheter som präglar ekonomin hade sannolikt gjort en sådan politik realekonomiskt mycket kostsam, menar utvärderarna. Även en perfekt penningpolitik, utformad med full information om den framtida prisutvecklingen, hade alltså lett till en betydande inflation under 2022.

### *Har politiken varit väl avvägd?*

Sett i ljuset av den information vi nu har är det enligt utvärderarna klart att penningpolitiken borde ha stramats åt tidigare än vad som skedde. Detta hade lett till lägre inflation och minskade risker för en uppluckring av förtroendet för inflationsmålet. Förmodligen hade den nödvändiga avkyllningen av ekonomin kunnat få svagare realekonomiska konsekvenser, men de hade inte dämpats helt. Bostadspriserna hade ändå fallit, liksom aktiviteten i fastighetssektorn, men anpassningen hade sannolikt varit något mjukare.

Det fanns vid februarimötet 2022, enligt utvärderarnas bedömning, tydliga signaler om ett behov av att strama åt penningpolitiken. Visserligen hade inte kärninflationen i Sverige börjat öka nämnvärt ännu, men som konstateras i protokollet från februari 2022 fanns det åtminstone i omvärlden tecken på en mer långvarig period med hög inflation. Bank of England hade redan beslutat om räntehöjningar och höjningar hade också aviserats av Federal Reserve. I Sverige bedömdes resursutnyttjandet bli högre än normalt under de kommande åren. De långsiktiga inflationsförväntningarna hade också börjat stiga men inte nått oroväckande nivåer. Signaler från marknaden indikerade också en annan utveckling än den som direktionen signalerade. Stora skillnader mellan marknadsförväntningarna och vad Riksbanken kommunicerar är generellt ett

problem, menar utvärderarna. Men i detta fall innebar marknadsförväntningarna om tidigare höjningar en välbehövlig åtstramning.

Med den information som fanns vid mötet var inte ett scenario med måttlig inflation under 2022 och därefter en återgång till lågt inflationstryck helt orimligt. I ett sådant scenario skulle en politik med nollränta under hela 2022 och 2023 ha kunnat vara balanserad. Utvärderarna menar dock att det med den existerande informationen inte gick att utesluta ett scenario ungefär i linje med det som sedan realiserades. Det är därför enligt utvärderarna något förvånande att inte ett scenario med avsevärt högre inflation och behov av snabb och kraftfull åtstramning utvecklades inför februarimötet. En betingad prognos för räntebanan i detta scenario hade varit ett viktigt komplement till den räntebana som faktiskt publicerades och hade kunnat skicka en tydligare signal om den betydande osäkerhet som rådde. En sådan strategi hade också kunnat belysa orsaken till diskrepansen mellan marknadsförväntningarna och ränteprognozen i huvudscenariot.

Utvärderarna gör också bedömningen att Riksbankens inflationsprognoser var bristfälliga i så måtto att de inte tog hänsyn till att en högre benägenhet att justera priserna uppåt var sannolik i det rådande läget. Stora, väl synliga kostnadsökningar leder rimligen till större och mer utbredda prisökningar än i normala tider, när kostnadsökningarna är mindre och inte lika uppenbara för kunderna. Ett scenario med snabbt stigande priser hade dessutom realiserats i andra länder, där inflationen började stiga lite tidigare. Sammanfattningsvis bedömer utvärderarna inflationsprognoseerna som bristfälliga och att Riksbanken åtminstone borde ha tydliggjort ett möjligt scenario med kraftigt stigande priser på bred front.

Vid det penningpolitiska mötet i april 2022 konstaterades att mycket förändrats sedan februarimötet. Inflationsuppgången i Sverige hade nu blivit bred och riskerna för en utveckling där de långsiktiga inflationsförväntningarna tappar sin förankring till inflationsmålet hade ökat. Beslutet blev en omläggning av penningpolitiken med en höjning av styrräntan med 25 punkter, ytterligare prognostiserade höjningar under året och en halverad köptakt av värdepapper. Denna omläggning framstår enligt utvärderarna som relativt modest. Utvärderarnas bedömning är att penningpolitiken vid detta möte borde ha lagts om för att bli mer tydligt kontraktiv med en större räntehöjning och ett snabbare avslut av värdepappersköpen. Eftersom så mycket information tillkommit sedan februarimötet menar utvärderarna att direktionen borde ha övervägt ett extrainsatt penningpolitiskt möte mellan februari och april, detta särskilt eftersom den information som framkom rörde Rysslands anfallskrig i Ukraina och snabbt stigande priser i omvärlden.

På direktionens möte i juni 2022 rådde det enligt protokollet full enighet om att inflationen nu stigit alltför mycket och att det var lämpligt att styrräntan med 50 punkter. Det framgår också tydligt att direktionen såg framför sig ytterligare markanta höjningar under hösten. Utvärderarnas bedömning är att en ännu större höjning hade varit lämplig, speciellt i ljuset av att nästa höjning blev dubbelt så stor. På mötet konstaterades att det verkade som om

marknadens mer långsiktiga inflationsprognoser var förankrade kring 2 procent, men en tolkning av detta är att det berodde på att marknaden väntade sig att Riksbanken skulle agera mycket kraftfullt mot den markant högre inflationen. Riksbanken gjorde så till slut, men utvärderarnas bedömning är att direktionen vid de tre första mötena borde ha agerat mer resolut.

### *Kommentarer om värdepappersköpen*

Utvärderarna kommenterar också de beslut som tagits om köp av värdepapper. En generell observation är att inriktningen på denna politik inte drastiskt ändrat karaktär på samma sätt som besluten om styrräntan 2022. Specifikt hade man enligt utvärderarna kanske kunnat vänta sig en tydlig neddragning av innehaven, eftersom en neddragning innebär en åtstramning av penningpolitiken – vilket de (så småningom) markant höjda styrräntorna innebar. Det genomfördes med andra ord balansräkningsoperationer som i viss utsträckning kan tolkas som att ha gått i motsatt riktning mot räntebesluten. Kvantitativa lättnader kan framför allt anses betydelsefulla i kristider och när styrräntan nått den nedre ränterestriktionen, och i den utsträckning de påverkar inflationen och ekonomin sker det framför allt genom deras påverkan på de långa marknadsräntorna. Om direktionen delar denna bedömning är en möjlighet att de kvantitativa lättnadernas roll för inflationen och ekonomin sågs som sekundära och att direktionen fokuserade på att direkt påverka marknadsräntorna med sin styrränta. Utvärderarnas bedömning är ändå att besluten att fortsätta med tillgångsköpen under 2022 var ologiska men att de troligen hade marginella effekter på inflationen och därför inte var problematiska ur prisstabilitetssynpunkt. Däremot finns det enligt utvärderarna anledning att diskutera om direktionen borde ha lagt större vikt vid de kvantitativa lättnadernas påverkan på Riksbankens resultat.

### *Ränterisk och effekter på de samlade statsfinanserna av portföljbesluten*

Innehav av obligationer innebär en ränterisk. En ränteuppgång sänker värdet på en obligation som utlovat lägre räntor. Riksbanken har för 2022 rapporterat stora förluster på sitt obligationsinnehav. Marknadsvärdet av innehavet av statsobligationer föll under 2022 med 41 miljarder kronor, kommunobligationer med 7 miljarder kronor och bostadsobligationer med 23 miljarder kronor. Statsobligationerna införskaffades huvudsakligen före pandemin och genererade löpande överskott eftersom avkastningen på dem var högre än Riksbankens inlåningsränta. Sammantaget är förlusten orsakad av besluten om inköp av värdepapper under perioden 2015–2019 betydligt lägre (9 miljarder kronor) än förlusten orsakad av besluten under perioden 2020–2022 (51 miljarder kronor). Utan de köp av värdepapper som genomfördes under 2015–2022 skulle ränterisken och därmed de värdeförluster som uppstod under 2022 i stället ha drabbat den privata sektorn. Förlusterna är därmed statsfinansiella men inte samhällsekonomiska. De statsfinansiella riskerna och de förluster

som senare uppstod ska ställas mot de potentiella samhällsekonomiska vinsterna av den förda politiken. Utvärderarnas bedömning är att de statsfinansiella risker som besluten ledde till var små i förhållande till de potentiella vinsterna. De omfattande värdepappersköpen kan dock, menar utvärderarna, få andra negativa konsekvenser vars kostnader är svåra att uppskatta och som beror på hur penningpolitiken bedrivs i framtiden. Här avses särskilt att marknadens funktionssätt kan påverkas om förväntningar byggs upp om att Riksbanken kommer att vilja styra riskpremierna också när det inte finns en överhängande risk för en finansiell kollaps. Prissättningen av risk kan då olyckligt komma att styras av förväntningar om Riksbankens agerande snarare än av underliggande riskfaktorer.

Vad gäller de penningpolitiska besluten under 2022 menar utvärderarna att köpen av värdepapper hade kunnat avslutas tidigare och att en viss försäljning hade kunnat inledas. Detta hade dock haft försumbara effekter, om några alls, för värdeförlusterna på innehavet. De statsfinansiella förluster som uppstått på grund av det stora innehavet av värdepapper registreras på Riksbankens balansräkning och kommer att leda till ett uttraderat, eller negativt, eget kapital. Utvärderarna menar att det är viktigt att de statsfinansiella transfereringar som krävs för att hantera detta görs på ett sätt som i sig inte äventyrar Riksbankens oberoende.

### *Utvärderarnas sammanfattande bedömning*

Utvärderarnas bedömning är att Riksbanken, den höga inflationen till trots, uppfyllde prisstabilitetsmålet under 2022 i bemärkelsen att de långsiktiga inflationsförväntningarna fortfarande är i linje med inflationsmålet. Utvärderarna menar därför att den förda politiken i huvudsak har varit ändamålsenlig och i enlighet med riksbankslagen.

Utvärderarna är dock kritiska mot Riksbankens prognoser och vissa aspekter på penningpolitikens utformning. Prognoserna, som förstås är svåra att göra i tider av stora oväntade förändringar, underskattade gravt det starka inflationstrycket. Utvärderarnas bedömning är också att räntehöjningarna borde ha inletts tidigare och varit mer kraftfulla. Ett extrainsatt möte för att diskutera en möjlig räntehöjning hade varit befogat i mars.

Dock understryker utvärderarna att de, även om de försökt bedöma direktionens beslut utifrån den information som fanns tillgänglig när besluten fattades, kan vara påverkade av att de nu ser utfallen. Dessutom ser utvärderarna ”beslutsfelen” som förhållandevis marginella; det är osannolikt att en tidigare och kraftfullare räntehöjning kunde ha stävjat inflationen på ett betydande sätt. Det finns dessutom en betydande fördröjning i hur räntorna slår på inflationen, så det är inte möjligt att göra en rättvis bedömning av politiken förrän om ett eller två år. En mycket viktig uppgift för Riksbanken är ju att stävja inflationen på sikt och se till så att inflationsmålet förblir förankrat, framför allt hos arbetsmarknadens parter.

Oaktat de räntebeslut som faktiskt fattades borde Riksbanken enligt utvärderarna åtminstone ha haft en beredskap för att den höga amerikanska kärninflation som tog fart redan under 2021 skulle kunna sprida sig till EU och Sverige. Även om Riksbanken inte såg detta som det mest troliga scenariot hade det varit en fördel om en betingad plan för penningpolitiken i detta scenario hade utarbetats och tydligt kommunicerats. Det är för utvärderarna uppenbart att en obetingad prognos för räntebana och annan penningpolitik inte beaktar viktig information som drastiskt kan påverka den framtida politiken. En beskrivning av politiken under olika möjliga scenarier vägleder aktörerna i ekonomin och bör kunna vara betydelsefull för arbetet med att förankra de långsiktiga inflationsförväntningarna. Särskilt viktigt torde detta vara när det finns betydande diskrepanser mellan Riksbankens och marknadens bedömningar av sannolikheten för olika scenarier. I februari 2022 skulle Riksbanken ha noterat att många marknadsaktörer bedömde att räntan kunde behöva höjas ordentligt under 2022 och kommunicerat under vilka förutsättningar en sådan prognos skulle kunna slå in.

Riksbanken borde också redan under 2022 ha avslutat köpen av värdepapper och annonserat att en aktiv försäljning skulle påbörjas förutsatt att en sådan kvantitativ åtstramning inte bedömdes äventyra den finansiella stabiliteten (vilket utvärderarna bedömer osannolikt). Det är dock viktigt att framhålla två nyanseringar av denna slutsats. För det första menar utvärderarna att konsekvenserna av avvikelserna från det de bedömer skulle ha varit den bästa politiken är förhållandevis modesta. Inflationen hade inte varit mycket lägre och de realekonomiska effekterna mindre. Utvärderarna ser inte heller att den förda politiken på ett allvarligt sätt äventyrat förtroendet för inflationsmålet.

Utvärderarna konstaterar slutligen, som diskuterats ovan, att effekten av värdepappersköpen (QE) på Riksbankens egna kapital kommer att kräva inblandning från statskassan och att det i den processen blir centralt att värna Riksbankens självständighet samt tydliggöra att Riksbankens resultat inte ska påverka dess penningpolitik.

### *Riksbankens kommunikation om växelkursen*

Utvärderarna tar också upp Riksbankens kommunikation om växelkursen mot bakgrund av att kronans försvagning relativt flera stora valutor har diskuterats intensivt i medierna. Enligt utvärderarna har Riksbanken, åtminstone i samband med direktionens beslutsmöten, inte varit lika tydlig som i kommunikationen om inflationen och dess bestämningsfaktorer. Det vore enligt utvärderarna värdefullt för aktörer på finansiella marknader att veta hur direktionen ser på växelkurskanalen, hur man tolkar deprecieringen av växelkursen och om man haft för avsikt att påverka kronkursen. Utvärderarnas tolkning är att Riksbanken i praktiken inte har haft något mål för växelkursen eller använt växelkurskanalen på ett systematiskt sätt. Dock hade viss ytterligare tydlighet om detta varit att föredra, menar utvärderarna.



### *Utvärderarna kommenterar vanlig kritik mot Riksbanken*

I rapporten kommenteras några vanliga påståenden och kritik som Riksbanken fick i medierna under 2022 och, i viss utsträckning, dessförinnan. Kommentarererna är kortfattade, eftersom de direkt bygger på resonemang som utvärderarna för i andra delar av rapporten.

1. *Den negativa styrräntan var ett misstag.* Även om analysen gäller 2022 är utvärderarnas bedömning att en ränta något under noll var en lämplig politik.
2. *Lågräntepolitiken drev till slut upp inflationen.* Lågräntepolitiken syftade till att driva upp inflationen mot tvåprocentmålet, vilket har varit en stor utmaning för många centralbanker. Den stora inflationsuppgång som började 2021 beror emellertid främst på helt andra faktorer (specifika priser steg snabbt och oväntat).
3. *QE drev till slut upp inflationen.* Samma kommentar som under punkt 2.
4. *Riksbanken har "pratad ned" kronan i försök att driva upp inflationen.* Riksbanken skulle enligt utvärderarna kunna vara något tydligare i sin kommunikation om växelkursen. Utvärderarna tolkar emellertid inte Riksbankens kommunikation på detta sätt och framför allt tolkar de det inte som att Riksbanken har ett mål för växelkursen eller aktivt försöker utnyttja växelkurskanalen. Det teoretiska och empiriska stödet för att "prat" kan påverka växelkursen vilar dessutom på bräcklig grund.
5. *Riksbanken borde ha agerat tidigare och kraftigare vad gäller styrräntehöjningar.* Detta anser utvärderarna är korrekt.
6. *Riksbanken borde ha avvecklat QE tidigare.* Detta anser utvärderarna också är korrekt, även om de inte tror att en tidigare avveckling skulle ha lett till ett markant bättre läge i dag.
7. *Inflationen är framför allt Riksbankens ansvar och det är därför Riksbankens fel att den är så hög.* Utvärderarnas syn är att specifika relativprisförändringar som kan leda till högre inflation inte är Riksbankens ansvar och dessutom bör tillåtas få genomslag. Däremot är en allmän prisökning Riksbankens ansvar. Samtidigt tar det ibland tid innan Riksbankens åtgärder påverkar inflationen. Vi kan därmed inte förvänta oss att den allmänna prisuppgången är nära 2 procent varje år. Marknadens inflationsförväntningar tyder på att inflationsmålet är förankrat, dvs. att Riksbanken faktiskt uppfyller sitt mål i detta avseende. Utvärderarna konstaterar att en hög trovärdighet för inflationsmålet skapar utrymme för större avvikelser, som under 2022, utan att trovärdigheten raseras.
8. *Räntehöjningarna var för drastiska och drabbar de svaga i samhället.* Utvärderarnas syn är att de inte var för drastiska utan snarare att de kom lite för sent. Utvärderarna bedömer också att penningpolitiken gett upphov till negativa fördelningseffekter men att dessa är svåra att undvika och inte faller under Riksbankens huvudsakliga ansvar.

9. *Räntehöjningarna var riskabla på grund av den höga skuldsättningen i samhället. För det första tog Riksbanken hänsyn till detta. För det andra är det sannolikt att hög skuldsättning gör räntehöjningar mer effektiva när inflationen ska stävjas. Risken skulle i så fall vara att vi är nära en brytpunkt som utlöser en finanskris. Denna risk går aldrig att helt eliminera, men utvärderarnas bedömning är att den var låg under 2022 och fortsätter att så vara.*
10. *Räntehöjningar ökar kostnaderna för många företag och anställda och leder till höjda priser och högre lönekrav och gör därför inflationen högre, inte lägre. Detta resonemang är enligt utvärderarna logiskt, men kvantitativt finner litteraturen det motsatta, genom de kanaler som diskuteras i rapporten.*

### **Utskottets ställningstagande**

I denna finansutskottets uppföljning och utvärdering av penningpolitiken är fokus på målpuppfyllelsen för penningpolitiken 2022 och effektiviteten i de åtgärder som vidtagits. Eftersom penningpolitiken verkar med fördröjning är den inflation och realekonomiska utveckling som kan observeras 2022 i viss utsträckning resultatet av den penningpolitik som fördes åren före. Av samma skäl kan de åtgärder som Riksbanken vidtog under 2022 utvärderas till fullo först under kommande år.

