

Utvärdering av penningpolitiken 2022

John Hassler

Institutet för internationell ekonomi

Per Krusell

Institutet för internationell ekonomi

Anna Seim

Nationalekonomiska institutionen

Maj 2023

Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet
(CeMoF)

Stockholms universitet

ISSN 1653-0942
ISBN 978-91-7915-061-1
Riksdagstryckeriet, Stockholm 2023

Förord

Finansutskottet har gett Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet (CeMoF) vid Stockholms universitet i uppdrag att utvärdera penningpolitiken 2022. CeMoF har i sin tur utsett professor John Hassler, professor Per Krusell och docent Anna Seim att genomföra utvärderingen för finansutskottets räkning. Forskarnas rapport är den första i sitt slag och utgör ett underlag för finansutskottets kommande utvärdering av Riksbankens måluppfyllelse för penningpolitiken 2022.

Riksbanken har ett starkt grundlagsfäst oberoende som också har stärkts ytterligare med den nya riksbankslagstiftning som gäller sedan januari 2023. 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 i fråga om måluppfyllelse och effektivitet. Det gäller inte minst penningpolitiken, eftersom prisstabilitetsmålet är det överordnade målet för Riksbanken. Finansutskottets uppdrag till CeMoF att ta fram denna rapport om penningpolitiken är ett led i utskottets arbete med att utveckla uppföljningen och utvärderingen av Riksbankens verksamhet.

Sedan mitten av 00-talet har finansutskottet genomfört externa utvärderingar av penningpolitiken ungefär vart femte år. I dessa utvärderingar har finansutskottet anlitat internationella forskare och tidigare centralbankschefer som tittar på penningpolitiken i ett lite längre perspektiv. Hittills har fyra sådana externa utvärderingar av penningpolitiken genomförts.¹

Det är finansutskottets förhoppning att den nu aktuella rapporten med fokus på penningpolitiken förra året ytterligare ska stimulera den offentliga debatten om svensk penningpolitik. Författarna svarar själva för innehållet och slutsatserna i rapporten.

Stockholm i maj 2023

Edward Riedl (M)
ordförande i finansutskottet

Mikael Damberg (S)
vice ordförande i finansutskottet

Mikael Åsell
kanslichef

¹ 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 Karmit Flug (2021/22: RFR4, bet. 2021/22:FiU24).

Innehållsförteckning

Förord	3
Författarnas förord	5
1 Inledning	6
2 Bakgrund – mål, teori och empiri	9
2.1 Riksbankens mål och vår tolkning	9
2.2 Konventionell penningpolitik	10
2.3 Okonventionell penningpolitik	18
3 Bakgrund – den makroekonomiska utvecklingen	23
4 Penningpolitiken 2022	30
4.1 Riksbankens prognoser	30
4.2 Riksbankens beslut om åtgärder	34
4.3 Jämförelse med andra länder	41
4.4 Riksbankens kommunikation	43
5 Utvärdering	45
5.1 Måluppfyllelse	45
5.2 Har politiken varit väl avvägd?	46
5.3 Vanlig kritik mot Riksbanken	51
5.4 Slutkommentarer	52
Referenser	54
Appendix	56

Författarnas förord

Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet (CeMoF) vid Stockholms universitet fick under senhösten 2022 i uppdrag av riksdagens finansutskott att utvärdera penningpolitiken 2022.² CeMoF har därför utsett en grupp forskare som arbetat med denna utvärdering under våren.

Rapporten har skrivits av professor John Hassler, Institutet för internationell ekonomi (IIES), docent Anna Seim, Nationalekonomiska institutionen, och mig själv.

Vi vill rikta ett stort tack till de personer på Riksbanken som tillhandahållit data och annat material som använts i utvärderingen. Vi har också haft nytta av diskussioner med Kurt Mitman och doktorander på forskarutbildningen i nationalekonomi vid Stockholms universitet.

Vi ansvarar själva för innehållet i rapporten, och de slutsatser som dras representerar inte nödvändigtvis åsikterna hos andra forskare knutna till centrumet.

Stockholm i maj 2023

Per Krusell

professor, IIES, Stockholms universitet

föreståndare CeMoF

² För mer information om CeMoF, se <https://www.su.se/center-for-monetary-policy-and-financial-stability/>.

1 Inledning

Denna utvärdering av penningpolitiken utförs av Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet (CeMoF), på uppdrag av riksdagens finansutskott. Utvärderingen är den första i sitt slag. Övergripande är syftet att utvärdera ”Riksbankens penningpolitik 2022 och hur väl banken har uppfyllt prisstabilitetsmålet”. Vår genomgång baseras på Riksbankens redogörelser för den förda politiken i termer av penningpolitiska rapporter och protokoll från de penningpolitiska möten som hölls 2022 samt övrig information och data.

En utvärdering av penningpolitiken ett givet år försvåras av att det tar tid innan politiken får effekt på ekonomin. Den inflation och sysselsättning som vi observerar 2022 är i viss utsträckning resultatet av den penningpolitik som fördes åren före, och resultaten av de åtgärder som vidtogs under 2022 kan vi i någon mån ännu inte utvärdera. Vi väljer därför att sätta penningpolitiken i en bredare kontext och diskuterar politiken 2022 i ljuset av den makroekonomiska utvecklingen på senare år och den politik som förts under samma period.

Detta framstår som särskilt viktigt eftersom årets rapport är den första externa rapport som finansutskottet beställt som underlag för sin årliga utvärdering av penningpolitiken, men det är också naturligt mer generellt just eftersom penningpolitiken verkar med fördröjning och en analys av ett enskilt år riskerar att missa viktiga aspekter.

Våra huvudsakliga slutsatser är som följer. Det råder ingen tvekan om att den årliga inflationen enligt konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) på 7,7 procent överskred inflationsmålet på 2 procent 2022. Den höga inflationen berodde framför allt på ett antal oväntade störningar i ekonomin och en mycket stark återhämtning efter pandemin, men, som antytts ovan, i viss mån även på tidigare åtgärder (eller avsaknad därav). Vår bedömning är att även om Riksbanken hade fört en optimal politik under åren före och under 2022, så hade inflationen inte kunnat begränsas till 2 procent under året. 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. Vi noterar också att de långsiktiga inflationsförväntningarna, på 2 eller 5 års sikt, även under 2022 konvergerade mot 2 procent. Detta tyder på att Riksbanken lyckats etablera trovärdighet för inflationsmålet och att denna trovärdighet inte tycks ha rubbats av den höga prisökningstakten under året. Eftersom Riksbankens viktigaste uppgift är att förse ekonomin med ett nominellt ankare som hushåll, företag och arbetsmarknadens parter kan basera sina beslut på så menar vi att Riksbanken, den höga inflationen till trots, i stort uppfyllde prisstabilitetsmålet 2022.