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, som ett led i att utveckla granskningen av penningpolitiken, gett i uppdrag åt Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet vid Stockholms universitet att genomföra en extern och oberoende utvärdering av penningpolitiken 2022. Den resulterande rapporten har skrivits av professor John Hassler, professor Per Krusell och docent Anna Seim (2022/23:RFR5 Utvärdering av penningpolitiken 2022). Rapporten presenterades och diskuterades vid en öppen utfrågning i finansutskottet med Riksbankens direktion och de externa utvärderarna den 30 maj 2023. Uppteckningar från utfrågningen finns i bilagan till betänkandet. Den externa utvärderingen ligger, tillsammans med Riksbankens redogörelse och diskussionen som fördes vid den öppna utfrågningen, till huvudsaklig grund för de bedömningar om penningpolitiken som utskottet gör nedan.

Utskottet konstaterar att konsumentpriserna steg snabbt under 2022 efter många år med låg inflation, där utmaningen för Riksbanken har varit att nå upp till inflationsmålet. På årsbasis var inflationen 2022 mätt enligt KPIF 7,7 procent. I december samma år uppgick inflationen till 10,2 procent, vilket är den högsta nivån sedan inflationsmålet infördes. Rysslands invasion av Ukraina i februari 2022, liksom obalanser mellan utbud och efterfrågan i spåren av pandemin, bidrog till att inflationen steg i omvärlden och Sverige och blev exceptionellt hög – betydligt högre än i Riksbankens prognoser.

Uppgången i priser var också bred, då priserna steg tydligt på nästan alla varor och tjänster. Den ekonomiska aktiviteten var samtidigt god under året och arbetsmarknaden stark. Under 2022 höjde Riksbanken styrräntan med sammanlagt 2,5 procentenheter, från 0 till 2,5 procent i slutet av 2022. Riksbankens värdepappersköp trappades samtidigt ned och köpen avslutades helt i december 2022. Både Riksbankens inflationsprognoser och prognosen för styrräntan reviderades kontinuerligt upp under året.

Det råder ingen tvekan om att inflationen på 7,7 procent 2022 kraftigt överskred inflationsmålet på 2 procent. Men som utvärderarna framhåller kan Riksbanken inte på ett enkelt sätt styra över de naturliga relativprisförändringar som uppstår på grund av krig och andra utbudsstörningar och bör inte heller försöka göra det. Även en optimal penningpolitik utformad med full information om den framtida prisutvecklingen skulle sannolikt ha lett till en betydande inflation under 2022. Det hade heller inte varit önskvärt att åstadkomma en inflation på 2 procent genom att försöka trycka ned priser som inte direkt påverkats av exempelvis lågt utbud eller höga energipriser. En utvärdering av Riksbankens penningpolitik kan därför inte stanna vid ett konstaterande att inflationen varit klart över målet på grund av sådana störningar. Det faktum att de långsiktiga inflationsförväntningarna även under 2022 låg nära 2 procent tyder på att Riksbanken lyckats etablera trovärdighet för inflationsmålet och att denna trovärdighet inte tycks ha rubbats av den höga prisökningstakten under året. 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 delar utvärderarnas bedömning att Riksbanken den höga inflationen till trots i stort uppfyllde prisstabilitetsmålet 2022 i bemärkelsen att de långsiktiga inflationsförväntningarna fortfarande är i linje med målet. Samtidigt – sett i ljuset av den information vi nu har – borde penningpolitiken ha stramats åt tidigare än vad som skedde. Det hade kunnat leda till en något lägre inflation och minskat risken för en uppluckring av förtroendet för inflationsmålet.

När det gäller de specifika beslut som Riksbanken fattat, det underlag de byggt på och den kommunikation som förts utåt framförs i den externa utvärderingen ett antal invändningar som utskottet redogör för och kommenterar nedan.

Den första invändningen gäller Riksbankens inflationsprognoser, som utvärderarna menar har varit bristfälliga. Det sätt som prognoserna uppdaterats på över tid visar att Riksbanken underskattade det inflationstryck som i slutet av 2021 uppstod i Sverige och i andra länder. Prognoser är förstås svåra att göra i tider av stora oväntade förändringar. Utvärderarna menar här att ett starkare inslag av ekonomisk teori hade varit värdefullt, specifikt en analys av hur de utbudsstörningar som fortfarande låg kvar efter pandemin, tillsammans med en uppdämd efterfrågan som tilltog i styrka när restriktionerna lyftes, samverkade för att skapa en kraftig inflationsimpuls. Utskottet noterar att Riksbanken i sin redogörelse för penningpolitiken 2022 konstaterar att det finns lärdomar att dra när det gäller prognosmetoderna. Det handlar bl.a. om

att förändringar i prissättningsbeteendet bland företagen behöver följas mycket noggrant, att fler ”snabba data” exempelvis från internet över olika priser kan behövas och att bevakningen av inflationsutvecklingen i omvärlden kan behöva förstärkas ytterligare. Utskottet välkomnar att Riksbanken på det sätt som beskrivs i redogörelsen, och som också blev tydligt under den öppna utfrågningen, vill dra lärdomar av händelseförloppet och förbättra prognosmetoderna. Utskottet förutsätter att Riksbanken även överväger om prognosmetoderna skulle kunna förbättras genom ett starkare inslag av ekonomisk teori.

Den andra invändning som utvärderarna framför gäller Riksbankens valda räntebana. Utvärderarna menar att det redan vid februarimötet fanns tydliga signaler om behov av att strama åt penningpolitiken. Som konstateras i det penningpolitiska protokollet från februari 2022 fanns det i omvärlden tecken på en mer långvarig period med hög inflation. Bank of England hade redan beslutat om räntehöjningar, och höjningar hade också aviserats av Federal Reserve. I Sverige bedömdes resursutnyttjandet bli högre än normalt under de kommande åren. De långsiktiga inflationsförväntningarna hade också börjat stiga men inte nått oroväckande nivåer. Signaler från marknaden indikerade också en annan utveckling än den som direktionen signalerade. Utvärderarnas bedömning är att räntehöjningarna borde ha inletts tidigare och varit mer kraftfulla. De menar också att ett extrainsatt penningpolitiskt möte för att diskutera en möjlig räntehöjning hade kunnat vara befogat i mars. Samtidigt bedömer utvärderarna att Riksbankens ”beslutsfel” är förhållandevis marginella och att det är osannolikt att en tidigare och kraftfullare räntehöjning kunde ha stävjat inflationen på ett betydande sätt. Utskottets bedömning är att det sett i efterhand hade varit bättre om Riksbanken höjt räntan tidigare än vad som sedan gjordes. Motsvarande bedömning gjorde också riksbankschefen vid utskottets öppna utfrågning. Sedan kan det alltid diskuteras hur tydliga signalerna var redan i februari om behovet av att strama åt penningpolitiken. Det faktum att vi hade en lång period med alltför låg inflation bakom oss spelade antagligen också in för de avvägningar som gjordes.

En fråga som diskuterades under den öppna utfrågningen handlade om behovet av ett extrainsatt penningpolitiskt möte i mars och om det skulle ha kunnat uppfattas som alltför dramatiskt att hålla ett sådant möte. Utskottet förutsätter att direktionen planerar de penningpolitiska mötenas frekvens med utgångspunkt i att penningpolitiken kan bedrivas så effektivt och välavvägt som möjligt.

En tredje invändning som utvärderarna framför gäller Riksbankens externa kommunikation. Det vore enligt utvärderarna i allmänhet värdefullt om Riksbanken mer tydligt betingade sina prognoser på den makroekonomiska utvecklingen, dvs. identifierade specifika omständigheter som kan komma att få betydelse. Riksbanken skulle kunna presentera olika scenarier och kommunicera under vilka makroekonomiska förutsättningar man avser att genomföra olika åtgärder. Enligt utvärderarna hade det varit särskilt värdefullt vid februarimötet. Det hade då varit möjligt att, även om Riksbanken stod fast

vid att det mest troliga var att inflationen skulle falla tillbaka inom kort, förklara att en annan inflationsutveckling, som den som observerats utomlands, faktiskt var möjlig även i Sverige och att styråntepolitiken därför skulle kunna behöva ändras radikalt. När denna utveckling sedan realiserades kom det enligt utvärderarna onödigt mycket som en överraskning. Utskottet noterar att Riksbanken i sin redogörelse för penningpolitiken 2022 understryker vikten av att i högre grad analysera osäkerheten i prognoserna, t.ex. genom att i större utsträckning använda scenarier med en väsentligt annorlunda utveckling för bl.a. inflationen. Utskottet noterar också att Riksbanken i de penningpolitiska rapporterna från april respektive november 2022 presenterade alternativscenarier med varaktigt högre inflation än i huvudscenariot. Av den diskussion som fördes vid den öppna utfrågningen uppfattar utskottet att såväl utvärderarna som direktionen är överens om att användningen av alternativscenarier dock inte bör ses som en enkel handlingsregel. Men även om det är svårt att i förväg säga exakt hur penningpolitiken kommer att utformas för att få inflationen nära målet om den skulle utvecklas på ett oväntat sätt kan användningen av alternativscenarier åtminstone leda till en högre beredskap för att utvecklingen inte blir som tänkt. Att Riksbanken skulle använda sig av alternativa scenarier i prognoserna, särskilt under perioder med osäkerhet, var också något som Karnit och Flug rekommenderade i sin utvärdering av penningpolitiken perioden 2015–2020 (2021/22:RFR4).

En fjärde invändning som utvärderarna har handlar om att Riksbanken fortsatte att köpa värdepapper under 2022. Enligt utvärderarna borde Riksbanken redan under 2022 ha avslutat köpen av värdepapper och annonserat att en aktiv försäljning skulle påbörjas förutsatt att en sådan kvantitativ åtstramning inte bedömdes äventyra den finansiella stabiliteten (vilket utvärderarna bedömer som osannolikt). Utvärderarnas allmänna värdering av kvantitativa lättnader är dock att de inte är särskilt effektiva under normala tider, dvs. i frånvaro av finansmarknadsoro. Av detta följer att tillgångsköpen under 2022 troligen hade marginella effekter på inflationen eftersom konjunkturläget hade varit och fortfarande var starkt. Utskottet konstaterar att direktionen var splittrad i synen på värdepappersköpen 2022. Tre av sex ledamöter i direktionen reserverade sig mot beslutet och prognosen för värdepappersköpen i februari 2022 och förespråkade i stället att återinvesteringarna skulle ske i mindre omfattning och en prognos där dessa trappades ned snabbare samt att köpen av statsskuldsväxlar skulle upphöra helt efter första kvartalet 2022. Utskottets bedömning är att det sett i efterhand hade varit bättre om Riksbanken avvecklat värdepappersinnehaven snabbare under 2022 än vad som faktiskt gjordes, även om det kanske inte hade påverkat inflationen mer än marginellt.

Utskottet har tidigare efterfrågat en fördjupad utvärdering av Riksbanken av tillgångsköpens effekter på den finansiella och reala ekonomin, senast vid föregående års utvärdering av penningpolitiken (bet. 2021/22:FiU24, s. 29). Utskottet välkomnar därför att Riksbanken i december 2022 publicerade en

studie av värdepappersköpen 2015–2022.<sup>5</sup> Enligt denna tyder studier på att Riksbankens värdepappersköp bidrog till mer expansiva finansiella förhållanden såväl 2015–2017 som under pandemin, bl.a. för att räntorna på olika värdepapper sjönk och växelkursen försvagades. De relativt få svenska studier som finns av effekterna ger bilden av positiva om än osäkra effekter på BNP och inflationen, enligt riksbanksstudien. Utskottet noterar också att Riksbanken i sin redogörelse för penningpolitiken 2022 har en fördjupning om värdepappersköpens effekter på Riksbankens resultat. Även de externa utvärderarna av penningpolitiken för ett resonemang om effekterna av de värdepappersköp som Riksbanken genomförde 2015–2022. Enligt utvärderarna hade, utan de köp av värdepapper som genomfördes under perioden, ränterisken och därmed de värdeförluster som uppstod under 2022 i stället drabbat den privata sektorn.<sup>6</sup> Förlusterna är därmed statsfinansiella men inte samhällsekonomiska. Utvärderarnas bedömning är vidare att de statsfinansiella risker som besluten ledde till var små i förhållande till de potentiella samhällsekonomiska vinsterna. De omfattande värdepappersköpen kan dock, menar utvärderarna, få andra negativa konsekvenser vars kostnader är svåra att uppskatta och som beror på hur penningpolitiken bedrivs i framtiden. Här avses särskilt att marknadens funktionssätt kan påverkas om förväntningar byggs upp om att Riksbanken kommer att vilja styra riskpremierna också när det inte finns en överhängande risk för en finansiell kollaps. Prissättningen av risk kan då olyckligt komma att styras av förväntningar om Riksbankens agerande snarare än av underliggande riskfaktorer, enligt utvärderarna. Utskottet vill framhålla att utvärderarna här lyfter en viktig fråga, och utskottet utgår från att Riksbanken analyserar potentiella sidoeffekter av tillgångsköpen.

Avslutningsvis är utskottets förhoppning att den externa utvärderingen och utskottets öppna utfrågning om penningpolitiken med Riksbankens direktion och rapportförfattarna bidrar till den viktiga offentliga diskussionen om svensk penningpolitik. I det sammanhanget vill utskottet också betona värdet av att såväl Riksbanken i sin redogörelse (avsnitt 4.2) som utvärderarna i sin rapport (avsnitt 5.3) kommenterar den offentliga debatten om penningpolitiken. Det kan enligt utskottet ytterligare bidra till en konstruktiv diskussion i dessa frågor.

<sup>5</sup> Riksbankens köp av värdepapper 2015–2022, Riksbanksstudie nr 2, 2022.

<sup>6</sup> Det stigande ränteläget gjorde att värdet på Riksbankens tillgångar föll. Riksbanken redovisade därför en stor finansiell förlust för 2022, och det egna kapitalet är negativt efter beslutet om resultatdisposition.

# Särskilt yttrande

## Särskilt yttrande (V)

Ali Esbati (V) anför:

Vänsterpartiet har inga större invändningar mot de externa utvärderarnas och utskottets bedömningar av den förda penningpolitiken 2022. Jag noterar i förbigående att Vänsterpartiet redan på ett tidigt stadium, före 2022, problematiserade vissa av Riksbankens värdepappersköp. Vi såg det som en riskabel politik som riskerade att spä på tillgångsbubblor och öka den ekonomiska ojämlikheten i samhället, samtidigt som de potentiella vinsterna av köpen framstod som marginella.

Den dramatiska utvecklingen under 2022 borde dock, i ett läge när penningpolitiskt relevanta frågeställningar spelar en betydande roll för samhällsekonomins utveckling, kunna utgöra en grund för en bredare politisk debatt om penningpolitiken. Vänsterpartiet har länge varit kritiskt till det penningpolitiska ramverk som styr Riksbankens penningpolitik. Vi har exempelvis presenterat en del av dessa synpunkter och förslag till reformer i vår följdmotion 2021/22:4297 om den nya riksbankslag som riksdagen antog i slutet av 2022. I motionen föreslår vi bl.a. att inflationsmålet bör kompletteras med ett sysselsättningsmål och att detta mål inte ska vara underordnat inflationsmålet. Den förda penningpolitiken under 2023 aktualiserar vår kritik. Den nuvarande inflationsuppgången är utbudsdriven, driven av effekter av Rysslands anfallskrig mot Ukraina och effekter från pandemin, men också av dåligt fungerande marknader och bristande konkurrens inom elmarknaden, livsmedelsmarknaden och banksektorn. Vi vet också att penningpolitiken verkar med fördröjning. Vänsterpartiet menar att Riksbanken därför i början av 2023 borde ha pausat räntehöjningarna och låtit dem spela ut innan den gått vidare med ytterligare höjningar, särskilt då det var tydligt att ekonomin var på väg att mattas av och var på väg mot en lågkonjunktur. Samtidigt har Riksbanken sitt inflationsmål på 2 procent att förhålla sig till. Vi menar att om Riksbanken hade haft ett tydligare dualt mål för sin penningpolitik, där realekonomiska hänsynstaganden tillåts väga tyngre, hade Riksbanken under 2023 kunnat agera annorlunda. Framför allt borde en situation då det går att ifrågasätta vilken effekt räntorna över huvud taget får på den faktiska inflationens utveckling kunna leda till en större diskussion om finanspolitikens roll för inflationsbekämpning, inklusive behovet av åtgärder för att temporärt eller mer varaktigt förändra konkurrensförhållanden på ovan nämnda marknader.

En annan fråga som Vänsterpartiet lyft är nivån på inflationsmålet. Vänsterpartiet har länge framfört ståndpunkten att inflationsmålet borde ligga någonstans i häradet 3–4 procent. Argumentet för detta är bl.a. att ett sådant högre inflationsmål skapar större utrymme för penningpolitiken ned till sin undre gräns (nollränterestriktionen). Detta är en synpunkt som många

ekonomerna länge delat. Men debatten om höjt inflationsmål förde länge en tynande tillvaro under den långa period då den ekonomiska miljön präglades av mycket låg inflation och låga räntor. De erfarenheter som nu görs av penningpolitikens utfall understryker vikten av en översyn av inflationsmålets nivå.



BILAGA

## Uppteckningar från den öppna utfrågningen den 30 maj om penningpolitiken 2022<sup>7</sup>

*Ordföranden:* Finansutskottets sammanträde är öppnat. Som ni märker är detta ett öppet och offentligt sammanträde. Den punkt vi nu ska avhandla är en öppen utfrågning om penningpolitiken för 2022.

Jag kommer inledningsvis att säga några ord innan vi lämnar över till dem som jag vet att ni vill lyssna på. I dag kommer finansutskottets ledamöter att ha möjlighet att ställa frågor och komma med synpunkter. Vi har riksbanksdirektionen här med riksbankschef Erik Thedéen, förste vice riksbankschef Anna Breman och vice riksbankscheferna Per Jansson och Martin Flodén. Särskilt varmt välkommen vill jag säga till professor John Hassler, professor Per Krusell och docent Anna Seim, som har skrivit en rapport som ligger till grund för det arbete som finansutskottet gör.

Sedan 1999 har vi haft en riksbank som är självständig i förhållande till både riksdag och regering. Finansutskottet har till uppgift att utföra årliga utvärderingar av penningpolitiken. Som ett led i detta håller utskottet också öppna utfrågningar med Riksbankens direktion om penningpolitiken för det föregående året.

Ett viktigt underlag i detta arbete är såklart Riksbankens egen publikation och redogörelse för penningpolitiken 2022. Den redogörelse som Riksbanken gör sammanställer årligen ett underlag för utvärdering, men det är inte en utvärdering i sig utifrån finansutskottets del, även om den innehåller både analyser, utfall, prognoser och händelseförlopp.

En nyhet för det här året som ni också märker medialt är att finansutskottet har fått ett utökad uppdrag i och med den nya riksbankslagen. I det arbetet har vi då beställt en extern och oberoende utvärdering av penningpolitiken. Det är Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet vid Stockholms universitet som har fått det uppdraget. Rapporten är skriven av professor John Hassler, professor Per Krusell och docent Anna Seim. Det är den första i sitt slag, och den publicerades den 23 maj i riksdagens rapportserie *Rapporter från riksdagen*.

Sammantaget utgör Riksbankens redogörelse, forskarnas rapport och den öppna utfrågningen underlag för det som finansutskottet kommer att lägga in sitt betänkande FiU24, *Utvärdering av penningpolitiken*, och det ska behandlas i riksdagens kammare före sommaren.

Men nu över till de inledande presentationerna. Först ut är riksbankschef Erik Thedéen.

<sup>7</sup> Uppteckningar från utfrågningen publiceras också som en separat publikation i *Rapporter från riksdagen (RFR), 2022/23:RFR7*. I den rapporten ingår också de bilder som visades vid utfrågningen.

*Erik Thedéen, Riksbanken:* Ordförande! Tack för inbjudan att komma till finansutskottet och redogöra för penningpolitiken 2022!

Förra året präglades av en ganska god ekonomisk utveckling. Den här bilden visar sysselsättning och arbetskraftsdeltagande på vänstra sidan. Som ni ser hade vi en stigande sysselsättning och ett stigande arbetskraftsdeltagande och arbetsutbud. Sysselsättningen i Sverige är bland de högsta i världen, och det fortsatte alltså under 2022.

Däremot var det en mer negativ utveckling vad gäller inflationen. Den här bilden visar hur inflationen steg kraftigt under 2022. Det var i stor utsträckning ett internationellt fenomen. Det var obalanser till följd av först corona, som slog mot utbud och råvarupriser med mera, men sedan kom det som skulle komma att bli ännu värre, det olagliga krig som Ryssland inledde 24 februari förra året.

Men det handlade inte bara om utbudseffekter, utan det handlade också om att Sverige och världen hade en stark underliggande efterfrågan på grund av både penningpolitiska och, särskilt internationellt, finanspolitiska stimulanser. Detta gjorde att de initiala utbudseffekterna på inflationen kom att sprida sig brett till hela KPI-korgen. Det var synligt i att inte minst sådana branscher som gynnades av att vi blev fria från corona – alltså nöjen, hotell, restaurang och andra typer av tjänster som inte gick att utnyttja under corona – fick lite grann av en ketchupeffekt. Där såg vi också tydliga inflationstendenser.

Inflationen blev 2022 betydligt högre än vad Riksbankens prognoser från 2020 och 2021 sa. Här har vi med de här strecken illustrerat hur våra prognoser kom att förändras över tid. Benprognoserna får man väl ändå beteckna som relativt träffsäkra. Som ni ser blir de rödare och rödare ju längre upp det går. Det är ett tecken på att prognoserna helt enkelt reviderades upp. Vi såg alltså mer negativt på utvecklingen 2020 än under 2021. Men när det gäller att det skulle bli en relativt stark återhämtning får vi ändå säga att vi hamnade någorlunda rätt. Upprevideringarna drevs mycket av att helt enkelt konsumtion och investeringar kom att stiga mer än vad vi hade väntat.

Men tvärtemot de träffsäkra bnp-prognoserna visade sig inflationsprognoserna vara felaktiga. Vi ser att det var framför allt under andra halvåret som inflationen steg mycket kraftigt. Det var ett annorlunda år. Den här bilden visar inflationen, och den visar också hur Riksbankens prognos, den streckade röda linjen, låg och hur övriga prognosmakare låg. Bedömningen var att vi skulle få en för hög inflation under 2022 mätt som KPIF, det vill säga inklusive energi. Som framgår av bilden skulle den enligt våra prognoser toppa någonstans på 4 procent och sedan gradvis gå ned mot målet 2 procent. Riksbankens bedömning var att det skulle vara en tillfälligt övergående inflation som vi inte borde agera på penningpolitiskt. Därför indikerade Riksbanken att styrräntan skulle ligga kvar på 0 procent inte bara under 2023 utan även en bit in på 2024.

Hur var då läget vid februaribeslutet? Februaribeslutet har ju kommit att bli ett viktigt beslut som många kommenterar och som också kommenteras i utvärderingsrapporten. Ja, det är viktigt att blicka tillbaka till hur läget såg ut

i februari 2022. Inflationen hade visserligen stigit på de flesta håll i världen, men en stor del av uppgången förklarades av snabbt stigande energipriser och att priserna på viktiga insatsvaror och transporter fortfarande var höga medan det var störningar i de globala produktions- och leverantörskedjorna. Det syntes då inga tydliga tecken på en bredare uppgång i inflationen i Sverige. Tjänstepriserna hade visserligen stigit något, men mot bakgrund av deras svaga utveckling under pandemin var Riksbankens bedömning där och då att det inte var oroväckande. Och i december var inflationen exklusive energi 1,7 procent, det vill säga under målet. Detta var det senaste utfall som Riksbanken hade när direktionen satte sig ned för ett beslut i februari.

Den allmänna bilden var, som jag också redogjort för, att inflationen skulle falla tillbaka ganska snabbt. Redan detta var nog, sett i efterhand, en för optimistisk bedömning, men det hela kom att ytterligare förvännas när det olagliga kriget inleddes den 24 februari. De förvärrade utbudsstörningarna ledde till kraftiga energiprisuppgångar och så vidare. Dessutom förutsåg vi inte att den utbudsdrivna inflationsdelen skulle föras över i konsumentledet så snabbt som sedan blev fallet. Det fanns ett uppdämt konsumtionsbehov med eftersläpande efterfrågan när pandemin väl släppte.

Men det som också låg där var att flera centralbanker, för att inte säga alla centralbanker i västvärlden, under många år hade kämpat med för låg inflation. Inflationsbenägenheten hade i stort sett alltid överraskat på den negativa sidan. Det vill säga att inflationen hade blivit lägre än vad många trodde. Det var ju det som fanns i Riksbankens bedömningsbakgrund och i alla andras bedömningsbakgrund också.

I februaribeslutet och i den penningpolitiska rapport som följde med det beslutet resonerade vi om alternativscenarier — det som bland annat den här utvärderingen uppmanar oss att göra mer av — fast det fick en ganska nedtonad del i den rapporten. Vi menar att med facit i hand bör vi i större utsträckning jobba med just scenarier för att peka på att utvecklingen är osäker men också för att öka beredskapen för att utvecklingen kan bli annorlunda.

Man kan då fråga sig: Borde vi inte ha dragit större lärdomar av inflationen i USA? Den här bilden visar inflationen i USA exklusive energi och inflationen i Sverige exklusive energi. Borde vi inte ha tagit större intryck av att inflationen i världens största ekonomi stiger och rimligtvis kommer att stiga också i Sverige? Det skulle man ju kunna hävda. Visst, så kan det vara. Men vi ska också komma ihåg att i det här läget så hade USA problem med kraftigt stigande löneökningar. Det problemet hade inte Sverige då, och vi har det inte nu heller. Dessutom var finanspolitiken kraftigt expansiv i USA. Det var den inte på samma sätt i Sverige. Trots den höga inflationen i USA hade Federal Reserve låtit räntan ligga kvar i spannet 0–0,25 procent, och de fortsatte att öka sina tillgångsinnehav i januari. De höjde sedan senare i mars. Vid beslutstillfället vid februari-mötet hade endast tre centralbanker börjat höja räntan, nämligen Storbritannien, Norge och Nya Zeeland. Sammanfattningsvis kan man säga: Ja, vi reagerade för sent, men vi var i gott sällskap, i den mån det är någon ursäkt.

Nåväl, vad trodde vi då om penningpolitiken och inflationsutvecklingen under 2022? Den här bilden visar att efter mötet i februari kom vi att justera upp inflationsbedömningen löpande under året på de möten som följde i april, juni, september och november. Tvärtom mot åren innan kom vi att underskatta inflationsuppgången. Det innebar också att vi hela tiden fick justera upp styrräntebanan. Då kan vän av ordning fråga sig: Varför gick vi inte hårdare fram? Det finns ju en viss sådan kritik i den här utvärderingsrapporten. Och så kan man ju se på det. Jag tror att det ligger någonting i det.

Med facit i hand är det självklart att vi skulle ha höjt snabbare och tidigare, och vi skulle också ha kunnat resonera mer kring det. Men det är också rimligt när man möter en sådan här utveckling att man går någorlunda långsamt fram. Man måste säkra att inflationsförväntningarna är stabila, vilket de var, och därmed tro på den prognos som sa att inflationen skulle komma ned. Men när man väl upptäcker att den strategin inte fungerar måste man agera mer kraftfullt. Man kan väl se septembermötet som just ett sådant skifte då Riksbanken höjde mer än förväntat, med 1 procentenhet.

Låt mig säga någonting om tillgångsköpen. Den här bilden visar hur tillgångsköpen, alltså innehavet av statspapper och säkerställda obligationer, i Riksbankens balansräkning har ökat sedan 2015 fram till nu. Det blå är då statspapper. Det innehavet har ökat kraftigt, och vi har så att säga toppat med ungefär 400 miljarder i innehav. Vi har ungefär lika mycket i säkerställda obligationer. Det är de helt dominerande innehaven. Sedan äger också Riksbanken lite kommunobligationer och en liten del företagsobligationer.

År 2021 bestämdes att vi skulle köpa mindre netto än vad vi tidigare hade bestämt. I december 2021 — det är ju relevant för det här utvärderingsarbetet rörande 2022 — beslöt direktionen att man skulle hålla innehavet ungefär konstant. Här är det viktigt att ha begreppen klara för sig. Att man köper obligationer är inte samma sak som att innehavet ökar, utan det beror också på hur mycket som förfaller under samma år. Beslutet i december 2021 att köpa obligationer motsvarade ungefär lika mycket som förföll under det året, och beslutet innebar därmed att man skulle hålla innehavet på ungefär konstant nivå.

När Riksbanken väl började höja i april 2022 ändrades strategin något. Man sänkte köpen från tidigare, och därmed kom det att bli en nettominskning. Det är också det som illustreras i det här diagrammet. Ni ser att det totala innehavet minskar under 2022. I juni 2022 sänkte man det ytterligare. Med facit i hand kan man även här säga att detta kunde ha gjorts snabbare. Man kan också notera att det fanns en livlig diskussion i direktionen, och direktionen var inte helt enig när det gäller den strategi som man tillämpade. Noterbart är också att i februari 2023, det vill säga utanför utvärderingsarbetet, har ju Riksbanken börjat inleda försäljningar av statspapper och är därmed den centralbank tillsammans med Bank of England som faktiskt aktivt säljer statspappersinnehav. Man skulle kunna betrakta det som aktiv QT, alltså quantitative tightening.

Nåväl, hur ska man då utvärdera Riksbanken 2022, och har vi lyckats? Det är ju grannlaga. Inflationen var för hög. Det är alltså inte i linje med vad vi ska lyckas med. Men inflationsförväntningarna har ändå på det stora hela varit relativt stabila. Det ska vi vara väldigt glada för. Det var inte den utveckling vi hade på 1970- och 1980-talen. Det har också lagt grunden för att vi kan fortsätta att ha en låginflationsmiljö framåt. Men det är också viktigt att konstatera att de stabila inflationsförväntningarna inte kommer utan åtgärder. De är enligt vår bedömning också ett resultat av att vi har agerat med höjda räntor under 2022.

Det finns lärdomar att dra från den här utvecklingen, säkert fler än vad jag listar här. Men att hitta vändpunkten är så att säga den stora frågan. Att göra en inflationsbedömning när läget är ungefär likadant nästa månad som det var den här månaden eller månaden innan är kanske inte trivialt, men det är ändå relativt enkelt. Men att hitta vändningar är svårt. Här tror jag att vi måste jobba med andra metoder. Vi måste kanske lägga större vikt vid företagsenkäter och barometerdata och kanske ta in data på annat sätt.

Vi kanske måste vara mer kritiska i att analysera makroläget. Det var ju ett väldigt unikt makroläge som vi hade. Det kommer vi inte att få uppleva igen, men kanske kommer vi att få uppleva något som är snarlikt. Men kraftiga utbudsstörningar, en pandemi som slutar och ett krig som inleds kommer vi inte att få uppleva på exakt samma sätt igen, i varje fall inte under min livstid. Men delar av det kan komma igen. Här finns det definitivt lärdomar att dra, och det handlar om påverkan på prissättningsbeteendet. Det blev en ketchup-effekt efter pandemin. Efterfrågestimulanserna låg kvar, och hushållen hade sparat mycket på bankkonton, som de sedan använde för konsumtion. När det gäller den dynamiken har vi mer att lära.

Jag tror att vi också behöver jobba mer med så kallade snabba data. Här har till exempel kortstatistik kommit att användas mycket mer under pandemin för att få nästan minutinformation om hur hushållen konsumerar, inte bara i nominella termer utan också på olika varugrupper. Vi kan till exempel konstatera att de har upprätthållit sin konsumtion ganska mycket när det gäller resor och restauranger, mer än vi kanske hade trott. Det är ju viktigt för att bedöma inflationen. Man kan också tänka att vi skulle kunna använda mer av realtidsdata från olika internetsajter och så vidare. Och antagligen kommer även det här arbetet att påverkas av ny AI-teknologi.

Vi håller med rapportförfattarna om att vi borde jobba mer med scenarier. Vi inledde detta i och med den penningpolitiska rapporten i april, där vi inte längre har den så kallade tratten där vi allmänt pratar om osäkerheten, utan vi tecknar i stället två alternativa scenarier. Fördelen med det är att man tvingar sig att tänka igenom det hela, och därmed har man också en högre beredskap om utvecklingen inte blir den man har tänkt sig.

*Ordföranden:* Tack för det! I och med den nya riksbankslagen har ju finansutskottet fått ett utökad uppdrag vad gäller granskningen av Riksbanken.

Som ett led i detta har vi beställt en extern, oberoende utvärdering av penningpolitiken. Den kommer vi att få höra om nu. Om jag har förstått rätt blir det först några inledande ord från professor Per Krusell, och sedan kommer docent Anna Seim att presentera rapporten. Välkomna!

*Per Krusell, Stockholms universitet:* Jag ska inleda väldigt kort. Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet är ett centrum som bildades under pandemin. Det är alltså väldigt nytt. Vi blev kontaktade av finansutskottet för att göra den här nya typen av utvärdering. Det är den första i sitt slag, och det motiverar, tror jag, också rapportens utformning i år. Vi börjar därför med en historisk bakgrund. Även om själva rapporten bara handlar om penningpolitiken och inte om finansiell stabilitet och bara år 2022 går vi tillbaka historiskt i rapporten, för bakgrunden är viktig. Vi går också igenom penningteori och penningpolitik utifrån forskningsläget. Det är klart att vi inte kan göra en väldigt bred genomgång, utan vi tar bara upp de aspekter av forskningen som vi tycker är relevanta, som vi sedan hänvisar till senare i rapporten. Det är liksom upplägget. Efter de två delarna kommer själva utvärderingen. Anna ska presentera själva utvärderingen. Självt heter jag Per Krusell och är föreståndare för centrumet medan Anna Seim är vice föreståndare.

*Anna Seim, Stockholms universitet:* Tack för den inledande presentationen! Det var väldigt intressant, och vi är väldigt glada över att vi har fått möjligheten att utvärdera penningpolitiken. Det är ju ett väldigt viktigt granskningsarbete som vi har fått möjlighet att göra.

Jag kan väl också börja med att notera att inflationen var alldeles för hög under 2022. Vi hade en årlig inflation på 7,7 procent i KPIF, och det är ju alldeles för högt. Men vi menar att en utvärdering av penningpolitiken inte kan stanna där, för den höga inflationen berodde i grunden på många faktorer som Riksbanken inte kunde påverka. Det gör att även om man hade fört en perfekt politik hade inflationen inte kunnat vara exakt 2 procent under 2022. Däremot menar vi att Riksbanken faktiskt har uppfyllt prisstabilitetsmålet i stort.