När det gäller de specifika beslut som fattats, det underlag de byggt på och den kommunikation som förts utåt har vi dock ett antal invändningar. För det första har Riksbankens inflationsprognoser varit gravt missvisande. 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. I detta avseende är vår bedömning att 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.

Vi menar att Riksbanken borde ha höjt beredskapen när inflationen började stiga mycket snabbt i december 2020 i USA och när exempelvis *Bank of England* började höja sin styrränta i december 2021. Vår andra invändning gäller därför den valda räntebanan. Den högre räntebana som inleddes med en höjning med 25 punkter i april 2022 borde ha kommit tidigare, det vill säga redan vid februarimötet (alternativt vid ett extrainsatt möte i mars då inflationsstrycket hade blivit ännu tydligare). Detta hade kunnat stävja en del av inflationsuppgången, även om vi inte bedömer att skillnaden hade blivit så stor.

En tredje, och relaterad, invändning, gäller den externa kommunikation som förts. Det vore i allmänhet värdefullt om Riksbanken framgent mer tydligt betingade sina prognoser på den makroekonomiska utvecklingen, det vill säga identifierade specifika omständigheter som kan komma att få betydelse. Man skulle kunna presentera olika scenarier, och kommunicera under vilka makroekonomiska förutsättningar man avser att genomföra olika åtgärder. Speciellt anser vi att detta hade varit värdefullt vid februarimötet. Det hade då varit möjligt att, även om man 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 styrräntepolitiken därför skulle kunna behöva ändras radikalt. När detta ändå skedde kom det onödigt mycket som en överraskning.

Vår fjärde och sista huvudsakliga invändning gäller det faktum att Riksbanken fortsatte att köpa värdepapper under 2022, det vill säga drev igenom *kvantitativa lättnader (QE)*. Balansräkningsoperationer är, i princip, expansiva åtgärder som borde ha fasats ut snabbt när styrräntepolitiken blev åtstramande. Vår allmänna värdering av kvantitativa lättnader är dock att de inte är särskilt effektiva under normala tider, det vill säga i frånvaro av finansmarknadsoro. Av detta följer att det heller inte markant skulle ha hjälpt med försäljning av värdepapper under 2022, eftersom konjunkturläget hade varit, och fortfarande var, starkt. Framför allt kunde ju Riksbanken åter använda det mer effektiva styrränteinstrumentet, i motsats till under åren före, när räntan var nära den nedre ränterestriktionen. Riksbanken har gjort stora förluster orsakade av värdefall på de tillgångar som köptes inom ramen för QE. Detta medför en betydande statsfinansiell kostnad, men en snabbare avveckling av QE under 2022 hade inte minskat förlusterna nämnvärt, om alls. Vår sammanfattande bedömning är alltså att Riksbanken borde ha börjat reversera sina värdepappersköp tidigt under 2022 men att denna alternativa politik inte skulle ha lett till mer än ett marginellt bättre utfall ens i termer av Riksbankens resultat.

Rapporten disponeras som följer. I avsnitt 2 redogör vi för målen för penningpolitiken och sammanfattar vad forskningen säger om centrala samband i

makroekonomin samt om effekter av penningpolitiska åtgärder. I avsnitt 3 redogör vi för den makroekonomiska utvecklingen fram till 2022. Avsnitten 2 och 3 utgör viktig bakgrund, speciellt eftersom denna rapport är den första i sitt slag. I avsnitt 4 beskriver vi penningpolitiken 2022, med fokus på de delar som vi ser som centrala. Avsnitt 5 innehåller vår utvärdering av den förda politiken. Våra slutsatser sammanfattas i avsnitt 6.

2 Bakgrund – mål, teori och empiri

Avsnittet ger en bakgrund till analysen i rapporten. Vi tolkar Riksbankens uppdrag och mål och redogör kort för vad forskningen säger om centrala mekanismer som senare diskuteras i rapporten. Dessa delar ska inte ses som en uttömmande beskrivning av ämnet penningpolitik. De har valts ut för att de lägger grunden för vår analys. Vi har inte inkluderat mer än ett fåtal referenser till forskningslitteraturen, dels för att bibehålla fokus i presentationen men också för att signalera att vi gör bedömningar som måste baseras på vår tolkning av forskningsläget och därför kan vara svåra att härleda till specifika studier.

2.1 Riksbankens mål och vår tolkning

Enligt 1 kap. 2 § lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank, som tillämpades 2022, ska målet för Riksbankens verksamhet vara att ”upprätthålla ett fast penningvärde”. Vidare ska Riksbanken ”främja ett säkert och effektivt betalningsväsende”. Riksbanken strävar efter att upprätthålla ett fast penningvärde med hjälp av ett inflationsmål på 2 procent på årsbasis. Sedan 2017 har konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) varit Riksbankens formella målvariabel.

Riksbanken har ett flexibelt inflationsmål som innebär att även realekonomiska hänsyn ska tas i de penningpolitiska besluten. I den nya riksbankslagen, som trädde i kraft den 1 januari 2023, är detta ännu mer uttalat, men eftersom vårt uppdrag är att utvärdera penningpolitiken 2022 granskar vi penningpolitiken i ljuset av den lag som tillämpades då.³ Det är dock viktigt att påpeka att vi i vår bedömning i avsnitt 5 tolkar en signifikant temporär avvikelse från målet – och, mer konkret, en avvikelse mot hög inflation under 2022 – som i sig åtminstone är potentiellt förenlig med lagen. Inflationen kan påverkas starkt av externa prishocker på specifika varor, och i det läget måste inflationen tillåtas gå upp av dessa skäl. Alternativet till att tillåta dessa *relativprishocker* att slå igenom skulle vara att Riksbanken söker sänka andra priser och löner för att på så sätt hålla tillbaka den genomsnittliga prisnivån. Detta skulle ha kunnat leda in ekonomin i en betydande lågkonjunktur. Med andra ord tolkar vi, vilket framgår av avsnitt 5, inte inflationsmålet bokstavligt utan i stället i termer av en mer allmän prisuppgång. Vår tolkning lämnar förstås utrymme för bedömningen att inflationen ändå tillåtits öka för mycket (för att det också skett en för hög allmän prisökning).

³ I 2 kap. 1 § lagen (2022:1568) om Sveriges riksbank (den nya riksbankslagen) är lydelsen: ”Det överordnade målet för Riksbanken är att upprätthålla varaktigt låg och stabil inflation (prisstabilitetsmålet). Utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet ska Riksbanken dessutom bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning (realekonomiska hänsyn).”

2.2 Konventionell penningpolitik

Vi ger nu en komprimerad översikt av hur forskningen ser på prissättning och inflation, växelkursens bestämningsfaktorer och effekter på utfall som inflation, sysselsättning och växelkurs av styrränteförändringar. Vi beskriver de penningpolitiska transmissionsmekanismerna och kommenterar mycket kort relevanta empiriska studier.

Pris- och lönesättning – stelheter

Effekterna av penningpolitik bygger i mångt och mycket på att priser och löner uppvisar *stelhet*: De ändras inte kontinuerligt som en funktion av omvärldsförändringar. Många företag ändrar inte omedelbart priset på sina produkter om kostnaden för att producera produkterna stiger och, när de ändrar priset, inte heller nödvändigtvis för att exakt kompensera för kostnadsökningen. Likaledes höjer inte företag priserna omedelbart om efterfrågan plötsligt går upp. Löner justeras förhållandevis sällan. I historisk penningteori sågs penningmängden som ett centralt penningpolitiskt styrmedel. I frånvaro av stelheter skulle då en dubbling av penningmängden inte påverka dess reala värde (penningpolitisk *neutralitet*) utan bara innebära att samtliga nominella variabler såg sina värden dubbleras: Priser och löner skulle multipliceras med två, vilket också innebar opåverkade reallöner. Om däremot priser och löner är trögrörliga innebär en ökad nominell penningmängd hos hushållen också en real ökning i köpkraften som därmed kan påverkas av penningpolitiken. Moderna centralbanker kontrollerar främst styrräntan, men samma sorts distinktioner gäller ändå: De reala effekterna av styrränteförändringar beror på ett centralt sätt på existensen av pris- och lönestelheter. Stelheter i pris- och lönesättning, som kan sägas utgöra brister i marknadens funktionssätt, är alltså samtidigt en förutsättning för att penningpolitik ska kunna verka effektivt.

Graden av pris- och lönestelheter är förstås också central för att förstå hur priser och löner utvecklas, och dessa frågor har nyligen blivit högaktuella. När priserna på energi och vissa insatsvaror går upp kraftigt, och förhållandevis oväntat, blir en avgörande fråga hur pris- och lönesättare reagerar och kan förväntas reagera framöver. Dessa stelheter är därmed inte bara centrala för att förstå effekterna av penningpolitik utan även för inflationsprognoser (oavsett penningpolitik).

Systematiska och heltäckande empiriska genomgångar av frekvensen av prisförändringar hos företag presenterades först i början av 2000-talet för USA och något senare i Europa. Vi vet i dag att betydande prisstelhet förekommer. Sannolikheten att en typisk vara ändrar pris från en månad till en annan är 20 procent eller lägre, men det förekommer förstås stora skillnader i prisstelhet mellan olika varugrupper. Skälet till att denna forskning är förhållandevis ny är begränsad historisk mikrodatatillgänglighet. Men detta innebär också att vad vi vet om prisstelhet härrör från en period utan betydande inflation eftersom inflationen har varit historiskt låg åtminstone sedan 1990-talet. Hur företaget beter sig i dag, och kunnat förväntas reagera på de förhållandevis stora

och allmänt synliga kostnadsökningarna 2021 och 2022, är lite av en öppen fråga. Vår bild av forskningen är dock att i en bedömning av prissättningsbeteendet är följande aspekter särskilt viktiga. För det första är det mer sannolikt att företagen snabbt justerar sina priser uppåt vid stora kostnadsförändringar. För det andra är hushållen mer mottagliga för högre priser när kostnadsökningarna är synliga också för dem. Den första aspekten följer direkt av teorier som bygger på ett rimligt antagande om fasta kostnader vid ändring av priser, så kallade *menykostnader*. Den andra aspekten bygger på en observation från beteendekonomin.⁴ Det är därför rimligt att de kraftiga kostnadsökningar som startade inflationsuppgången i Sverige och i omvärlden fick ett snabbare och mer fullständigt genomslag på priserna än under mer normala förhållanden. Huruvida många företag dessutom tagit chansen att överdriva påståenden om kostnadshöjningar och därför höjt priserna och utökat sina vinstmarginaler utan att förlora kunder är för tidigt att säga. Men dylika prishöjningar är rimligen bara temporära och bör försvinna när konkurrens mellan företag på sikt tvingar ned prisnivåerna igen.

Prisnivån och bestämningsfaktorer för kronans värde

År 1963 fastslog Milton Friedman i sin *Presidential Address* för *American Economic Association* att ”inflation is always and everywhere a monetary phenomenon”. Hans uttalande baserades på antagandet om en stabil relation mellan penningmängden” och BNP. Pengar behövs som betalningsmedel, och hur mycket pengar som behövs är, som en approximativ naturlag, proportionellt mot de samlade inkomsterna, alltså BNP. Denna hypotes kallas ofta *kvantitetsteorin*. Transaktionsmönstren ansågs inte påverka real BNP, som var bestämd av helt andra faktorer, åtminstone på sikt, och därför innebar en dubbling av prisnivån att det krävdes dubbelt så mycket pengar, eftersom en dubbelt så hög prisnivå leder till dubbelt så höga nominella inkomster. Denna relation måste alltid vara uppfylld och därmed gäller sambandet också omvänt. Inflation kan, enligt Friedman, bara uppstå på grund av förändringar i penningmängden och är därför ett *monetärt fenomen*.

Friedmans syn är fortfarande en del av vår förståelse av pengars värde. Dock kan det konstateras att mängden pengar i förhållande till BNP varierar mycket över tid och visar upp trendmässiga förändringar. Graden av användning av pengar (och vilken definition av pengar som är relevant) i transaktioner har varierat över tid. Pengars värde är också relaterat till deras roll som värdebevarare, något vi blir speciellt påmind om i kristider, när sparande i likvida medel går upp. Under perioden med låga räntor före och under pandemin växte också olika slags kryptovalutor fram som alternativa värdebevarare och även som betalningsmedel. Med andra ord är kvoten mellan penningmängden och BNP långt ifrån en så fundamental faktor som Friedman ville göra gällande.

⁴ Prisökningar motiverade av synliga ökningarna i efterfrågan kan däremot reta upp kunderna. Ett klassiskt exempel är markanta höjningar av priset på paraplyer de dagar det regnar.

Ekonomisk teori har också hjälpt oss att förstå att Friedman, i någon mån, kan sägas ha haft helt fel: Eftersom sedlar och mynt inte är konvertibla (mot guld eller andra varor), utan bara har ett värde på grund av att mottagaren av en betalning i kronor förväntar sig att andra i sin tur växlar varor eller tjänster mot kronor, så är pengars värde i stället en form av bubbla. Pengar har värde för oss bara för att vi har en stark tro på att andra tycker likadant. En hyperinflation är faktiskt teoretiskt möjlig om alla plötsligt skulle tappa förtroendet för pengars värde. En sådan situation känns osannolik, men det står klart att den utsträckning i vilken pengar används som värdebevarare och som betalningsmedel definitivt påverkar deras värde. Förändringar av det slaget sker löpande men är också svåra att förutse, varför pengars beständiga värde är svårförutsägbart på sikt.