Inflationsmålet viktigaste uppgift är att fungera som ett nominellt ankare i ekonomin. Och med det menar vi att ekonomins aktörer, företag, hushåll och arbetsmarknadens parter ska ha ett riktmärke att styra mot och basera sina förväntningar på. Den höga inflationen till trots har de långsiktiga inflationsförväntningarna legat nära 2 procent i alla fall, och det visar att Riksbanken har en väldigt hög trovärdighet för inflationsmålet, och det är väldigt positivt för svensk ekonomi. Vi är dock kritiska mot politikens utformning på ett antal punkter som jag kommer att utveckla nu.

Framför allt kritiserar vi Riksbankens inflationsprognoser, den valda räntebanan, kommunikationen och även avvecklingen av tillgångsköpen. Men vår sammanfattande bedömning är ändå att även om man hade justerat politiken i dessa avseenden hade det inte påverkat inflationen mer än

marginellt. Vi har haft en exceptionell situation med väldigt starka utbudsstörningar som helt enkelt gjort det svårt för penningpolitiken.

Låt mig utveckla resonemangen på de punkter där vi menar att man hade kunnat utforma politiken bättre. Det är ju lätt att vara efterklok, så jag kommer att fokusera på rimligheten i de beslut som fattades givet den information som fanns tillgänglig där och då. Jag kommer att bygga våra argument utifrån tre bilder. Den första är den inhemska inflationen, den andra är den internationella inflationsutvecklingen och den tredje är Riksbankens prognoser vid de olika beslutstillfällena.

Den här figuren visar inflationen i Sverige 2021–2022 enligt tre olika mått. Vi har konsumentprisindex KPI. Vi har KPI med fast ränta, KPIF, och samma mått exklusive energipriser, som vi här kallar för KPIFX. Den här bilden visar också inflationsmålet på 2 procent. Det är den horisontella linjen som ni ser här. Den vertikala linjen visar hur inflationen såg ut vid februarimötet 2022. Vi ser här att inflationen faktiskt började stiga enligt både KPI och KPIF redan under hösten 2021 och överskred inflationsmålet i augusti 2021. Däremot berodde en del av den uppgången på höga energipriser, så om vi tittar på KPIFX kan vi se att KPIFX överskrider inflationsmålet först i januari 2022.

Om vi tittar på inflationen som den såg ut i februari kan vi se att vi enligt både KPIF och KPI hade en inflation på över 4 procent, vilket var ganska högt. Som vi hörde här hade man då ännu inte fått de inflationssiffrorna, utan man hade inflationssiffrorna för december. Men vi ser på den här bilden att de inte är markant lägre, utan de ligger i ungefär samma region. Den här bilden över den inhemska inflationen visar att det fanns ett inflationstryck i Sverige. När man tittar på inflationen utomlands stärks den bilden. Här ser vi inflationsutvecklingen för Sverige, USA, eurozonen och Storbritannien mätt som KPI, för vi har bättre jämförelsedata internationellt när det gäller KPI.

Här ser vi att inflationen i USA faktiskt börjar stiga redan i december 2020. Den följs sedan av inflationen i eurozonen och i Storbritannien i början av 2021. Vi har en väldigt snabb uppgång i inflationen i USA, och som vi hörde här berodde det på löneökningar och lite annat. Vi menar i alla fall att när man gjorde bedömningen i februari hade vi sett en väldigt snabb inflationsutveckling utomlands, och man borde då ha höjt beredskapen och resonerat kring möjligheterna att vi skulle kunna ha ett scenario liknande det som man hade haft i USA. Vi tycker också att den här bilden tydligt visar att vi hade ett inflationstryck i omvärlden redan före Rysslands invasion av Ukraina, alltså före den 24 februari 2022. Innan dess hade vi alltså redan ett internationellt inflationstryck.

Den här bilden visar Riksbankens inflationsprognoser 2022. Den svarta linjen som ni ser är den faktiska inflationen, och de streckade linjerna är de inflationsprognoser som man gjorde vid de olika mötena under året. Vi ser att man har reviderat upp prognoserna och att man har underskattat inflationstrycket. Vi ser också att man konsekvent har räknat på att inflationen skulle falla tillbaka ganska snabbt. Om vi till exempel tittar på den nedersta linjen, som visar inflationsprognosen i februari, så ser vi att inflationen

förväntades falla tillbaka väldigt snabbt och återgå till 2 procent på sikt. Här skiljer man sig lite från Bank of England och även ECB i viss mån, som räknade med något av en inflationsuppgång under en längre period innan inflationen så småningom beräknades falla tillbaka.

Prognoser bygger ju på datadrivna ansatser. De här prognoserna är skattade på en låginflationsmiljö, vilket gör att det är lätt att underskatta inflationstrycket när priserna rör sig väldigt mycket och när det händer så mycket i ekonomin. Vi tror att man hade haft nytta av att titta mer på ekonomisk teori och att resonera kring det låga utbudet efter pandemin och också det uppdämda efterfrågetryck som uppstod när vi släppte på restriktionerna och hushållen efter flera år av låg konsumtion äntligen kunde konsumera igen.

Om man tittar på ekonomisk teori här skulle man kunna tänka sig att det skulle kunna uppstå en kraftig inflationsimpuls. Det finns också forskning som indikerar att när man har en miljö av utbudsstörningar accepteras de lättare av hushållen, och det gör det lite lättare för företag att höja priserna. Att snegla på ekonomisk teori och forskning tror vi hade hjälpt.

Om vi tittar på vad det här innebär för räntebanan och kommunikationen menar vi att man utifrån den information som då fanns tillgänglig borde ha höjt styrräntan redan i februari. Om man i det läget menade att man inte hade tillräckligt övertygande argument för det kunde man ju ha haft ett extrainsatt möte i mars, när det fanns ytterligare information om inflationen. Om man då hade valt att inte höja styrräntan menar vi att man hade kunnat diskutera och resonera kring alternativa scenarier och sagt vad man trodde skulle komma att ske och samtidigt framhålla att det fanns en möjlighet att det skulle komma att bli en mycket kraftigare inflationsuppgång och att man därför skulle tvingas till mycket kraftigare räntehöjningar. Det hade gjort att de räntehöjningar som sedan följde hade blivit mindre av en överraskning. Detta är något som vi tror då hade kunnat dämpa inflationen och hindra den från att bita sig fast så kraftigt som den har gjort.

Låt mig också kommentera tillgångsköpen. I rapporten skiljer vi mellan balansräkningsoperationer, kvantitativ lättnad, alltså QE, i kristider och i normala tider. Vi menar att QE är någonting som kan ha ganska stora effekter och vara en lämplig åtgärd i kristider, men under normala tider och normal konjunktur tror vi att det får ganska små effekter.

Under 2022, då vi hade ett ganska normalt konjunkturläge, hade tillgångsköpen troligen en ganska liten effekt på ekonomin, menar vi. Men det är ändå i princip en expansiv åtgärd som syftar till att stimulera ekonomin, och då är det motsägelsefullt att höja räntan kraftigt och samtidigt fortsätta att köpa tillgångar. Vi menar därför att man borde ha börjat sälja av tillgångarna tidigare, men vi gör bedömningen att det ändå inte hade påverkat förlusten 2022 nämnvärt.

Vi avslutar rapporten med att kommentera vanlig kritik som har framförts mot Riksbanken i ljuset av vår analys. Riksbanken har fått ganska mycket negativ press det senaste året. Inflationen har varit hög, räntorna har höjts



snabbt och så vidare. Vi menar att det cirkulerar ett antal felaktigheter i debatten och en del missuppfattningar som vi försöker hantera. Jag tänker inte gå igenom dem här i detalj, men jag kan gärna lämna kvar den bild som jag nu visar på skärmen. Om det finns frågor svarar vi naturligtvis gärna på dem.

*Ordföranden:* Då går vi över till nästa moment där finansutskottets ledamöter har möjlighet att ställa frågor både till direktionen och till rapportförfattarna och eventuellt komma med synpunkter. Jag ber som vanligt ödmjukt ledamöterna om riktade frågor om det är någon speciell som ska svara. Vi har försökt hitta en ordning så att inte någon behöver besvara alla frågor.

Jag kommer först att lämna över till Riksbankens direktion och sedan till rapportförfattarna.

*Vice ordförande Mikael Damberg (S):* Jag vill börja med att tacka rapportförfattarna för en mycket spännande läsning och en intressant utvärdering av penningpolitiken under 2022. Det var ett dramatiskt ekonomisk-politiskt år, som jag tror tjänar på en djupgranskning. Finansutskottet har inte gjort på det här sättet tidigare, och jag tycker det är väl genomfört.

Det är viktigt, när vi har en oberoende riksbank som har tjänat oss väl under flera decennier, att det kan ske en ganska rak och tydlig granskning av arbetet så att man kan dra lärdomar och utforma ännu bättre penningpolitiska beslut framöver. Mot denna bakgrund vill jag först vända mig till riksbankschef Erik Thedéen, som jag uppfattar instämmer i ganska mycket av rapportens slutsatser och också i en del av de kritiska synpunkter som framförs. Jag noterar att det talas om fler scenarier, snabba data och en ökad beredskap för de svåra skiftena.

Min fråga till riksbankschefen är: Om ni i Riksbanken hade haft fler scenarier och snabba data, hade ni då fattat annorlunda beslut i februari, till exempel? Vilken effekt bedömer ni i Riksbanken att ett annorlunda agerande från er sida, om ni hade fattat ett annorlunda beslut tidigare, hade fått på penningpolitiken, ränteutvecklingen och inflationsutvecklingen därefter?

Jag har en annan fråga som hänger ihop med detta. Det är min sista fråga, och den riktar sig mer till rapportförfattarna. Det finns ett samband mellan penningpolitiken och finanspolitiken, och vi i finansutskottet är otroligt intresserade av vårt ansvar i arbetet med att kalibrera rätt finanspolitik.

Jag lyssnade till Anna Seim i programmet Agenda häromkvällen, där också jag medverkade. Jag uppfattade att Anna menar att det är viktigt att finanspolitiken inte motverkar penningpolitiken, men inom ramen för detta förde hon ett resonemang om att det är viktigt att det också finns möjlighet att göra prioriteringar och olika vägval.

Vi får allt fler rapporter om att kostnadskrisen, inte minst i sjukvården men också i andra delar av välfärden, riskerar att få dramatiska effekter. Frågan är:

Är det rätt att använda välfärdskvalitet som en stabiliseringspolitisk åtgärd i finans- och penningpolitiken?

*Dennis Dioukarev (SD):* Även jag tackar för rapporten och presentationerna.

År 2022 går till historieböckerna som ett tungt år med tanke på invasionen av Ukraina men också som ett stökigt år ur ett penningpolitiskt perspektiv.

Det är naturligtvis lätt för oss ledamöter att sitta här i efterhand med fakta på bordet och ställa kritiska frågor till er i direktionen, som måste fatta beslut i realtid. Men detta är ju en utfrågning om penningpolitiken 2022, och jag tänkte uppehålla mig vid ett tema som jag har ställt frågor om förut.

Det handlar om den totala scenförändring som skedde mellan februari och april 2022 då man, precis som det pekas på i rapporten, gick från att prata om att penningpolitiken behöver ge fortsatt stöd till inflationsmålet till att konstatera att inflationen var för hög. Detta skedde i en kontext där det hade funnits tydliga signaler från vår omvärld om att inflationen inte var övergående.

Givet att man till slut konstaterade att inflationen var för hög och att räntebanan indikerade flera räntehöjningar under året undrar jag: Vad var det som talade emot en avvecklad QE och en mer kraftfull höjning av räntan initialt? Utåt sett hade det logiska varit att dra av plåstret på en gång och komma i kapp inflationen, så att säga.

Jag förstår att det finns olika perspektiv att ta hänsyn till, såsom hushållens skuldsättning, finansiell stabilitet och så vidare. Sammansättningen på direktionen är heller inte exakt densamma nu, men kan ni som var med dra er till minnes hur resonemangen gick? Det gäller dels räntebanan, dels hur ni landade i att höja räntan och ändå fortsätta med QE, vilket är två åtgärder som rapporten pekar på verkar i motsatt riktning.

*Ida Drougge (M):* Jag tackar för dragningarna, särskilt de redogörelser vi fått om ytterligare data och om analyser som Riksbanken har börjat göra och kommer att göra framöver. Jag har två frågor som framför allt riktar sig till Riksbanken.

Den första frågan gäller behovet av att ha ett starkare inslag av ekonomisk teori, som vi hörde framföras här. Nya data, exempelvis snabba kortdata, behövs ju inte nödvändigtvis för att man ska kunna luta sig tillbaka på grundläggande ekonomisk teori. Har Riksbanken någon kommentar till det? Vad föranledde att man inte resonerade på det sättet i början av 2022, och är detta något som man anser sig göra i dag i större utsträckning? Det var min första fråga.

Den andra frågan gäller tillgångsköpen. När man väl hade börjat konstatera att inflationen var högre och man började höja räntan, hur kom det sig att man fortsatte att ligga kvar på den nivån? Som vi hörde här var det något motsägelsefullt att man fortsatte med det expansiva innehavet av obligationer. Hur motiverade man att ligga kvar?

*Erik Thedéen, Riksbanken:* Jag fick en fråga som ställdes direkt till mig – om vi hade fattat ett annorlunda beslut om vi hade arbetat på det sätt som jag indikerade i min föredragning.

Jag ska nu säga något en gång som gäller för alla mina svar framöver. Det är väldigt lätt att göra utvärderingar med facit i hand. Jag tycker att det är viktigt att ta sig tillbaka till där vi var under 2022, framför allt i början av 2022. Jag har själv försökt minnas om det fanns någon i den offentliga debatten som sa att vi skulle höja räntan i februari, men jag har inte kommit på någon. Det finns säkert någon, och den får gärna träda fram. Jag tycker ändå att detta säger något om vad vi nu diskuterar – att det är lättare efteråt. Det här var en allmän friskrivning som jag tycker att vi hela tiden ska ha med oss. Det innebär inte att vi inte kan kritisera och diskutera.

Jag tror att vi utifrån dessa erfarenheter antagligen hade resonerat något mer kritiskt om riskerna för inflation i februari, om vi hade jobbat tydligare med scenarier och med exempelvis enkäter och tagit större intryck av det. Det fanns redan före februari vissa indikationer från enkäter på att det var lättare att höja priser.

Jag tror att om vi hade varit mindre traditionellt databeroende och hade jobbat mer på de andra sätten skulle chansen i alla fall ha ökat för att vi hade haft sådana resonemang i februari. Det är min bedömning, och även om jag inte ska upprepa friskrivningen är det lätt att säga i efterhand.

Vi fick några andra frågor som var riktade direkt till direktionen, och där ger jag gärna ordet till mina kollegor. Dennis Dioukarev från Sverigedemokraterna frågade om skiftet och QE och varför vi inte gjorde större räntehöjningar. Jag tänkte be Per Jansson att börja med det.

*Per Jansson, Riksbanken:* Det som är viktigt här och en rimlig beskrivning som görs i rapporten är att det, sett i efterhand, var för sent. Vi borde ha agerat tidigare, och det tror jag att alla är överens om. Det blir kanske lite tjatigt här med att försöka rekonstruera hur det såg ut då, men jag tycker att det är ganska viktigt.

Jag har några kommentarer om hastigheten i åtstramningen. Jag ska försöka adressera vad Anna sa i sin inledning och även vad Ida och Dennis sa.

Något som är slående och som Anna sa i förbigående är att vi i februari inte hade den information om inflationen som hon visade i sin graf, där kurvorna pekade tydligt uppåt, utan vi hade decemberdata. Det är ganska stor skillnad. Om man räknar bort energipriserna ser man att inflationen föll mellan november och december från 1,9 till 1,7. Båda siffrorna låg under målet, men de var alltså på väg ned, inte upp.

Man kan titta på underliggande komponenter. Livsmedel ökade till exempel med 1 ½ procent, varor med 0,1 procent och tjänster med 2 ½ procent. Det enda som ökade dramatiskt var egentligen energipriserna, som ökade med närmare 40 procent. Annars var det dött i konsumentpriserna, kan man säga.

Det fanns inget uppseendeväckande alls där. Tjänsterna, till exempel, var också på väg ned jämfört med november.

Jag tycker inte att man i det här jobbet kan chansa på något som känns bra bara för att man ser att något händer i ett annat land och därför chansar på att höja räntan. Jag tror att det hade blivit en fruktansvärd kritik om vi hade resonerat på det sättet. Sedan blev det helt annorlunda, men det är jätteviktigt att rekonstruera hur det såg ut där och då.

I min värld kan det ibland gå lite fortare med penningpolitiken och att leta sig igenom ekonomin om man till exempel får effekter på växelkursen eller om man direkt kan få något slags effekt på beslutsfattandet i pris- och lönebildning. Men i regel tar det lite tid.

När det gäller ett extramöte under den korta perioden mellan februari och april, då vi höjde, var det inte lång tid däremellan. Det skulle ha signalerat en helt onödigt dramatik i utvecklingen, och vi hade inte kunnat ändra något egentligen. Det hade varit lite konstigt att göra det, och jag tror inte att det hade varit bra.

Som Erik sa är det rimligt att börja rätt försiktigt med räntehöjningar, innan man vet hur det ter sig, och sedan försöka lägga till kraftfull kommunikation för att slippa gå genom efterfrågekanalen om man inte behöver. Detta låg bakom strategin att revidera upp inflationsprognoserna och räntebanan, för att inte ta i så att man spricker genast. Det hade dragit på sig en annan typ av kritik. Oavsett hur man hade gjort tror jag att det hade blivit svårt.

När det gäller köpen finns det något som jag tycker är viktigt att förstå. Det diskuteras hur man ska se på dem. Är det köpen i sig som är det expansiva så att man nettoköper, alltså köper på sig nya värdepapper, eller är det nivån på stocken? Detta kan man bråka om. Oavsett vad man tycker om båda dessa saker, om vi hade slutat nettoköpa och börjat dra ned på stocken samtidigt som vi höjde räntan, gick inte köpen åt ena hållet och räntan åt andra hållet, utan de hängde ihop.

Med detta sagt och sett i efterhand borde vi, precis som Erik sa, ha dragit ned snabbare, på samma sätt som vi borde ha höjt snabbare. Men det var inte på det sättet att köpen gick åt fel håll relativt räntan, utan det fanns en samstämmighet i den meningen att vi hade börjat dra ned på stocken.

*Martin Flodén, Riksbanken:* Det är många stora frågor som tas upp nu, så jag säger kanske lite grann om alla.

Ett stort tema är det möte som vi hade i februari. Jag tycker att den stora kritik som man ska rikta mot oss där gäller kommunikationen och de alternativa scenarierna. Vi hade en ganska stor diskussion internt i Riksbanken, och det syns till viss del i det penningpolitiska protokollet från mötet. Särskilt Anna hade en tydlig diskussion om inflationsriskerna, men det hade vi även internt. Detta borde ha speglats mycket bättre i vår kommunikation.

Mikael Damberg undrade om det hade lett till en annan penningpolitik om vi hade haft ett större sådant scenario. Jag är inte så säker på det, men det hade varit bra för vår kommunikation och hade också kunnat förbereda marknaden på vad som sedan skulle komma i april.

Vi hade en kommunikation från direktionen som var ganska koordinerad mellan februarimötet och aprilmötet. Vi förberedde marknaden och olika aktörer på att prognosen från februari var förlegad och inte användbar nästan direkt efter mötet och att det skulle komma något helt nytt i april.

Nu är det en diskussion om huruvida vi borde ha höjt mer i april. När det gäller en höjning i februari tycker jag inte ens i efterhand, sett till det läge vi då befann oss i, att det var ett realistiskt alternativ.

Däremot är det rimligt att fundera på exempelvis aprilmötet, men då ska man ha med sig att vi i april inte bara höjde räntan med 25 räntepunkter utan också helt lade om prognosen för penningpolitiken framöver. Där finns en koppling till ekonomisk teori. Egentligen ska man se på hela den förändrade prognosen för räntebanan. Det skedde en enormt stor förändring i penningpolitiken mellan februari och april, så som det kommunicerades. Man borde ta med den biten också.

När det gäller QE håller jag med om mycket av det som Per sa. Jag har själv förespråkatt att vi skulle ha betydligt mindre QE och avslutat det tidigare, men som Per sa gick det åt rätt håll under 2022, då vi gradvis minskade våra innehav. Jag tror knappast, vilket rapportförfattarna håller med om, att det påverkade inflationsutvecklingen under året. Däremot kan det ha påverkat riskerna på Riksbankens balansräkning och så vidare.

Jag vill ta upp en sista punkt. Utöver granskningsrapporten, som är alldeles utmärkt och som jag vill tacka författarna för, har vi själva producerat en självutvärdering av penningpolitiken under 2022, som vi alltid gör. För ungefär en månad sedan publicerade vi denna redogörelse för penningpolitiken, där vi tar upp och diskuterar många av argumenten, bland annat att vi borde ha arbetat mer med scenarier under förra året och att vi ska försöka göra detta i framtiden.

*Anna Breman, Riksbanken:* Jag vill börja med att tacka så mycket för den mycket goda genomgång som utvärderarna har gjort.

Jag ska svara snabbt, för nu har mycket redan sagts. Först, när det gäller beslutstillfället i februari, tycker jag att Erik visade väl vilka data vi faktiskt hade. Vi hade decemberinflationen, och det såg mycket annorlunda ut när vi väl fick utfallen för januari och februari.

På frågan om vi hade fattat ett annat beslut om vi hade haft realtidsdata är svaret att jag tror det. Om vi hade kunnat se exakt hur mycket inflationen steg efter december, som vi hade data om vid februaribeslutet, och om vi hade haft information om vad som hände i februari hade vi kanske fattat ett annat beslut.

Sedan tycker jag att vi utöver de penningpolitiska rapporterna, som Martin nämnde, behöver titta i protokollen på vad vi sa, för annars blir det en lite

förenklad bild av hur vi resonerade. För oss som sitter i direktionen blir protokollen ett sätt att lägga lite nyanser på det som är huvudlinjen.

Jag måste få läsa vad jag själv sa i februari. Först hade jag ett långt resonemang om inflationen i Storbritannien och i USA och hur snabb inflationsuppgången hade varit i USA och i Storbritannien. Sedan sa jag: ”Med detta som bakgrund vill jag kommentera på prognosen för inflationen. Vår penningpolitiska strategi behöver ta höjd för att inflationen kan bli betydligt annorlunda än i vår prognos – även på kort sikt. Riskbilden är dessutom inte symmetrisk. Min bedömning är att riskerna för att inflationen blir högre än i vår prognos är större än att den blir lägre. Den kraftiga uppgången i energipriser och i insatsvaror gör att många företag kan behöva höja priser för att kunna överleva. Företagens prishöjningsplaner brukar vara en god indikator på framtida inflation och dessa mått är nu på historiskt höga nivåer. När restriktioner dessutom nu tas bort kan efterfrågan inom tjänstesektorn bli hög och bidra till att tjänstepriser fortsätter uppåt. Den snabba inflationsuppgången i vår omvärld kan också spilla över genom importpriser. Detta kan förstärkas av att kronan har försvagats.”

Alla de saker som utvärderarna efterfrågar har vi faktiskt kommenterat i protokollen och även argumenterat för att vi skulle ta höjd för i vår penningpolitiska strategi.

Utöver detta vill jag betona att vi faktiskt var tre av sex i direktionen som reserverade oss vid februaribeslutet och ville dra ned på obligationsköpen snabbare. Nettoköpen hade som sagt redan upphört vid årsskiftet, men vi var en delad direktion där några ville göra snabbare neddragningar. Detta tycker jag är viktigt att utvärderarna tar hänsyn till i sina kommentarer.

*Ordföranden:* Vi tackar direktionen och låter rapportförfattarna svara på de frågor som har ställts.

*John Hassler, Stockholms universitet:* Först vill jag återigen poängtera att vi förstås är medvetna om att man måste utvärdera Riksbanken efter den information som fanns vid den aktuella tidpunkten. Det är förstås uppenbart att det är lätt att vara efterklok, men vi har försökt göra vårt bästa för att göra utvärderingen utifrån den information som fanns.

Erik Thedéen nämnde att han inte kände till någon som sa i februari att räntan borde höjas, och det är nog sant. Vi noterar att det scenario på vilket man byggde tanken att inte höja räntan inte alls var omöjligt och kanske heller inte osannolikt. Det var kanske till och med det mest troliga.

Själv gjorde jag också bedömningen då att det nog skulle bli en ganska tillfällig inflationsuppgång som inte motiverade kraftfulla höjningar. Men det är också uppenbart att det fanns information som tydligt pekade på att det fanns andra scenarier som var fullt möjliga. I dag, i efterhand, är det svårt att säga vilken sannolikhet de olika scenarierna hade, men det som Anna Breman läste

upp visar att det fanns en uppenbar risk för att det kunde bli något helt annorlunda.

Vi menar att man i det läget, om man inte höjde räntan, ändå borde ha kommunicerat mycket tydligare att det fanns ett annat möjligt scenario där man måste gå fram betydligt mycket tuffare. Man borde nog ha sett i april att det var ett annat scenario som realiserades.

Det är lite oklart. Jag har läst protokollet från april, och där säger riksbankschefen att han menar ”att de räntehöjningar som följer av räntebanan” – alltså det som beslutades i april – ”inte innebär att penningpolitiken slår om till att bli kontraktiv”. Det var lite sent.

Även om det i situationen i april var lätt att falla i fällan att höjningar inte behövdes – en fälla som många föll i – menar vi att det med de beslutsformer som vi tycker ska gälla i Riksbanken fanns förutsättningar att ställa lite högre krav och att man borde insett att något annat behövdes. Om man ska ställa dessa krav på enskilda professorer och debattörer i debatten låter jag vara osagt, men på Riksbanken hade man kunnat göra det.

*Per Krusell, Stockholms universitet:* Jag vill tillägga något om aspekten hur dramatiskt det är. Per Jansson nämnde att det hade varit dramatiskt att höja räntan vid första beslutstillfället, men det håller jag inte med om. Det anknyter lite till Dennis Dioukarevs fråga, om man inte borde dra av plåstret.

Vår bedömning här baserar sig på synen på effekten av penningpolitik rent allmänt. Den sker med stor fördröjning eller har åtminstone gjort det under en längre tid. Kanske är den viktigaste effekten att ge en signal. Jag tror inte att det hade varit dramatiskt alls att höja med 25 punkter, som man sedan gjorde i april. Det var en väldigt försiktig höjning även i april, men det handlar om att signalera.

Först och främst håller jag med John och Anna – jag håller med oss själva i rapporten – om att det hade varit bra att vara tydlig med att det fanns ett rätt troligt alternativ. Även om man inte trodde att det skulle bli så borde man ha varit mycket tydligare. Ett sätt att hantera det på hade varit att höja räntan lite grann – 25 punkter – och signalera oro. Det hade inte alls varit dramatiskt, enligt min bedömning.

När det gäller vad ingen trodde undrar jag var ansvaret ligger. Jag gör nog bedömningen att alla centralbanker, eller alla som vi har pratat om, har misslyckats. Det är lite av ett historiskt misslyckande. Man har missbedömt hur inflationen har reagerat på några chocker som till synes kanske är smala.

Jag tycker inte att det inte finns belägg i forskningen för att sådant kan spela stor roll. Det skedde på 70-talet, men det är länge sedan. Då gjorde man också stora misstag. Jag tror ändå att det här handlar om stora misstag, som man visserligen har gemensamt.

Vi måste diskutera det här, och vi måste vara mer väl rustade inför framtiden. Jag tror att några av banorna är helt och hållet möjliga att jobba med, med scenarier, och att man faktiskt kan jobba mer med teori, som togs

upp. Det kan, säger jag som professor, låta självklart att man ska hålla på med teori, men just detta att ställa sig utanför debatten och titta långt tillbaka i tiden tror jag är väldigt värdefullt även inför penningpolitiska praktiska beslut.

*Anna Seim, Stockholms universitet:* Jag kan lägga till att det fanns ekonomer redan under pandemin som sa att vi hade en serie av kraftiga utbudsstörningar som skulle kunna skapa en inflationsimpuls. Men sedan hade vi väldigt låg inflation under pandemin, vilket gjorde att man kanske ändå bedömde att det var ett scenario som låg mycket långt fram. Ett problem med de modeller och skattningar vi har är att de är baserade på en låginflationsmiljö.

Det här har vi inte riktigt sett sedan 70-talet, då ekonomin såg väsentligt annorlunda ut. Vi har haft globalisering och utveckling av finansiella marknader och allt sådant. Därför är det väldigt svårbedömt just nu.

Jag fick en direkt fråga av Mikael Damberg om finanspolitiken, men jag tror att vi tar det efteråt. Det känns som att det är en annan diskussion än penningpolitiken, men vi kan gärna prata om det sedan.

*Ordföranden:* Jag känner mig generös i dag, så riksbankschefen får en kort replik.

*Erik Thedéen, Riksbanken:* Bara så att det blir rätt: Att ingen annan trodde eller tyckte att man skulle höja räntan och att vi inte heller tyckte det är förvisso en viss ursäkt, men jag håller helt med både Per Krusell och John Hassler om att ansvaret är vårt. Vi hade kunnat göra det bättre.

Det finns mycket att lära, men jag tycker ändå att perspektivet att ingen annan heller var där är relevant för utvärderingen. Men ansvaret är självfallet vårt, och vi bör lära av detta.

*Ordföranden:* Då återgår vi till finansutskottets ledamöter som får komma med frågor och synpunkter.

*Ali Esbati (V):* Tack så mycket för intressanta inledningar!

Jag kan konstatera att det visserligen finns en diskussion om tidpunkter för olika typer av beslut och sådant, men i grunden pekar både rapporten och data i övrigt på att det inte var så värst mycket man hade kunnat göra annorlunda.

Utfallet har kanske heller inte i väldigt stor utsträckning berott på räntebesluten, utan inflationsutvecklingen tycks lite grann ha levt sitt eget liv bortom det under denna väldigt speciella period.

Man kan komplettera med att titta bakåt på de 20 åren före den väldigt speciella situationen med hög inflation. Då ser man att inflationen, när det inte har varit en krissituation, i huvudsak har legat under tvåprocentmålet. Även



då har Riksbanken prövat att med ränteändringar åt andra hållet nå målet, men man har ändå hamnat under det.

För mig blir det lite speciellt om man då kanske inte ställer sig frågan om detta inte borde rikta ett starkare sökljus på andra faktorer i penningpolitiken än bara räntebesluten, att de realekonomiska målen skulle kunna ha en större vikt när man fattar beslut runt penningpolitiken i allmänhet. Den här möjliga illusionen av kontroll kommer ju med en viss kostnad, för även om det inte får direkt effekt på själva inflationsutvecklingen så får det andra effekter.

Min fundering som man gärna får kommentera är: Om man hade haft, nu, större fokus på den realekonomiska situationen, vad som faktiskt händer i ekonomin just nu, borde det då möjligen peka på att man kunde ha mer is i magen med ränteförändringarna? Vi har delvis haft den här diskussionen tidigare, och min första fråga är alltså om man skulle kunna se vad ränteförändringarna faktiskt får för effekter på inflationen innan man fattar nya räntebeslut.

Den andra frågan, som jag tycker följer naturligt, handlar om att kanske reflektera över relationen mellan penningpolitik och finanspolitik, även om Anna inte ville gå in på den så specifikt. Senast satt vi ju här i salen och diskuterade Finanspolitiska rådets rapport, och de pekar på att om man bortser från den mycket speciella situation som har rått under det senaste året kan det vara så att det finns tendenser till cirkulär stagnation och att man skulle ha haft ett mer strukturerat sätt att hålla upp efterfrågan med finanspolitik för att i den miljö som faktiskt finns kunna ha en balanserad ekonomisk politik sammantaget.

Då är min fråga: Hur ser ni på relationen mellan finanspolitik och penningpolitik i en situation där vi, oavsett om det beror på Riksbankens räntehöjningar eller inte, kommer ned till en mer normal inflationsmiljö om ett halvår, ett år eller två år?

*Martin Adahl (C):* Först vill jag tacka för presentationerna, för rapporten och för den dynamiska diskussionen som har varit hittills. Att få den typen av analys är precis vad vi i finansutskottet hoppades på med den här typen av rapport. Jag vill också kvittera det som står i rapporten om hur viktigt det är att värna Riksbankens oberoende just nu när vi har en sådan situation med det egna kapitalet som har blivit den senaste tiden och att vi ger Riksbanken förtroendet att agera fritt och oberoende, även när det egna kapitalet är negativt.

Den första frågan som jag skulle vilja ställa är helt enkelt vad som blev fel hos alla. Normalt sett när det blir en snabb energiprisuppgång är den normala reaktionen, precis som flera har varit inne på här, att det där kommer att gå över. Det är en relativ prisförändring, så vi går inte in och höjer räntan och agerar på det. Så väntar man och väntar.

Nu pekar dock rapporten och efterhandsanalysen på att det fanns en trigger där. De så kallade menykostnaderna gör att man når en punkt när det är

tillräckligt starkt, alla ser det, och alla passar på, inte i någon dålig mening, eftersom det är helt naturligt att plötsligt höja priserna ordentligt i ett sådant läge. Kommer man att ta med sig det framöver? Är det liksom en gamechanger i penningpolitiken att ha återupptäckt det, så att säga?

Min andra fråga riktar sig mer direkt till Riksbanken. Ni har pratat om att vi ska ha fler scenarier. Men det rapporten och vissa analytiker pekar på är att man ska ha betingad kommunikation, till och med handlande. Man säger att om det här händer så tänker eller till och med lovar vi i Riksbanken att göra så här, och sedan gör man det. Är det någonting som man borde ha gjort eller bör göra?

I rapporten finns också en analys av vad man kallar den reala styrräntan, alltså inte styrräntan minus inflationen utan styrräntan minus inflationsförväntningarna. Där dröjer det ganska länge innan den blir positiv. Har det någonsin hänt att man har lyckats få ned inflationen utan att den typen av styrränta kontra allmänhetens förväntningar varit lägre?

Slutligen något som ingen riktigt varit inne på: De svenska hushållens räntekänslighet och höga belåning på bostäder, som är exceptionell, förekommer på många ställen i rapporten, och den sista tiden har det blivit väldigt tydligt även gällande fastighetsmarknaden. Hur tungt har risken för ett slags tipping point vägt på besluten? Har det varit något i bakgrunden som har hållit tillbaka agerandet?

*Yusuf Aydin (KD):* Ordförande! Även jag vill tacka för bra presentationer och särskilt för rapporten som vi fick. Det är väldigt intressant läsning och ett bra underlag för oss i utskottet.

Jag är också glad att det blev lite mer fokus kring prognoser. I januari, tror jag att det var, när vi hade en utfrågning om finansiell stabilitet ställde jag en fråga till Riksbanken om hur man ser på prognoser och framför allt kommunikationen kring dem. Jag tror att många människor och även företag har tittat väldigt mycket på dessa prognoser och nästan tagit dem som ett löfte och på något sätt byggt många av sina ekonomiska beslut på de prognoser som har lämnats kring räntebanor och inflationsförväntningar. Detta har gjort att man många gånger just ligger på rörlig ränta och har fattat även andra beslut som kanske nu i efterhand har drabbat dem negativt.