Resonemanget ovan kan te sig mycket teoretiskt, men låt oss nu betrakta det relativa värdet av olika valutor, exempelvis växelkursen mellan dollar och kronor. Vi börjar med att definiera begreppet *köpkraftsparitet*, som innebär att en viss vara som kan inhandlas i två länder borde kosta ungefär detsamma uttryckt i samma valuta. Det är rimligt att köpkraftsparitet, eftersom handel är möjlig, ungefärligen håller. Om en Big Mac, som ofta tas upp som en illustration av denna princip, är billig i Sverige i dollar uttryckt, så brukar det hävdas att den svenska kronan är undervärderad. För alla varor som handlas över gränserna finns det rimligen relativpris som skapar jämvikt mellan utbud och efterfrågan.

Generellt innebär resonemanget att det finns ett relativpris mellan olika länders varor som uppstår åtminstone på lite sikt. Detta relativpris kallas den *reala växelkursen*.⁵ Om denna avviker från vad vi tror är dess jämviktsvärde bör den förväntas återgå till sitt jämviktsvärde på sikt. Nu hävdas till exempel att det allmänt sett är billigare i Sverige än i Danmark än vad vi tror är rimligt på lite längre sikt. Med ekonomiska termer säger vi att den svenska reala växelkursen i förhållande till Danmark då är undervärderad och det är rimligt att anta att den stärks på sikt. Här är det viktigt att notera att en sådan real förstärkning kan ske på två sätt, antingen genom att den svenska nominella växelkursen stärks eller genom att den svenska prisnivån stiger i förhållande till den i Danmark. Det senare innebär att inflationen är högre i Sverige än den i Danmark. Att den reala växelkursen är undervärderad leder därför inte automatiskt till slutsatsen att värdet på den svenska kronan bör stiga. För att kunna säga något om detta behöver vi göra en bedömning av vad som kommer att hända med inflationen i de två länderna.

Ett sätt att bestämma den relativa prisnivån mellan två länder är att använda Friedmans teorier. Om kvoten mellan penningmängd och nominell BNP är konstant bestäms skillnaderna i inflation av skillnader i penningmängdens

⁵ Om vi uttrycker den nominella växelkursen, E , i antal enheter inhemsk valuta per enhet utländsk valuta, så definieras den reala växelkursen som $Q=EP^*/P$, där P är den inhemska prisnivån och P^* den utländska prisnivån. En ökning i den reala växelkursen innebär med denna definition en real depreciering. I rapporten uttrycker vi genomgående den nominella växelkursen som antal enheter inhemsk valuta per enhet utländsk valuta, se exempelvis figur 3.7 i avsnitt 3.

tillväxttakt korrigerad för eventuella skillnader i tillväxttakten i real BNP. Då skulle en åtstramande penningpolitik, alltså en svagare tillväxt i penningmängden, leda till att prisnivån ökar långsammare, vilket betyder att växelkursen i stället apprecierar. Som vi tidigare nämnt är dock kvoten mellan penningmängd och BNP knappast konstant. Penningpolitiken bedrivs heller inte längre genom att centralbanken bestämmer penningmängden utan genom att den sätter en styrränta. Det finns empiriskt stöd för att en åtstramande penningpolitik, alltså en räntehöjning, leder till en nominell växelkursförstärkning (en *appreciering*). En rimlig tolkning är att en sådan politik leder till en lägre framtida prisnivå. Givet den framtida reala växelkursen stärks då den framtida nominella växelkursen, vilket slår igenom direkt på dagens nominella växelkurs.

En appreciering av den svenska nominella växelkursen skulle kunna vara fördelaktig i dagsläget eftersom importvaror då skulle bli billigare i svenska kronor. Enligt teori och empiri skulle en räntehöjning kunna bidra till detta. Problemet är att räntehöjningar är relativt svaga och trubbiga verktyg för att påverka växelkursen. Bacchetta och Chikhani (2021) fokuserar på den svenska kronans utveckling och finner att relationen är ungefär ett till ett. En räntehöjning på 1 procentenhet leder till en appreciering av den svenska kronan med bara en eller ett par procent.

Penningpolitiken är också trubbig i den meningen att många andra faktorer påverkar värdet på olika valutor. När det gäller huruvida internationella investerare väljer dollar eller kronor i sina portföljer beror det på hur valutorna bedöms som värdebevarare. Schweizerfrancan anses allmänt som en stark värdebevarare, speciellt i internationella kristider, och den har nu apprecierat under en längre tid. Vad som gör att två länder som Sverige och Schweiz, som liknar varandra i många avseenden, har valutor med så olika utveckling, utöver att bara hänvisa till marknadsdeltagarnas preferenser, är emellertid inte uppenbart. I alla fall beror skillnader i valutornas utveckling inte på skillnader i styrräntor. Vi återkommer till växelkursens utveckling i avsnitt 3.

Slutsatsen blir att växelkurser är svårförståeliga, både på kort och på lång sikt. De fluktuerar också markant över tid, till synes oförklarligt, likt en *random walk* där förändringarna över tid är slumpmässiga.⁶ Det enda sättet att säkert få kontroll över växelkursen är att införa euron som valuta eller möjligen att göra som Danmark och införa en fast växelkurs. En analys av denna fråga ligger utanför vårt uppdrag och är inte något vi diskuterar vidare.

Penningpolitiska transmissionsmekanismer

När pris- och lönestelheter föreligger kan centralbanker genom att påverka nominalräntan också påverka *realräntan*, det vill säga den nominella räntan minus förväntad inflation, och därmed ekonomisk aktivitet. Under rörlig växelkurs är centralbankens viktigaste instrument normalt den så kallade

⁶ Se även figur 3.7 i avsnitt 3.

styrrentan.⁷ Styrrentan bestämmer räntorna på lån mellan centralbanken och affärsbankerna samt dagslåneräntan, alltså den ränta som bankerna betalar för kortsiktiga lån av varandra. Eftersom styrrentan påverkar bankernas kostnader påverkar de också de räntor som hushåll och företag möter. Förändringar i styrrentan påverkar aggregerad efterfrågan genom *penningpolitiska transmissionsmekanismer*. Dessa kan klassificeras på olika sätt, men det är vanligt att skilja mellan en *räntekanal*, en *kassaflödeskanal*, en *nuvärdeskanal* och en *växelkurskanal*. Gemensamt för alla dessa kanaler är att en höjning av styrrentan minskar den aggregerade efterfrågan, medan en sänkning av styrrentan ökar den.

Enligt den så kallade *räntekanal* leder ändringar i de räntor som hushåll och företag möter till att deras avvägning mellan att konsumera eller investera nu eller i framtiden påverkas. En räntehöjning leder till att hushållen har starkare incitament att spara och därför konsumerar mindre.⁸ Vidare gör en räntehöjning att investeringsefterfrågan minskar, vilket också leder till lägre efterfrågan i ekonomin. Det är *realräntan* som har betydelse för räntekanalerna, men som vi konstaterade ovan gör trögrörliga priser att förändringar i den nominella styrrentan får effekt via denna kanal.