Med anledning av detta och det som nu tydligt lyfts fram i rapporten kring de osäkerheter som finns med prognoser och de brister som tydligt har framkommit, hur skulle man kunna utveckla arbetet både med att bygga och skapa dessa prognoser med fler scenarier, och hur avser man att jobba med kommunikationen utåt framöver? Det handlar alltså både om det interna, det vill säga underlag för direktionens egna beslut, och om kommunikationen utåt till företag och hushåll.

Jag har även en annan fråga. I båda presentationerna visades inflationen exklusive energi, och jag tror att vi har rört vid de indirekta effekterna av energipriserna vid något tillfälle. Energipriserna påverkar ju oftast

tillverkning, industri, jordbruk och mycket av de varor som kommer ut. Det blir prisökningar som i sin tur förs över på konsumenterna, så indirekt har det ändå haft en påverkan på inflationsökningarna. Hur ser ni på den delen?

*Erik Thedéen, Riksbanken:* Jag inleder själv, och sedan ska jag fördela ordet.

Någonting om scenarier: Vi pratade om scenarier. Det är en insiktsfull slutsats i rapporten och som sagt har vi också börjat med det mer tydligt i april. Jag tror också att man ska använda det mer kommunikativt, även om det är svårt. Den mediala uppmärksamheten blir ju kring det beslut som vi har fattat, och har man då ett alternativt scenario som kanske för en del inte framstår som så troligt är det svårt att komma igenom. Men jag tror definitivt att det där är viktigt.

Andra får kommentera det, men jag känner mig kanske något mindre lockad av det här med betingad kommunikation. Vi får ofta frågan att om nu inflationsutfallet blir så här på måndag, kan du då lova att ni gör så här med räntan? Det där tror jag i praktisk mening är väldigt svårt, för när inflationsutfallet blir x eller y kan något annat ske åt andra hållet, och då kommer jag inte att kunna uppfylla löftet. Det är bättre att försöka få en förståelse för hur vi resonerar kring olika faktorer som påverkar de penningpolitiska besluten, något slags ramverk för analys snarare än att peka på triggers som gör att vi gör det ena eller det andra, och sedan resonerar kring det.

Någonting om det här med räntekänslighet. Nu var jag inte där förra året, men min bedömning av hur det gick till då och hur det går till nu, alltså att man skulle säga att om vi höjer 25 punkter till, då är det något slags cliff effect, och då kommer det att hända mycket och därför kan vi inte göra det – där har vi inte varit. Något som påverkar besluten är däremot att svensk ekonomi är mer räntekänslig än vad andra ekonomier är, och i en mån finns det ju en positiv del i det. Jag förstår att det är många drabbade hushåll som inte ser det som positivt, men det positiva med det är ju att vi rimligtvis bör få en snabbare effekt av penningpolitiken för att bekämpa inflationen. Vi ser ju nu att vi får en efterfrågedämpning inte minst i detaljhandeln, vilket bör dämpa inflationen. Det är liksom hela poängen. Det är svårare om man är ECB och höjer och franska hushåll bara har fasta räntor, för de märker inte av räntehöjningarna. Därmed dämpar de kanske inte sin efterfrågan, och därför kanske inflationen blir mer ihärdig till exempel i Frankrike.

Det finns alltså problem med räntekänsligheten, vilket är mycket debatterat, men det finns också vissa fördelar. Jag har inte vägt in det som att vi inte kan göra någonting på grund av detta, men det vägs in för att penningpolitiken helt enkelt blir mer kraftfull än om vi skulle ha haft ett annat läge.

När det gäller prognoser och innan jag lämnar ordet vidare håller jag med om behovet av att kommunicera hur osäkra prognoserna är. Jag tycker att vi gör det på ett ganska tydligt sätt. Ibland har jag själv blivit anklagad för att inte verka veta någonting om någonting för att jag säger att det är så osäkert, men

det jag är orolig för i det vi skriver är att gemene man kan tro att vi vet vad inflationen ska vara eller, vilket kanske framstår som mer rimligt, att vi vet vad styrräntan ska vara.

Tyvärr vet vi inget av detta. Vi har dock relativt kvalificerade bedömningar som tyvärr ibland visar sig vara fel, och vi måste lyckas förklara både att vi har kvalificerade bedömningar och att de samtidigt är väldigt osäkra. Jag brukar ibland göra paralleller till meteorologer som vi tror ändå vet någonting om vädret på fem dagars sikt, men det slår väldigt ofta fel. Så är det väl lite grann med våra prognoser också. Det är inte ett argument att man ska sluta lyssna på femdygnsprognosen.

*Anna Breman, Riksbanken:* Det var väldigt många bra frågor! Frågan är var man ska börja.

Jag skulle nog vilja börja med det som Martin Ådahl frågade om, nämligen vad det var som gick fel. Även Erik var inne på det, och vi har ju själva skrivit om hur vi har förändrat en del av det interna arbetet efter förra året, bland annat med alternativscenarier.

Några saker som jag i efterhand anser att vi verkligen kommer att ta med oss in i framtida prognosarbete är storleken på chocken. Flera av er, bland annat Yusuf Aydin, har frågat om energipriserna och indirekta effekter. Vi har haft stor variation i energipriser i Sverige den senaste 25–30 åren, och när vi tittar på historiska data ser vi att det har gett en viss effekt på KPIF men mycket mindre på KPIF exklusive energi.

I februari mötet tog vi in för lite av den effekten, eftersom vi räknade med att vi skulle se en liknande tendens som vi hade haft historiskt. Framöver tror jag därför att vi kommer att ta in både huruvida detta ser ut att bli tillfälligt och hur stor chocken är. Det enda som vi kan säga lite till vårt försvar, om man får säga så, var att energipriserna steg ännu mer efter Rysslands illegala invasion av Ukraina. Den aspekten är betydande, och jag tror att vi hade räknat med mindre indirekta effekter än vad vi sedan i verkligheten såg. Det var betydande indirekta effekter från energipriser till olika sektorer i svensk ekonomi.

Globala faktorer är också viktigt. Det var en global inflationschock, ganska liknande trender. Tidsmässigt såg det lite olika ut; det började tidigare i USA och Storbritannien, men det spreds väldigt tydligt även till Europa. De här globala stora trenderna tycker jag också att man ska ta med sig, för det har vi sett mycket. Det är olika faktorer, och det gäller även arbetsmarknaden nu som är stark i många länder trots åtstramningen.

Sist vill jag komma tillbaka till Ida Drougges tidigare fråga och ekonomisk teori. Självklart måste vi utgå väldigt mycket från faktiska data, men datan laggar, och då är det viktigt, precis som rapportförfattarna tar in, att i lite större utsträckning komplettera det med mer resonemang från ekonomisk teori, vilket vi även gjorde under förra året.

Detta är några av lärdomarna.

*Martin Flodén, Riksbanken:* Jag vill följa upp på punkten om lärdomar och vad som gick fel, Martin Ådahls frågor i synnerhet, för de är väldigt intressanta.

Jag håller med Anna om att det stora i det här var storleken på chocken. Förmodligen finns det någon sorts ickelinearitet. Energipriserna fluktuerar ganska mycket, men ofta brukar man se igenom det, och det leder inte till så stora effekter på konsumentpriserna. Men nu blev det väldigt stora prisförändringar, inte bara på energi utan även på många råvaror, så även före Rysslands invasion av Ukraina. Vi hade också den här miljön efter pandemin med stora leverans- och produktionsstörningar. Många företag tog alltså väldigt stora kostnadsökningar. De hade dessutom svårt att få tag i produkter. Tänker man som konsument tillbaka till hösten 2021 och början på 2022 var det ju fortfarande ofta tomt på vissa hyllor i affärerna och så vidare, för det kom inte leveranser.

I den miljön blev det nästan oundvikligt att företag inte skulle höja sina priser. Något annat hade varit väldigt konstigt. Några började göra det, man såg att det fungerade och helt plötsligt var det helt accepterat. Det är liksom ett regimskifte som vi bättre borde ha kunnat se att det kunde hända, men det gjorde vi inte. Sedan, när det väl har hänt, är det lite av en ny värld, och nu är frågan om vi kommer att gå tillbaka till där vi var förut eller om företagets beteende har ändrats så mycket att alla historiska och statistiska samband liksom är mindre värda och så vidare.

Det där är någonting som vi absolut brottas med och som vi kunde ha gjort lite bättre förra året.

Jag vill också svara på Ali Esbatis fråga om vi inte borde väga in mer av realekonomisk hänsyn. Jag tycker att vi väger in realekonomin väldigt mycket, men det är en svår balansgång. Argumentet att vi ska vara försiktiga och vänta och se vad det blir för effekter och så vidare är någonting vi har med oss. Men vi måste ju vara lika försiktiga åt andra hållet. Vi kan inte bara höja styrräntan med 25 punkter, en fjärdedels procentenhet, och sedan sitta och vänta tills det har fått full effekt efter ett år. I så fall hade det tagit 14 år att gå från 0 till 3,5 procent.

Det gäller alltså att hitta balansen, och därför har vi inte höjt från 0 till 3,5 i ett steg, utan vi har ju tittat på hur det fungerar.

Här har vi, och kanske ännu mer i omvärlden, blivit förvånade över att inflationen har varit så envist hög – det är ju därför vi har reviderat upp inflationsprognoserna flera gånger under förra året – men det hänger ju ihop med att ekonomierna också har varit mer motståndskraftiga än vad man kanske hade sett framför sig. Där finns det alltså ett samspel mellan realekonomi och inflation, och det är en balans som vi hela tiden liksom letar efter: att höja lagom mycket men inte bli passiva, för det blir väldigt jobbigt om vi tappar inflationen och förtroendet för inflationsmålet. Då hamnar vi i en väldigt jobbig situation som kommer att slå väldigt brett på hushåll och svensk ekonomi.

*Per Jansson, Riksbanken:* Bara först en kort återkoppling till det som Per Krusell sa: Jag tycker inte i princip att det hade varit dramatiskt att ändra räntan på ett ordinarie möte. Nu var vi alla inne på att det var lite svårt i februari, men i princip hade det inte varit dramatiskt, utan det jag tyckte hade kunnat bli dramatiskt var om man hade lagt in ett extramöte, som är en sådan där punkt som ni lyfter i utvärderingen, för att ändra räntan med 25 punkter. Där hade jag haft tvivel kring hur mycket det hade gett mellan februari och april. Extramöten har vi använt i ganska dramatiska situationer när det har varit pandemi och liknande. Det är mer en detalj för att klargöra det.

Sedan tänkte jag också säga något ord om det här med reala hänsyn som Martin redan har kommenterat. Avvägningen när det gäller hur fort man ska gå fram är jättesvår. Vad blir en lagom åtstramning? Man vill såklart varken gå fram för långsamt eller för fort. Rapporten är nu rätt mycket inne på att vi var lite sena.

Ett annat perspektiv, som jag uppfattade från Ali Esbati, är att nu har vi höjt räntan väldigt mycket, och hur ser det då ut med effekter på ekonomin när man gör det? Där vill jag fylla på lite, och jag tror att även Martin är inne i den riktningen, att jag ändå tycker att vi de senaste 30 åren eller så, med inflationsmålet som en genomsnittlig komponent, har fått en mycket bättre realekonomisk utveckling med inflationsmålet. Det är mycket annat som spelar roll också, men i min värld är inflationsmålet ganska viktigt. Inte minst har det varit bättre reallöneökningar när vi fick grepp om inflationsutvecklingen än vad vi hade på 70- och 80-talen.

Det är just det här att om man är för försiktig och inflationen biter sig fast tvingas man till en väldigt drastisk räntepolitik för att få ned inflationen och återupprätta det tappade förtroendet. Det är själva grejen man verkligen vill undvika. Jag brukar gärna ta exemplet USA. Under en tioårsperiod hade man höjt räntan ganska mycket men ändå inte fått kontroll på inflationsutvecklingen. År 1981 fick därför Paul Volcker höja räntan till 20 procent för att bryta just den där misstron och återställa förtroendet, och först då fick man kontroll på inflationsutvecklingen.

Där vill man absolut inte hamna. Är man överförsiktig kortsiktigt kan det förstås se ut som att man tar reala hänsyn, men i själva verket visar det sig mer långsiktigt att man har gjort det precis motsatta eftersom man så småningom tvingas komma ut mycket tuffare för att rätta till problemet. Så det där är knepigt. Det finns synpunkter åt bägge håll, men jag ville bara lägga till aspekten att ett tappat förtroende nog är det värsta som kan hända.

När det gäller Martin Ådahls resonemang om räntekänsligheten har vi såklart försökt att ta in det. Vi har noterat att räntebindingstider ändras, vilket spelar roll för räntekänsligheten. Även skuldnivåer spelar roll. Har man sådana här större makromodeller som man har skattat över långa perioder med data kommer de inte att fånga sådana förändringar på ett bra sätt, utan då får man liksom lägga till dem utanför den mer formella analysen, vilket gör det väldigt svårt. Vad som också gör det svårt är att svenska hushåll visserligen är väldigt räntekänsliga, men den offentliga skulden är låg, så där har vi betydligt lägre

räntekänslighet än många andra länder. Det är alltså inte heller så lätt att avgöra hur detta summerar och hur totalbilden ser ut.

Man kan också undra om det är bra eller dåligt att ha hög räntekänslighet. Ja, om inflationen är jättehög och det får relativt snabba effekter till exempel på konsumtionen kanske man tycker att det är bra, om syftet är att få ned inflationen. Om alla liksom vore låsta i långa räntekontrakt och det inte spelar någon roll för folk kanske inte heller det är jättebra.

Även det där är svårt att veta, men vi försöker att ta hänsyn till det, och man kan ändå konstatera att vi inte har höjt räntan lika mycket som länder som har längre bindningstider, till exempel USA och Storbritannien. Vi har försökt att ta hänsyn till det, men det är en svår analys att göra och det finns många aspekter på det.

Yusuf Aydin hade frågor om det här med indirekta effekter, något som även Martin var inne på. De indirekta effekterna är ett jätteproblem, och det var dem vi missbedömde. Anna var inne på att om energipriserna svänger upp och ned tillfälligt och inte smittar av sig på andra priser så gör det inte så mycket. Men får man just stora uppgångar i energipriserna som är mer långvariga och det sedan leder till övervältring till andra priser därför att företagen helt enkelt har ett behov av att kompensera sig kostnadsmässigt, ja, då får man ett problem.

Det man såg i den intressanta KI-studien som gjordes i december 2022 var att övervältringen i Sverige hade varit ovanligt stor under den här perioden. Normalt brukar företagen höja sina priser lite grann för att man vårdar marknadsandelar och sådant, men här övervältrade man hela kostnadsmassan till priserna. Det var det vi blev så överraskade över, och det var ett viktigt skäl till att adressera det med penningpolitik så att vi verkligen förhindrar att det biter sig fast. I nästa led hade ju även lönerna kunnat börja stiga, och då hade vi varit inne i den här pris- och lönespiralen som man absolut inte vill ha. Dessbättre har vi nu fått jättebra löneavtal, så vi slipper förhoppningsvis det problemet.

*John Hassler, Stockholms universitet:* Ali Esbati tar upp frågan om man borde ha haft mer is i magen, och vår uppfattning är att det var motsatsen som var fel under det föregående året. Jag tolkar det som att Ali kanske är mer framåtblickande och kanske diskuterar den nuvarande situationen, och det är ju bra att det försiggår en diskussion om det här. Många tar ställning, och många som har sagt att man kanske borde ha det nu. Vad som är rätt penningpolitik i det här läget är dock inte en fråga som lämpar sig för oss att diskutera just nu.

Ali Esbati tar också upp relationen mellan penningpolitik och finanspolitik. Den finns förstås där, och som har påpekats härifrån är det ett stort bekymmer i USA där finanspolitiken har varit extremt expansiv, vilket förstås inte bara har gjort att inflationen tidigt tog fart i USA men också att den har spridits till resten av världen, bland annat genom en stark appreciering av dollarn. Så det finns ju ett sådant samband.

Vår bedömning är dock att finanspolitiken som fördes under 2022 inte på något sätt har gjort det omöjligt för eller ens försvårat penningpolitiken under den här tiden. Möjligen tänkte Ali Esbati också där lite framåt. Vi ska inte ta upp det nu, men jag passar på att göra lite reklam för en skrift som Anna och jag har gjort tillsammans med Lars Calmfors just om den typen av frågor som Ali ställer kring sambandet mellan finanspolitik och penningpolitik i ett framåtblickande perspektiv. Den gavs ut av ESO förra året.

När det gäller räntekänsligheten diskuteras det ju att penningpolitik som fördes längre tillbaka än den tid som vi utvärderar här åtminstone på marginalen har bidragit till högre skuldsättning och högre räntekänslighet och att det skulle ha skapat stora problem för penningpolitiken i dag. Den bedömningen gör vi inte, utan här instämmer vi i det som Erik Thedéen med flera har sagt, nämligen det är fullt möjligt att bedriva en effektiv penningpolitik också givet den stora skuldsättningen som vi har i ett internationellt perspektiv.

Martin Ådahl frågade vad man ska tänka sig att en real styrränta ska bli i framtiden. Vi har ju en diskussion kring det som brukar kallas för en neutral real styrränta, alltså hur hög räntan är när den varken stimulerar eller stramar åt. Det är välkänt att denna neutrala reala styrränta har fallit kraftigt under de senaste 20–25 åren och att det som i dag varken är stimulerande eller åtstramande hade varit extremt stimulerande för 20 år sedan. Vi vet förstås inte exakt var den där räntan ligger, men det mesta pekar på att den under de senaste tio åren har varit klart negativ. Var den kommer att hamna i framtiden får vi se, men mycket talar för att en neutral real styrränta kommer att vara om inte negativ så åtminstone definitivt inte kraftigt positiv i framtiden.