Enligt *kassaflödeskanalen* innebär en räntehöjning att hushållens kostnader för framför allt bolån ökar. Om hushållen är likviditetsbegränsade eller har små marginaler, kan en räntehöjning därmed leda till att de tvingas dra ned på övrig konsumtion. Det är nominalräntan som har betydelse för kassaflödeskanalen och det är troligt att den är särskilt viktig i en räntekänslig ekonomi som den svenska, där en relativt stor andel av hushållen har rörlig ränta på bolånen. Kassaflödeskanalen påverkar även hushåll som har en ackumulerad förmögenhet men som är likviditetsbegränsade eftersom denna förmögenhet är uppbunden i exempelvis bostäder. Empiriska studier tyder på att kassaflödeskanalen är viktig.⁹

Ränteförändringar kan också påverka privat konsumtion genom att påverka priserna på tillgångar, som aktier och bostäder, via vad som kan kallas *nuvärdeskanalen*. En högre ränta minskar värdet av tillgångar som aktier och bostäder, vilket gör att hushållens förmögenheter minskar. Detta har en direkt effekt på hushållens samlade konsumtion men gör också att värdet på de säkerheter som hushållen använder för lån minskar. Detta gör det svårare att låna och fler hushåll blir likviditetsbegränsade, vilket dämpar konsumtionen. Denna mekanism verkar också i motsatt riktning: Låga räntor som driver upp bostadspriser leder till ökad konsumtion och högre efterfrågan. Nuvärdeskanalen är en del av normala konjunkturrörelser men kan bidra till att

⁷ Riksbankens styrrenta gick under benämningen reporänta fram till juni 2022. I rapporten använder vi genomgående begreppet styrrenta om inte annat anges.

⁸ Enligt den så kallade *Eulerekvationen* för konsumtion gör en räntehöjning att hushållen omfördelar sin konsumtion över tid, så kallad *intertemporal substitution*. Studier tyder dock på att intertemporal substitution är av begränsad betydelse empiriskt (Boivin m.fl. 2011; Kaplan m.fl. 2018). Kassaflödeskanalen är förmodligen starkare.

⁹ Almgren m.fl. (2021) visar exempelvis att Europeiska centralbankens (ECB) ränteförändringar haft starkare effekter på BNP i euroländer med en högre andel likviditetsbegränsade hushåll.

konsumtionen svänger på ett önskat sätt. Snabbt ökande priser kan leda till att hushållens konsumtion markant överstiger deras disponibla inkomst, medan fallande priser kan leda till ras i konsumtionen. Det finns studier som tyder på att dessa mekanismer var viktiga före och under den globala finanskrisen 2007–2008, och att detta var en bidragande orsak till att lågkonjunkturen då blev så djup.¹⁰

Som vi nämnde i avsnittet ovan påverkar ränteförändringar i en liten öppen ekonomi med fri kapitalrörlighet även aggregerad efterfrågan via det som brukar kallas *växelkurskanalen*. Om Riksbanken höjer räntan tenderar kronans värde att stärkas. Givet det faktum att priser ändras långsamt gör detta vår export dyrare och import billigare, vilket leder till en minskning i aggregerad efterfrågan och lägre inflation via lägre importpriser. Som vi konstaterade i förra avsnittet krävs dock mycket kraftiga ränteförändringar för att kronan ska appreciera i någon större utsträckning. Vi återkommer till växelkursen i avsnitt 3.

Fördelningseffekter av penningpolitik

Riksbankens uppgift är inte att påverka fördelningen av samhällets resurser, men det finns ändå skäl för en centralbank att förstå och beakta utvecklingen av ojämlikhet i inkomst och förmögenhet. På senare år har fördelningseffekter av penningpolitik fått ökad uppmärksamhet inte bara i debatten utan även i forskningen. Ett skäl till detta antyds i föregående stycke: Penningpolitikens effekter måste analyseras utifrån att olika hushåll och företag har olika förutsättningar och befinner sig i olika ekonomiska situationer. I hushållens fall är det centralt att förstå hur ett givet hushålls inkomster, utgifter och förmögenhet direkt påverkas av penningpolitiken samt hur dess konsumtion sedan påverkas (dess *marginella konsumtionsbenägenhet*). En viktig insikt här är att den marginella konsumtionsbenägenheten kan vara hög också för rika hushåll, eftersom deras förmögenhet till stor del är bunden i deras bostäder. Modern forskning utifrån mikrodata tyder också på att denna heterogenitet är markant och att den påverkar penningpolitikens förmåga att styra efterfrågan.¹¹

Den empiriska litteraturen kring fördelningseffekterna av penningpolitik är begränsad men har vuxit i takt med att mikrodata blivit tillgängliga i allt fler länder. I en studie på svenska data finner Amberg med flera (2021) att en oförutsedd sänkning av styrräntan med 25 punkter ökar inkomsterna över hela fördelningen men att ökningen är fyra till fem gånger större i svansarna av fördelningen än i mitten. För låginkomsttagare ökar arbetsinkomsten, sannolikt för att den expansiva politiken håller uppe sysselsättningen, och i andra änden av fördelningen drivs effekten av högre kapitalinkomster.

¹⁰ Se exempelvis Mian m.fl. (2017), Mian och Sufi (2018) och Guren m.fl. (2019).

¹¹ Finanspolitik bör också analyseras i ljuset av den här typen av heterogenitet och kan generellt utformas på ett mer träffsäkert sätt via riktade styrmedel.

För att penningpolitiken ska få beständiga effekter på inkomst- och förmögensfördelning krävs att den är asymmetrisk, så att en viss grupp tenderar att gynnas mer än andra. Men här konstaterar vi att penningpolitiken med nödvändighet ibland är åtstramande medan den ibland kan vara stimulerande. Baserat på det rådande forskningsläget är det för tidigt att dra slutsatser om huruvida penningpolitiken har betydande asymmetriska fördelningspolitiska effekter över en längre tidsperiod som innefattar både stimulanser och åtstramningar.

I avsnitt 3 diskuterar vi den globala trend med fallande räntor som observerats under de senaste decennierna. Här nöjer vi oss med att konstatera att det låga ränteläget lett till kraftigt stigande priser på reala tillgångar som aktier och bostäder. Detta har skapat en förmögensuppbyggnad av historiska proportioner. Även om breda grupper i samhället tagit del av denna är den tveklöst ojämnt fördelad. Att räntorna fallit trendmässigt under en längre tid är något som i huvudsak ligger utanför Riksbankens och andra centralbankers kontroll, men enskilda episoder, exempelvis husprisuppgången under pandemin, kan delvis ha berott på den förda penningpolitiken så att den fick fördelningspolitiska konsekvenser. Det nu pågående fallet i huspriserna reverserar delvis, men inte helt, den omfördelning som skedde när räntorna var låga och huspriserna steg.