Per – det här med friktioner och om de kan tänkas finnas i framtiden.

*Per Krusell, Stockholms universitet:* Hur priser sätts, om det fanns en trigger och var sådana triggers i sådana fall finns har kommit upp hela tiden, till exempel i Martins fråga.

Jag upprepar påståendet att vi under en längre tid har befunnit oss i en väldigt bekväm låginflationsnivå, ett låginflationssamhälle, inte bara i Sverige utan i alla de andra länderna vi pratar om. Synen på inflationen har då framför allt varit att företagen höjer priserna lite någon gång då och då, det är inte så dramatiskt och de reagerar knappt ens på information. Man brukar prata om menykostnader, som Martin Ådahl nämnde. Riksbankens egna grundmodeller bygger på den här synen.

Samtidigt finns det mycket grundforskning om hur företag sätter priser och under vilka betingelser de reagerar. Det är en jättestor fråga i forskningen just nu. Vårt centrum är ju till för att utbilda och ta fram doktorander som blir specialister, och just nu är det minst två stycken som håller på och tittar på data för att få nya insikter kring hur det här egentligen går till. Vi vet också mycket mer i dag vad som händer när någonting händer än vi visste på 70-talet. Det finns mycket bättre data nu.



Gällande den här situationen har det redan kommit upp att energipriserna gick upp, och det var brist på ett antal varor. Det har skrivits mycket om det. Detta var väldigt uppenbart – salient, som det heter på engelska – för konsumenterna. Och när invasionen av Ukraina kom blev det tydligt att det kanske inte var så sannolikt att det här inte bara skulle falla tillbaka och försvinna utan om något bli värre.

Vi har alltså storleken och det faktum att det blev permanent. Det var detsamma på 70-talet – där skedde en oljeprishöjning för att Opec bestämde sig för att samarbeta, och det kändes också permanent. Stort och permanent är alltså två faktorer.

Den tredje faktorn är att det är en utbudschock. Konsumenterna har förståelse för prishöjningar när de ser att kostnaderna höjs. Då måste den som säljer produkten höja priserna för att täcka sina kostnader; det känns rimligt. Här vet man som konsument att det har skett stora förändringar och att de sannolikt kommer att vara länge.

Det exempel vi har på detta, det vill säga hur villiga konsumenter är att acceptera prishöjningar, är scenariot där det helt plötsligt kommer ett skyfall. Då vill människor ha paraplyer, och eftersom efterfrågan går upp skulle försäljaren av paraplyer gärna dubblera priset. Men då blir konsumenterna i stället förbannade och går hellre blöta än köper de paraplyer som de dagen innan kunde köpa för halva priset.

Jag tror alltså att kombinationen av dessa saker har gjort att det har blivit en acceptans. Har då många företag tagit chansen och höjt priserna mer än nödvändigt? Ja, jag gissar på det, och det finns tecken i datan på att det har skett. Sedan får man ju förlita sig på att konkurrensen suddar ut de oskäligena prishöjningarna när konsumenterna inser att inte alla gjort sådana och söker sig till alternativa butiker och så vidare. Då finns det en möjlighet för en del att sänka priserna på grund av det utrymmet.

Detta är ett stort grundforskningsområde, och det har blivit extra stort just nu. Men man behöver inse att man kan gå tillbaka till teorin och tänka lite djupare kring detta. Jag kan se att man har känt att det kanske inte kommer att hända något – ”många sa det” – men jag tycker ändå att det är en rimlig tanke att det hade kunnat hända och att man åtminstone borde ha haft ett sådant scenario.

Jag vill också nämna att jag när jag pratar med vänner och bekanta om Riksbanken ofta hör påståenden av typen ”De sa att de skulle göra detta, och sedan gjorde de inte det”, ”De gjorde tvärtom” och så vidare. Det är viktigt att Riksbankens trovärdighet bevaras, och jag tror att detta med scenarier är viktigt – även betingade scenarier. Jag förstår att det är svårt och att man självklart inte kan ha med alla betingelser, men jag tror att det är viktigt att göra det tydligt att man fattar ett beslut för att man tror att en viss sak inte kommer att hända men att något annat kanske händer i stället.

Var alltså lite tydligare! Då tror jag att man stärker sin trovärdighet också, för när man fattar ett annat beslut kan man i efterhand peka på att det man trodde kanske inte skulle hända trots allt hände. Då finns det något slags logik

i det hela, och besluten blir sammanhängande på ett bättre sätt. Det handlar om att stärka detta och inte bara lägga in en prognos som det finns osäkerhet kring utan vara lite tydligare med hur man tänker.

*Anna Seim, Stockholms universitet:* Jag vill kort kommentera det Per Jansson sa om att det skulle ha varit dramatiskt att ha ett extrainsatt möte i mars. Jag tycker att man kan göra bedömningen att det var en väldigt dramatisk utveckling i ekonomin; efter februarimötet hade ju faktiskt ett krig brutit ut. Jag förstår inte varför det är skrivet i sten att man ska ha ett visst antal möten per år. Det kan man väl diskutera, tycker jag.

*Ordföranden:* Då återgår vi till frågor från ledamöterna.

*Janine Alm Ericson (MP):* Jag tackar för en bra rapport och en väldigt intressant frågestund med bra svar. Nu är det många frågor som redan har ställts, men jag skulle vilja gå ned ytterligare i detta – dock kanske inte i just februarimötet och vad man skulle ha beslutat där och inte.

De flesta är hyfsat överens om att inflationssituationen inte beror på förhållanden specifika för Sverige utan att utbudschocker efter pandemin – och naturligtvis Rysslands invasion av Ukraina och de därmed ökade energipriserna – har spelat stor roll. Men spelar det egentligen någon roll för hur man bör agera i penningpolitiken jämfört med om det hade varit en mer strikt svensk historia? Ni har varit inne på flera saker, men vilka lärdomar har ni redan dragit som ni kommer att ta med er framåt? Jag har hört om prognoser och scenarier och så vidare, men jag undrar om det finns något att pinpointa lite mer.

Jag skulle också vilja fråga utvärderarna något. I utvärderingen förs ett kort resonemang om att vissa företag nu kanske har passat på att höja priserna lite extra mycket när kunderna ändå förväntar sig prishöjningar men att konkurrensen sedan kommer att få ned priserna till normala nivåer. Men vi vet också nu att det på vissa viktiga marknader inte råder riktigt den konkurrenssituation som kanske hade behövts, till exempel när det gäller mat. Vad ser ni för risk med att priserna kommer att vara fortsatt förhöjda framgent?

*Carl B Hamilton (L):* Jag har ett lite mer filosofiskt anslag på den här frågan, nämligen: Vad är riksdagens och finansutskottets uppgift i det här sammanhanget?

Vi har ett instruktionsförbud; Riksbanken ska vara oberoende, och folk som har makt i politiken ska inte yttra sig onödigtvis – kanske inte alls – om vad Riksbankens politik bör vara. Men därigenom går man miste om rätt mycket information. Jag har egen erfarenhet av det, och det är det även många andra som har. Vi har också undvikit den gamla metoden att utvärdera Riksbanken genom att ta in utländska eminenta personer som har varit vid Bank of England

eller vid amerikanska banker. Det finns alltså tyvärr en hämsko på deltagandet i den offentliga debatten gällande penningpolitiken, som oberoendet understryker.

Frågan är hur man kommer till rätta med detta. Det är klart att man kan försöka välja en annan typ av personer och ha ett bredare perspektiv på ekonomi än bara penningpolitiken. Det ska vara rätt kompetens, de ska utvärderas tidigare och så vidare. Men jag tycker att detta är ett allmänt problem, och jag tycker att det har understrukits av denna utfrågning att det är ett väldigt fokus på det perspektiv och de kunskaper som premieras i penningpolitiska sammanhang. Men själva effekten av penningpolitiken är ju mycket bredare än så, och det kommer inte fram. Det är liksom för begränsat.

Vad är alltså vår uppgift, om inte att bredda detta? Då menar jag ”vår” som i finansutskottets och riksdagens. Vi ska bredda perspektivet och de erfarenheter som utvärderande personer bör ha. Jag kommer mycket väl ihåg när instruktionsförbudet utarbetades och kom in i Sverige och i andra länder. Det var ett barn av sin tid, och det var en väldigt viktig förändring från gamla tider, då Riksbanken liksom styrdes från kanslihuset. Nu är det tvärtom. Men någonstans på vägen kanske man ska diskutera hur man får in ett bredare perspektiv när man utvärderar politiken.

Då kommer också följande fråga: Om jag som ledamot i finansutskottet skulle gå ut och säga att jag tycker att Erik Thedéen är helt ute och cyklar etcetera skulle det eventuellt bli en stor grej i tidningar och så vidare. Men ibland är han ju ute och cyklar – och jag kan inte säga det, och kanske ingen annan heller som har de insikter och den bakgrund i finansutskottet och riksdagen som jag har. Det är ett problem.

Jag tror att jag stannar där med dessa filosofiska frågor om vår egen uppgift och att vi bör tänka igenom hur vi ska lägga upp de fortsatta utvärderingarna.

*Ordföranden:* Vi går därmed in på den andra frågerundan, så partierna kan börja förbereda sig för att eventuellt få ställa en andra fråga. Det beror lite på tiden. Först går ordet till Socialdemokraterna.

*Zinaida Kajevic (S):* Jag tackar så mycket för både dragningarna och svaren på frågorna. Jag har en fråga som flera har lyft upp och som har kommenterats lite grann, men jag vill ha ett lite mer konkret svar. Det gäller det förändrade prissättningsbeteendet bland företagen, där vi har sett att det i slutändan är konsumenterna som har fått betala priset.

Riksbanken har kommenterat detta med att man har brottats med det, att man inte har kunnat ta med det i analysarbetet på ett riktigt bra sätt och att det har blivit lite av en överraskning hur stor påverkan det har haft. Min fråga är om det finns olika tankar om hur man skulle kunna få med detta i analysarbetet – genom snabbdata, eventuell AI-teknologi och så vidare. Har Riksbanken påbörjat ett arbete utifrån detta, för att förbättra sina prognoser så att de blir lite mer träffsäkra i framtiden?

*Ordföranden:* Jag lämnar ordet till Riksbankens direktion, som får börja svara på frågorna.

*Erik Thedéen, Riksbanken:* Jag ska svara på några frågor innan jag ger ordet till mina kollegor.

Först och främst vänder jag mig lite emot det narrativ du har, Janine, alltså att detta mest handlar om utbudsschocker. Vi har i många olika sammanhang försökt säga att det initierades av utbudsschocker men att inflationen sedan kom att bli bred också beroende på att efterfrågan var stor, bland annat drivet av finans- och penningpolitik och efterfrågan utomlands ifrån. Jag tycker att det är viktigt att slå fast detta, för hade det bara handlat om utbud hade vi inte haft någon inflation i dag eftersom energipriser och många av de priser som initierade detta nu har fallit tillbaka. Men inflationen är ju fortfarande hög. Det var det ena; jag tänkte lämna till andra att kommentera detta med olika typer av kriser.

Jag ska säga något om din kommentar om att jag är ute och cyklar, Carl B. Om jag är ute och cyklar får du säga det; yttrandefriheten går ju över detta med instruktionsförbudet. Jag frågade någon gång någon vad en instruktion är, och då sa denne jurist – som jag tror var relativt påläst – att det var ett ihärdigt påpekande. Om du alltså säger väldigt många gånger att jag är ute och cyklar kan det måhända bli ett problem, Carl B Hamilton.

Skämt åsido tycker jag att du har en poäng i den meningen att vi ska ha en ordentlig diskussion om penningpolitiken, vilket vi har i dag, men också en bred diskussion om den ekonomiska politiken. Konsekvenserna av uppdelningen mellan finans- och penningpolitik, vilket också har berörts här, är oerhört centralt. Men hela grundbulten för vårt oberoende är att vi har ett tydligt mandat. Börjar vi få många olika mandat tror jag att detta med oberoendet med rätta borde ifrågasättas.

Sedan säger du lite slängigt att det tidigare var kanslihuset som styrde Riksbanken men att det nu är tvärtom, Carl B Hamilton, och det vill jag ändå vända mig emot. Jag delar inte den bedömningen.

Mer allmänt tycker jag att du indikerar att det är känsligt att föra en kritisk diskussion om penningpolitiken, men jag tycker att denna hearing är ett exempel på att det i princip inte är så. Jag skulle nog säga att jag tycker att vi definitivt, både som direktion och riksbank, tål en kritisk diskussion om vad vi håller på med – och att lagen faktiskt tillåter det. Sedan är detta alltid en balansgång som var och en får fundera kring, framför allt om man är riksdagsledamot eller statsråd och så vidare, men det är inte så att det råder något slags debattförbud gällande penningpolitiken. Det ska det inte göra, och det finns inget i lagstiftningen som säger det. Om det har kommit att uppfattas så är det i alla fall ingenting jag delar.

*Martin Flodén, Riksbanken:* Jag vill också kommentera detta med instruktionsförbud och oberoende som Carl B tog upp. Jag tycker att det är en viktig punkt, och jag tycker kanske att man tolkar detta lite för strikt ibland och att det är oriktigt.

Det finns olika tolkningar beroende på var man tittar, i EU-rätten och så vidare. Först och främst är det jättebra att vi har diskussioner som den vi har nu, och jag tycker precis som Erik att det är bra med en diskussion som är synpunktsrik. Det behöver inte vara så att ni anlitar externa experter, inhemska eller utländska, för att få deras åsikter om penningpolitiken; det är okej att även riksdagsledamöter eller ministrar har det – så länge det sker öppet. Däremot tycker jag att det blir väldigt problematiskt om politiker i slutna sammanhang börjar utöva påtryckningar på Riksbanken. Men så länge det sker i ett sådant här sammanhang tycker jag att det bara är bra att ha en diskussion där ni kan säga vad ni tycker.

Eftersom vi kom in på detta med externa utvärderingar och så vidare: Det förra finansutskottet lät anlita Honohan och Flug, två före detta centralbankschefer utomlands, som utvärderade Riksbanken i en rapport förra året. Det är lite intressant apropå den diskussion vi har om huruvida vi borde ha höjt räntan i februari förra året, lite för att vara på den säkra sidan – ”Vi kan väl ändå höja räntan när räntan är så låg” och så vidare. För att komma tillbaka även till den diskussionen fanns det förespråkare för en räntehöjning i februari förra året, men de som förespråkade det såg samtidigt ingen inflationsuppgång för sig. Några personer i debatten trodde till och med att inflationen skulle bli lägre än vad Riksbanken trodde, men de tyckte ändå att vi skulle höja räntan bara för att det är bra med lite högre ränta.

I den utvärdering av Riksbanken som gjordes och som jag tror att finansutskottet så sent som förra sommaren ställde sig bakom – särskilt på den här punkten – kritiserade man Riksbanken för att ha höjt styrräntan i två steg 2018 och 2019, från minus 0,5 procent till 0 procent. Man menade att det var onödigt därför att det inte fanns något tydligt inflationshot i det läget. Det är alltså något vi kan ha med oss, det vill säga hur snabbt synen kan ändras gällande vad som är bra försiktighetsåtgärder och inte.

Jag har också en liten kommentar till Janines fråga om det spelar någon roll om det är utländsk eller inhemsk inflation. Ja, det spelar ju roll om det är efterfråge- eller utbudssidan – absolut. Hade vi sett en inflation på runt 10 procent i Sverige som vi bedömde var driven av svensk efterfrågan, alltså uppgång i livsmedelspriser, varor och tjänster och så vidare som inte drevs från utbudssidan, hade vi höjt styrräntan mycket mer än vad vi har gjort. Det vi reagerar på är alltså den efterfrågedrivna prisbildningen – spridningseffekterna från utbudsschocker till andra priser som är mer nära kopplat till efterfrågan.

*Erik Thedéen, Riksbanken:* Nu har jag fått en instruktion från ordföranden om att inläggen från direktionen måste vara lite kortare. I och med att instruktionen inte rör penningpolitik accepterar jag den!

*Per Jansson, Riksbanken:* Okej, då ska jag försöka hålla mig till det.

Jag ska bara kort säga något om detta med prisstegring, konkurrens och så vidare. För att vi ska klara inflationsmålet behöver ju priserna inte falla, utan det räcker med att de slutar stiga eller stiger i en långsammare takt, så att säga. Det är alltså mycket möjligt. Vi tror dessutom att en hel del av priserna inte kommer att gå tillbaka till de nivåer de låg på en gång i tiden. Nu har vi den senaste tiden sett att till exempel livsmedelspriser har gått ned lite grann, och det är jättebra. Det vore ju toppen om företagen var lika pigga på att sänka priser när det utrymmet finns som de var på att höja priserna, tycker jag personligen, men för att klara inflationsmålet behövs inte det.

Därför tycker jag att det kan vara väl motiverat att andra ställer sig frågan om man är missnöjd med konkurrensen på olika marknader. Det är inte Riksbankens uppgift, men det kan man ju gott fundera på och kanske initiera studier om och så vidare. Produktivitetskommissionen kanske tittar på sådant – vad vet jag – men det är vettigt och bra att ställa sig sådana frågor. Konkurrensen är nämligen inte perfekt överallt.

När det gäller frågan om instruktionsförbud vill jag lite snabbt säga att jag har ungefär samma reflektion där. Det är väl bra om vi i debatten orkar ha ett helhetsperspektiv och förstår att olika delar i den ekonomiska politiken hänger ihop. Finanspolitik, lönebildning och penningpolitik hänger ihop, och det vore olyckligt om delarna gick kraftigt i olika riktning, så att säga. Om man hade en så dålig debatt att man inte kan se till att helheten drar något så när åt samma håll vore det väldigt olyckligt.