Empiriska studier av penningpolitikens effekter

När effekten av penningpolitiska förändringar ska skattas är ett problem att en styrränteförändring påverkar utfall som BNP och inflation, samtidigt som förändringar i ekonomin påverkar vilken styrränta som sätts. Man behöver separera dessa motriktade orsakssamband för att statistiskt kunna skatta penningpolitikens effekter. Detta kan inte göras helt vattentätt och olika studier ger därför olika resultat. Ett sätt att identifiera effekter av styrränteförändringar är att anta att de påverkar inflation och sysselsättning med en fördröjning. Denna metod, som föreslogs av Christopher Sims 1980, leder i sin ursprungliga form i praktiken ofta till resultatet att penningpolitiken har förhållandevis små effekter.

En annan empirisk strategi, som lanserades av Christina och David Romer på 1990-talet, är att använda centralbankens kommunikation för att skapa mått på penningpolitiska överraskningar. Genom att studera protokoll och kommunikation kan man mer informellt identifiera ränteförändringar som inte verkar ha orsakats av någon störning i ekonomin. De penningpolitiska effekter som skattas med denna ansats är ofta betydligt större.¹² Det går dock inte att utsluta att effekterna av penningpolitiken beror på om en styrränteförändring reagerar på en störning i ekonomin eller inte.

De senaste åren har det blivit allt vanligare att identifiera penningpolitiska överraskningar med högfrekvensdata inom någon timme från det att central-

¹² Se Coibion (2012) för en översikt.

banken presenterar ett beslut om styrräntan. Det går nämligen att jämföra prisrörelserna på räntebärande obligationer strax före och strax efter räntebesluten och därigenom utläsa graden av överraskning i centralbankens politik. Dessa överraskningar tolkas då som ”rena penningpolitiska överraskningar”. När metoden tillämpas finner man kvalitativa resultat i linje med dem som baseras på de ovannämnda metoderna men med varierande styrka beroende på tidsperiod och land.

Ytterligare en möjlighet för att skatta penningpolitikens effekter är att bygga matematiska modeller av ekonomin och välja modellens parametrar så att den lyckas beskriva relevanta data och empiriska resultat, såsom de som diskuterats ovan. Sådana modeller byggs och används av Riksbanken, och även exempelvis av Konjunkturinstitutet. I Riksbankens *modell för allmän jämviktsanalys* (MAJA) leder en höjning av styrräntan med en procentenhet till ett fall i BNP på omkring 0,7 procent efter ett och ett halvt år.¹³ Inflationen faller relativt lite, som mest med 0,2 procentenheter i årstakt efter ett år.

Dessa modeller ger betydelsefull input till beslutsfattande och till diskussionen om penningpolitikens möjligheter. De kan användas som en sorts laboratorium för att analysera konsekvenserna av politikförändringar och ekonomiska störningar, också sådana som inte observerats historiskt och därför inte kan analyseras på något annat sätt. Men vi vill betona att modellernas kvantitativa prediktioner måste användas på rätt sätt. Det är särskilt viktigt att vara medveten om modellens begränsningar. MAJA är en rik och komplex modell men byggs förstås på specifika antaganden som trots allt måste ses som en ganska grov förenkling av verkligheten.

I de flesta modeller av den typ som beskrivits ovan beror effekterna av penningpolitiken för det första på hur lång tid exempelvis en höjning av styrräntan väntas vara i kraft. Ju längre räntan förväntas vara hög, desto större blir effekterna. Normalt studeras en ränteförändring som successivt går tillbaka med en halveringstakt runt ett år. Men alla räntehöjningar följer inte detta mönster. Mer allmänt spelar förstås också förväntningarna på, och osäkerhet om, styrräntans bana en viktig roll. För det andra är effekterna av penningpolitiken skattade under antagandet att inget annat händer som påverkar hur ekonomin fungerar. Effekterna av en expansiv penningpolitik är exempelvis sannolikt mycket kraftigare när ekonomin går in i en finanskris. Modellerna antar också att inflationsförväntningarna är långsiktigt förankrade. Om det finns risker för att denna förankring eroderar kan dynamiken bli helt annorlunda. Vi saknar ännu modeller som trovärdigt och kvantitativt modellerar sådan dynamik.

Den viktigaste uppgiften för penningpolitiken, särskilt i dagens läge, är att undvika att inflationen biter sig fast i ekonomin. I en sådan utveckling stiger de långsiktiga inflationsförväntningarna och dessa blir en självpuppyllande profetia. Vi saknar modeller som kvantitativt kan beskriva hur hög inflationen behöver bli och hur länge den behöver vara hög för att detta ska ske. Detsamma

¹³ Corbo och Strid (2020).

gäller dynamiska förlopp som kan ge upphov till finanskriser. Det står i alla fall klart att modeller där inflationsförväntningarna alltid är förankrade och där inga finanskriser någonsin uppstår ger en bristfällig vägledning i dagens situation. Vi vill därför varna för att övertolka påståenden som antyder att ett visst resultat har påvisats i någon kvantitativ modell. Sådana prediktioner kan vara de bästa som kan göras i normala tider men måste tolkas med betydande försiktighet i situationer som präglas av betydande osäkerhet. Under en period med snabbt ökande inflation är vår bedömning att styrränteökningar kan vara speciellt viktiga just för att de är ett uttryck för att Riksbanken prioriterar att hålla inflationsförväntningarna förankrade. Då kan de också direkt leda till en dämpning i pris- och löneökningarna, just på grund av att de påverkar förväntningsbildningen i ekonomin.

2.3 Okonventionell penningpolitik

Den neutrala realräntan är den ränta som inte är vare sig stimulerande eller åtstramande. I avsnitt 3 konstaterar vi att den trendmässigt har fallit över de senaste tre decennierna. En ränta som i dag är åtstramande skulle därmed vara kraftigt stimulerande för 20 eller 30 år sedan. Det nya normala är alltså låga räntor. I denna lågräntemiljö har centralbanker i många länder, däribland Riksbanken, haft svårt att nå upp till sina inflationsmål, särskilt efter den stora finanskrisen 2007–2008. Att sänka räntorna till noll har helt enkelt inte räckt för att stimulera ekonomin tillräckligt. Många centralbanker har därför bedrivit det som kallas *okonventionell penningpolitik*: Man har satt negativa styrräntor (*negative interest rate policy*, NIRP), använt framåtblickande vägledning (*forward guidance*, FG) och genomfört kvantitativa lättnader (*quantitative easing*, QE).

Negativa styrräntor

Negativa styrräntor har införts i många länder och vi har omvärderat begrepp som *nollränterestriktionen* (*zero lower bound*). Styrräntor kan uppenbarligen vara negativa och nu talar vi i stället om en *effektiv nedre ränterestriktion* (*effective lower bound*) som anger vid vilken (negativ) räntenivå det inte längre anses meningsfullt att sänka styrräntan mer. Den nominella räntan på kontanter är noll. I princip skulle kontanter därför kunna ta över rollen som bankernas likviditetsreserv om negativa räntor skulle göra det alltför kostsamt att ha tillgångar hos Riksbanken. Kontanthering är dock också kostsam och det behövs sannolikt ordentligt negativa räntor under en längre tid för en sådan utveckling.

De negativa styrräntorna har haft normalt genomslag på räntor på interbankmarknaden och på bankernas inlåningsräntor ned till noll. Däremot har inlåningsräntorna typiskt sett inte blivit negativa, åtminstone inte för hushåll. Detta har i vissa länder lett till lönsamhetsproblem för bankerna. Låg intjänsförmåga hos bankerna är dock inte ett problem i Sverige.

Vår bedömning är att penningpolitikens effekter inte genomgår en abrupt kvalitativ eller kvantitativ förändring när styrräntan passerar noll. En svagt negativ styrränta, till exempel $-0,25$ procent är något mer stimulerande än en svagt positiv, men är i övrigt inte väsensskild från positiva räntor. Den stora uppmärksamhet i den allmänna diskussionen som de negativa räntorna fått är förmodligen till betydande del orsakad av att vi inte upplevt detta fenomen historiskt. Eftersom vårt uppdrag är att utvärdera penningpolitiken 2022, när styrräntan var icke-negativ, fördjupar vi oss dock inte vidare i dessa frågor här.

Framåtblickande vägledning

Penningpolitik verkar delvis via finansiella marknader och flera av de penningpolitiska transmissionsmekanismer som vi diskuterar i avsnitt 2.2 drivs av förväntningar. Detta gör att kommunikation om den framtida styrräntan eller framtida tillgångsköp, så kallad *framåtblickande vägledning*, har blivit ett viktigt verktyg för centralbanker. Genom att publicera prognoser och genom signalering i publikationer och tal kan centralbanken påverka förväntningarna i ekonomin. Man skiljer mellan mindre bindande *delfisk* vägledning och mer bindande, *odyssevisk* vägledning, där centralbanken i det senare fallet utlovar att den ska genomföra en given åtgärd. Odyssevisk vägledning kan utformas så att den är tidsberoende (*time contingent*) eller tillståndsberoende (*state contingent*). Framåtblickande vägledning fungerar bara om den politik som signaleras är trovärdig. I den bästa av världar ska centralbanken genomföra det den sagt att den ska göra för att marknaden upprepade gånger ska ta signaler på allvar. Men om tillståndet i ekonomin ändras kan centralbanken tvingas välja mellan att svika marknadens förväntningar eller genomföra en olämplig åtgärd.¹⁴ Det finns därför tydliga fördelar med att utforma och presentera scenarier som beror på den framtida utvecklingen så att centralbanken kan bibehålla viss flexibilitet. Vi menar att Riksbanken kan kommunicera sin politik bättre genom tillståndsberoende vägledning. Vi återkommer till detta nedan.

Kvantitativa lättnader

Den mest omfattande okonventionella penningpolitiska åtgärd som centralbanker har vidtagit det senaste decenniet är kvantitativa lättnader (QE). Kvantitativa lättnader är ett samlingsnamn för balansräkningsoperationer men har framför allt inneburit att centralbanker köpt statsobligationer med långa löptider på andrahandsmarknaden.¹⁵

¹⁴ Flug och Honohan (2022) menar att Riksbanken tycks ha känt sig tvingad att genomföra vissa åtgärder som annonserats (men inte utlovats) trots att det var tveksamt om de vid genomförandetidpunkten verkligen var motiverade. Två exempel som de identifierar är höjningen av den negativa styrräntan till noll 2019 trots att det då inte var klart om inflationen varaktigt nått över målet på 2 procent samt köpen av företagsobligationer under pandemin 2020. Dessa köp annonserades under våren 2020 men genomfördes inte förrän i september då Flug och Honohan menar att de inte längre behövdes. Även Walentin (2022) menar att Riksbanken drivit igenom utlovade tillgångsköp längre än vad som varit befogat.

¹⁵ Se Bank of England (2023) för en genomgång av effekterna av kvantitativa lättnader.

Diskussionen om QE är och har varit omfattande och enligt vår bedömning cirkulerar ett flertal uppenbara missuppfattningar. QE har ofta framställts som att centralbankerna satt igång sedelpressarna och, med metoder som liknar Milton Friedmans klassiska *helicopter drops*, spridit dessa nytryckta pengar till banker och hushåll. Givet denna beskrivning är det lätt att dra slutsatsen att QE före och under pandemin är en viktig orsak till de inflationsproblemen vi nu ser. Detta är enligt vår uppfattning en helt felaktig analys.

QE är i grunden en omfördelning av finansiella tillgångar. När det gäller köp av statsobligationer, som uteslutande var vad Riksbanken genomförde fram till pandemin, innebär QE att Riksbanken köper en del av den utestående statsskulden från den privata sektorn. Som betalning får den senare tillgångar i form av tillgodohavanden på konton i Riksbanken. Räntan på dessa tillgångar är direkt kopplad till styrräntan. QE leder till en expansion av Riksbankens balansräkning, men både skulder och tillgångar ökar lika mycket. Någon skillnad i förmögenhetsställningen mellan stat och privat sektor uppstår inte.

QE innebär däremot en minskning av den genomsnittliga löptiden på statsskulden.¹⁶

Ju längre löptid en obligation har desto känsligare är dess värde för ränteförändringar. Den som äger en obligation med lång löptid tar därför en större ränterisk. Om räntan stiger faller värdet. Fallet är större ju längre löptiden är och ju längre räntan förväntas vara hög. Mekanismen är densamma som för bostadslån. Ett hushåll är mindre känsligt för ränteförändringar ju längre räntan är bunden. Mest känslig är hushållet när räntan är rörlig och därmed kan ändras löpande. Med en bunden ränta är det i stället den som äger skulden, det vill säga banken eller den som banken sålt skulden vidare till, som bär denna risk. Den som tar denna risk kräver normalt kompensation för detta. Därmed är räntan i genomsnitt högre ju längre tid den är bunden; *löptidspremiem* är positiv.

Om staten via Riksbanken sänker den genomsnittliga löptiden på statsskulden tar staten en större del av ränterisken. Detta kan minska löptidspremiem så att de långa räntorna faller, vilket stimulerar ekonomin. Under normala tider, när den privata sektorn har vilja och förmåga att bära ränterisk, är dock dessa effekter sannolikt små. Empiriska studier visar att QE har en viss effekt på räntorna i ekonomin. Studierna fokuserar dock på de kortsiktiga effekterna eftersom de långsiktiga är mer svåråtgångade.¹⁷ Även om QE kraftigt ökar omslutningen på centralbankens balansräkning, något som kritiker ofta tar fasta på, är vår bedömning att effekten på ekonomin är förhållandevis begränsad så länge räntorna inte påverkas mycket. Det finns också god anledning att tro att

¹⁶ I slutet av 2022 var Riksbankens innehav av statsobligationer 338 miljarder kronor. Det var 41 procent av den utestående volymen statsobligationer. Den återstående löptiden på Riksbankens innehav varierar mellan några månader och upp till 23 år. Det värdevägda genomsnittet för återstående löptid var 5,8 år (egna kalkyler baserade på Riksbankens innehavsstatistik).