Jag skulle tycka att det var bra om till exempel utvärderingar mot den bakgrunden vore lite bredare, så att man inte tittar på det område för område och blir väldigt nervös så fort man kommer in på någonting relaterat. Det tycker jag vore lite synd. Kan vi åstadkomma detta ser jag inga som helst problem när det gäller instruktionsförbudet, utan det gör debatten mer intelligent. Det bör alla tjäna på.

*Anna Breman, Riksbanken:* Jag tänkte kort svara på frågan om vi konkret har förändrat exempelvis våra prognoser, vilket Zinaida frågade. Det finns en hel del arbete som pågår. Det står lite om det i redogörelsen för penningpolitiken, men jag vill lyfta fram en del arbete som pågår på vår forskningsavdelning, där man har mikrodata på företagen.

Just nu tittar man alltså på den fråga som verkade ha ändrat sig under pandemin, det vill säga hur producentpriser förs över till konsumentpriser. Där har man mikrodata och kan titta framför allt på varor och olika former av livsmedel. Vi i direktionen har fått se en hel del resultat från det som vi hoppas kunna aktivt jobba in i prognosmodellerna framöver. Det finns också andra

aspekter som de har tittat på – det handlar inte bara om huruvida en chock är stor, utan man kan också titta på hur ofta företagen ändrar sina priser. Om det är låg inflation tenderar de att inte ändra priserna särskilt ofta, men när inflationen börjar ta fart tenderar företagen att ändra priserna oftare. Sedan är det väldigt olika mellan olika typer av företag.

Vi gör alltså en hel del arbete kring detta. Det är tyvärr lite svårt när det gäller just att få data i realtid; det tenderar att vara ganska lång lagg mellan att vi får datan och sedan kan använda den i prognosarbetet, även om vi har mer finfördelad data. Men det är absolut ett stort arbete.

Den sista korta kommentaren rör Carl B Hamiltons fråga. Ett instruktionsförbud är inte ett åsiktsförbud. Det är jätte viktigt. Sedan tycker jag personligen – och jag tror att mina kollegor delar den uppfattningen – att konsensus kan bli farligt i en sådan här miljö. Det är jätte viktigt att vi har en diskussion, och det gäller även inne i direktionen. Tanken med direktionen är ju att vi ska vara flera personer som, även om vi har ett väldigt gott samarbete, ska kunna ha olika åsikter om just penningpolitiken.

*Ordföranden:* Jag lämnar då över ordet till rapportförfattarna.

*John Hassler, Stockholms universitet:* Jag har en kommentar till frågan från Janine Alm Ericson om det spelar någon roll vad det är som driver inflationsuppgången. Det gör det definitivt, vilket även har framkommit från andra här, och det är någonting som slår igenom väldigt mycket i vår rapport.

Vi betonar ju att en kraftig uppgång i energipriser och andra råvarupriser, vilket indikerar att det har blivit relativt sett mer ont om dessa saker, måste få slå igenom på konsumentpriserna. Man måste helt enkelt märka att dessa saker blir dyrare relativt annat. Om man då ska ställa kravet att också uppnå ett tvåprocentsmål för inflationen måste alla andra priser och löner tryckas ned kraftigt, och det vet vi med mycket stor säkerhet kräver en extremt stor åtstramning. Det kommer också att kräva en kraftig ökning av arbetslösheten och så vidare.

Att insistera på att man i en sådan situation ska ha 2 procents inflation är helt enkelt fel, och ett centralt budskap i utvärderingen av den penningpolitik som vi har gjort här är att inflationen även ex post den optimala politiken hade gått upp ordentligt – kanske inte riktigt lika mycket, men ordentligt. Det har alltså väldigt stor betydelse. Hade det i stället varit efterfrågedriven inflation som tillätits växa till de inflationsnivåer vi ser i dag hade vi varit betydligt mer kritiska. Då hade vi nog sagt att Riksbankens direktion behöver bytas ut.

*Per Krusell, Stockholms universitet:* Jag tar tag i Janines och Zinaidas frågor en gång till och går kanske ett steg längre.

Ska vi vara oroliga för konkurrensen mellan företag? För långsiktig inflation tror jag inte det. Jag tror inte att den kommer att påverkas nämnvärt,

för det finns tillräcklig konkurrens. Men det finns faktiskt andra tecken; vi har i västvärlden noterat att produktivitet utvecklingen har gått lite långsammare under ett par decennier, och en huvudsaklig faktor som har framhållits är en oro för just nedgång i konkurrensen och framför allt att ett fåtal stora företag har för mycket marknadsmakt. Det har liksom inget med penningpolitiken att göra, men det finns ändå en koppling till det.

Huruvida detta gäller för livsmedelsföretag i olika länder och så vidare tror jag är för tidigt att säga något särskilt specifikt om, men grundforskningen är extremt aktiv kring det just nu. Det är dock definitivt så att konkurrens är relevant, som även Per Jansson säger.

*Ordföranden:* Nu har vi ungefär 15 minuter kvar innan vice ordföranden ska göra sitt bästa för att summera detta och tacka panelen. Det är många som vill ställa frågor, men jag kommer tyvärr inte att kunna tillmötesgå alla. Tre partier kommer att få möjligheten, och då ber jag om korta frågor och korta svar. Vi går efter partiernas storleksordning.

*David Perez (SD):* Herr ordförande! Jag tackar så mycket för en intressant rapport och en intressant diskussion. Mina frågor riktar sig framför allt till Riksbanken.

Som vi har hört hör penningpolitik och finanspolitik ofta ihop. Så sent som för ett år sedan uttryckte den dåvarande riksbankschefen stark oro över den överskuldssättning vi har bland våra hushåll och att den har fördubblats sedan 90-talet. Det är naturligtvis en överskuldssättning kopplat till bostadslånen. Min fråga är om riksbanksdirektionen står fast vid att ränteavdraget bör trappas ned och i så fall när. Sedan har jag en kanske hypotetisk fråga, nämligen om ni hade sänkt räntan lite mindre än vad ni har gjort i dag om vi hade trappat ned ränteavdraget.

*Jan Ericson (M):* Jag vill också återkoppla lite till hur viktigt det är att finanspolitiken och penningpolitiken drar åt samma håll.

Just nu är kampen mot inflationen en central uppgift för varje regering, och det är viktigt att dagens regering också har som prioriterad fråga att hålla nere inflationen. Samtidigt är Sverige ett litet land med en liten valuta. Där kommer jag till min första fråga, som är: Hur självständig kan egentligen vår riksbank vara i praktiken? Omvärldsutvecklingen styr väldigt mycket vad som händer i Sverige. Vilken frihet anser framför allt utvärderarna att vår riksbank har att ta andra beslut än dem som tas i omvärlden, till exempel av ECB?

Den allmänna bilden har ju ganska länge varit den som John Hassler var inne på, det vill säga att vi helt enkelt har ett annat läge i världskonomin. Man har pratat ganska länge om att inflationen aldrig kommer att gå tillbaka till de nivåer vi hade tidigare i historien utan att vi är i ett helt nytt läge. Man har till



och med pratat om att produktivitet, digitalisering och allt sådant snarare leder till att vi får en permanent deflation framöver.

Min fråga är hur mycket detta övergripande filosofiska resonemang har påverkat Riksbanken när det gäller att vara försiktig med att tro att inflationen kommer att skena. Finns risken att vi lurar oss själva, alltså att historien faktiskt upprepar sig och vi inte är inne i det låginflationssamhälle som alla har pratat om i kanske tio år?

*Ali Esbati (V):* Det förs ju en diskussion om inflationsmålets nivå. Det berörs lite grann i rapporten att det blir ett problem när det är så kort ned till golvet – eller till noll, som ju inte är ett golv men ändå noll – både av det skälet men också om man nu tänker sig att man lever i en värld med en annan typ av inflationstryck, helt enkelt. Då är frågan hur ni ser på inflationsmålet.

Borde inte detta vara ett tillfälle, nu när man har en annan situation, att införa – eller propagera för och diskutera – ett mål som är högre än 2 procent? Det har ju varit svårare att göra det i ett läge där det har varit uppenbart svårt att ens nå tvåprocentmålet nedifrån, så att säga, men skulle det kunna finnas en poäng med att initiera en diskussion om huruvida det är rimligare att ha något högre inflationsmål framöver – även om det inte är 10 procent?

*Ordföranden:* Jag lämnar över ordet till Riksbankens direktion för att svara på de sista tre frågorna.

*Erik Thedéen, Riksbanken:* Ja, och då har jag fått instruktionen att ge övergripande svar och att direktionsledamöterna gör eventuella tillägg.

Jag vill vara noga med orden här. Jag tror inte att den tidigare riksbankschefen, och inte heller jag i ett tidigare liv, har varnat för överskuldssättning. Det är mer kopplat till konsumtionslån. Däremot har vi en hög skuldsättning, vilket som vi har varit inne på har betydelse för svensk ekonomi och skulle kunna riskera den makroekonomiska balansen i till exempel ett sådant läge som det vi nu befinner oss i när räntorna snabbt stiger.

Jag tycker fortfarande att detta är en utmaning för svensk ekonomi. Jag tycker att det är bra att vi har diskuterat det och att vi också har vidtagit vissa åtgärder för att dämpa det. Detta måste göras på ett klokt sätt. Nu finns det en utredning som ser över de här metoderna för att få till en sådan dämpning, eller välavvägd politik.

Ränteavdragen tycker jag framför allt ska vara symmetriska. Bedömningen är att de inte är symmetriska i dag, senast jag tittade på detta. Vi har 30 procent avdrag, och beskattningen på ränteinkomster är i och för sig också 30 procent, men beskattningen på andra typer av tillgångar är lägre. Jag tycker att man kanske skulle sträva mot en nivå på 20 procent. Det bör man dock inte göra nu. Vi hade ett unikt läge när räntorna var låga. Nu är räntorna höga, och vi är i en åtstramande fas där hushållen ändå är påverkade av vår

penningpolitik. Jag tycker helt enkelt att tajmningen vore fel nu, men det bör fortfarande finnas med på agendan.

Vad gäller självständig penningpolitik är det så att alla länder är beroende av alla just nu. Jag brukar ibland retoriskt säga att vi också är beroende av Nya Zeelands penningpolitik, för de bedriver i stort sett exakt samma penningpolitik som i Sverige. Visst är det så att vi är mer sammankopplade med utländska centralbankers penningpolitik; det tror jag är den uppenbara slutsatsen. Det har att göra med ökat beroende, världshandel, en arbetsmarknad som hänger mer ihop och säkert också den teknologiska utvecklingen. Men det finns ett visst utrymme kvar. Vi har inte exakt samma ränta i alla länder i världen. Om detta innebär att vi ska gå med i euron eller inte är mest ett politiskt beslut. Men vi har också en global utbudschock, och då är det naturligt att penningpolitiken blir mer koordinerad.

Vad gäller inflationsmålet är min syn att det visserligen kan finnas en del teoretiska argument för att det skulle vara högre, och dem har Ali Esbati redogjort för, men att Sverige skulle gå före och ha ett eget inflationsmål som skulle vara högre än alla andra i världen – för alla andra har i princip enats om 2 procent – tycker jag vore oförsiktigt.

*Per Jansson, Riksbanken:* Jag kan tillägga något om inflationsmålet, som jag tycker är en intressant fråga. Detta är ju en debatt internationellt, och den hade ganska stor kraft för några år sedan när inflationen var låg. Det fanns ett antal ekonomer även på den akademiska kanten som förordade en höjning av inflationsmålet, precis av det skäl som Ali Esbati nämner, för att man skulle få mindre fallhöjd. Då blir också den genomsnittliga nominella räntan högre, och då tar det längre tid innan man slår i den lägre gränsen om man får problem. Den diskussionen har alltså funnits.

Sedan kan man notera att det gjordes en del förändringar i det amerikanska ramverket av den karaktären. Det gjordes inte fullt ut på det sättet att målet höjdes, men det sades att man skulle titta lite mer genomsnittligt på inflationen. Man menade att om man har skjutit under målet under en period kan man tillåta sig att under en period ligga lite över, för att få ungefär samma effekt. Det kan man så här i efterhand säga kom lite olyckligt. Detta var precis innan inflationen sköt i höjden. Men som Jan Ericson antydde kan detta vara en diskussion som kommer tillbaka om vi går tillbaka till en låginflationsvärld. Det är svårt att veta. Just nu domineras såklart allt av den jättehöga inflationen, vilket inte är så konstigt, men jag tycker att det är bra att också vara lite framåtblickande.

Generellt sett tycker jag inte att det är en jättebra idé att höja inflationsmålet när man har problem med för hög inflation. Det kommer att ge intrycket av att vi passar på att höja så att vi fixar till målet lite konstgjort. Det kan resa trovärdighetsaspekter av det skälet, och människor kan tänka att Riksbanken kanske gör en höjning till för att den har svårt att få grepp om inflationen. Det är alltså kanske bättre att i så fall göra det i normala tider eller när man är

under. Vi har också det problem som Erik Thedéen nämner, nämligen att om det inte sker koordinerat med andra länder är det ett problem ändå. Vi får väl se vart detta tar vägen. Den här diskussionen kan mycket väl komma tillbaka med större kraft internationellt ifall vi får problem med för låg inflation någon gång i framtiden.

*John Hassler, Stockholms universitet:* När det gäller frågan från Jan Ericson om Riksbanken har någon frihet att bedriva penningpolitik är vår uppfattning att det finns en sådan frihet. I debatten finns ibland uppfattningen att om man inte skulle följa exakt vad de andra centralbankerna gör kommer växelkurserna att förändras så kraftigt att det blir ohållbart. Jag skulle säga att det finns väldigt lite stöd för detta. Det finns forskningsstöd som visar att räntan påverkar växelkursen, men för det första är det en ganska svag effekt, och för det andra är det liten förklaringsnivå i den faktorn. Det är helt enkelt så att om man har en egen valuta – och särskilt om man är ett litet öppet land som Sverige – får man räkna med att växelkursen rör sig mycket. Det är inte någonting som gör att det blir omöjligt att bedriva en självständig penningpolitik. Som ett exempel skulle jag tro att om vi inte hade haft euron i dag utan haft enskilda valutor skulle förstås mycket ha varit annorlunda, men vi skulle inte ha haft samma ränta i hela euroområdet.

Finns det en risk att vi hamnar i ett starkt inflationsscenario som på 1970-talet? Ja, absolut! Vi vet att man då gjorde policymisstag. Man trodde att man inte skulle komma att få en hög och långvarig inflation, men i stället blev det ett samhälle där alla vande sig vid att man höjde priserna ofta, och man fick inte något förtroende för den långsiktiga inflationen. Det vill vi inte tillbaka till. Detta har också spelat en viktig roll i vår utvärdering av penningpolitiken. Vi har varit tydliga med att det allra viktigaste målet för penningpolitiken är att slå vakt om det allmänna förtroendet för inflationsmålet, och det menar vi att Riksbanken har lyckats med.

Detta relaterar också till Ali Esbatis fråga. Jag skulle vilja säga att om man hade samma förtroende för ett inflationsmål på 4 procent som vi i dag har för inflationsmålet på 2 procent skulle det ha vissa fördelar. Men det är inte så enkelt att man bara kan etablera det förtroendet för ett nytt inflationsmål – särskilt inte just nu – genom att bestämma sig för att ha 4 procent i stället. Det finns tveklöst fördelar med det, men det skulle också vara en extremt riskabel strategi att försöka sig på det i dag. Att förtroendet för det långsiktiga inflationsmålet är etablerat i hela samhället är den allra mest centrala uppgiften för Riksbanken och andra centralbanker.

*Vice ordförande Mikael Damberg (S):* Då har vi kommit till avrundningen, och mitt uppdrag är att först tacka rapportförfattarna John Hassler, Per Krusell och Anna Seim för en väldigt intressant granskning och utvärdering av penningpolitiken 2022. Vi vill tacka för skriften, men vi tackar också för era svar och öppenhjärtiga diskussioner om penningpolitiken. Jag tycker att ni har

bidragit till att bredda diskussionen och att våga ifrågasätta och kritisera en del av de vägval som Riksbanken har gjort under 2022.

Vi tackar också Riksbankens direktion för att ni är här igen och svarar på frågor med öppenhet men också med en viss självkritik över de beslut som ni har fattat och de beslut som ni kanske borde ha fattat. Detta är en del i att vi från riksdagens sida ska kunna sköta vårt granskningsuppdrag på bästa möjliga sätt. Därför låter vi akademiker, inte minst den här gången Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet vid Stockholms universitet, hjälpa oss att få igång en diskussion om penningpolitiken i Sverige. Det arbetet kommer att fortsätta, för det är ett mandat som vi har.

Detta berör väldigt många människor. Det berör hushåll, som ser att deras finansiella situation påverkas när Riksbanken höjer styrräntan. Det påverkar också väldigt många företag i vårt land. Detta är alltså en viktig diskussion som vi kommer att fortsätta med.

Jag vill tacka alla er som har medverkat i dag och er som har ställt frågor för en väldigt bra utfrågning.

*Ordföranden:* Då går vi till punkt 2, för vi befinner oss fortfarande i finansutskottets sammanträde. Jag vill först säga att kansliet har meddelat att vi har ett extra sammanträde den 7 juli kl. 8.00. Glöm inte bort det! Det är skarp överläggning kring EU-politiken och därefter EU-nämndssammanträde. För er som sitter i EU-nämnden blir det bra att det är samma dag eftersom vi kallar in er under sommaren.

Jag påminner om tiden för nästa sammanträde som är kvart över tio, alltså klockan 10.15 nästa torsdag.

Därmed åtskiljs utskottet.