¹⁷ Litteraturen som försöker skatta effekter av QE växer snabbt. För en studie på svenska data, se Di Casola och Stockhammar (2021) som visar att Riksbankens QE stimulerade ekonomin genom att leda till en ökning i BNP och en minskning i arbetslösheten, men de finner också att effekterna på inflationen är osäkra.

effekterna är symmetriska, det vill säga att i ett läge när den privata sektorn har normal kapacitet att bära risk är inte effekterna av att minska centralbankens innehav av obligationer särskilt stora. Det ska dock påpekas att kvantitativa åtstramningar (det vill säga motsatsen till lättnader) inte har studerats empiriskt i princip alls eftersom vi inte observerat dem historiskt.

Eftersom QE kan ha icke avsedda effekter finns ändå ett värde i att minska Riksbankens innehav av värdepapper. Blix Grimaldi med flera (2021) argumenterar exempelvis för att Riksbankens värdepappersköp har försämrat likviditeten på den svenska obligationsmarknaden när bankens innehav som andel av den totala volymen utestående obligationer blivit tillräckligt stort. Riksgälden (2018) konstaterar att Riksbankens obligationsköp även före pandemin bidrog till en lägre omsättning på obligationsmarknaden.

I normala tider är vår bedömning alltså att effekterna av QE är begränsade. I samband med stora makroekonomiska kriser kan dock den privata sektorns vilja att bära risk minska. Samtidigt kan den upplevda (och faktiska) risken i olika finansiella tillgångar kraftigt öka. Riskpremierna på sådana tillgångar kan då stiga snabbt och okontrollerat så att deras värde kollapsar. Särskilt gäller detta andra finansiella tillgångar än obligationer utgivna av stater med god kreditvärdighet. För dessa tillgångar består risken inte främst i ränterisk utan i misstanke om bristande betalningsförmåga hos den som gett ut dem.

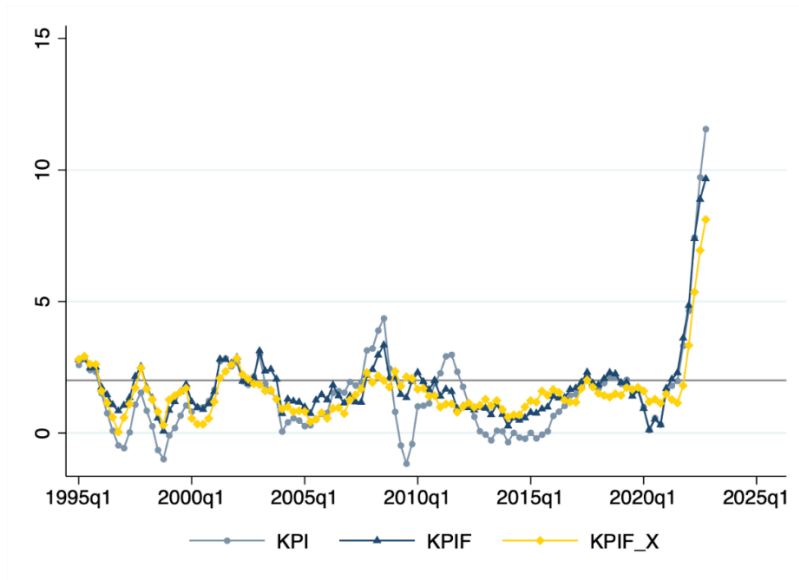
Under inledningen av pandemin steg riskpremierna snabbt på bostadsobligationer (säkerställda obligationer). Dessa ges ut av bankerna för att finansiera bostadslån. När Riksbanken annonserade att man ämnade ta på sig stor del av risken i dessa genom att köpa stora mängder bostadsobligationer föll riskpremierna tillbaka.¹⁸ Även om det är svårt eller omöjligt att leda i bevis att köp av finansiella tillgångar i sådana situationer är kritiska för att undvika finanskriser talar mycket för att så är fallet. Vår bedömning är därför att det är av stor vikt att Riksbanken och andra centralbanker har verktyg och mandat som medger att man kan agera på detta sätt i akuta krissituationer. Notera dock att kvantitativa lättnader, när de har tydlig effekt på ekonomin, verkar genom effekten på räntor. Det är alltså inte kvantiteten värdepapper i sig som är viktig utan räntestyrningen som åstadkoms. QE liknar på så sätt traditionell styrräntepolitik, speciellt i situationer då styrräntan begränsas av den nedre ränterestriktionen.

Slutligen noterar vi att Riksbankens värdepappersinnehav, på samma sätt som andra aktörers portföljer, kan leda till vinster och förluster. Vinster leder till att Riksbankens egna kapital ökar; förluster leder till att det minskar. Den nya riksbankslagen sätter både övre och undre gränser för det egna kapitalet i förhållande till andra poster på Riksbankens balansräkning. Riksbankens balansräkningsoperationer och de räntehöjningar som inleddes 2022 har lett till att Riksbanken gjort betydande förluster som förbrukat det egna kapitalet.

¹⁸ Innehavet av bostadsobligationer var 368 miljarder kronor i slutet av 2022, ungefär lika stort som innehavet av statsobligationer, men en avsevärt mindre andel av den utestående stocken. Den genomsnittliga återstående löptiden var också betydligt mindre, bara två år.

Genom den nya riksbankslagen har det införts en skyldighet för Riksbanken att begära att riksdagen återställer bankens eget kapital när det redovisade kapitalet understiger en viss nivå. En möjlig tolkning är att detta beroende av medel från statskassan innebär en försvagning av Riksbankens oberoende, men vi är osäkra på om detta är ett problem. Om man gör bedömningen att det är ett problem är QE i allmänhet en typ av penningpolitik som medför kostnader.

Figur 3.1 Inflation enligt olika mått 1995–2022



Anm.: Årlig inflation enligt konsumentprisindex (KPI), konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) och konsumentprisindex med fast ränta exklusive energipriser (KPIF_X). Procent. Kvartalsdata. Den vertikala linjen illustrerar inflationsmålet. Källa: Riksbanken.

3 Bakgrund – den makroekonomiska utvecklingen

För att utvärdera 2022 års penningpolitik är det relevant att sätta in de huvudsakliga makroekonomiska variablerna i ett lite längre tidsperspektiv. Vi gör därför några observationer om hur inflation, räntor och realekonomiska variabler utvecklats nedan. Analysen bygger på data vi erhållit från Riksbanken och avspeglar betydelsefulla trender. Vi kommenterar också kort möjliga orsakerna till trenderna. De bedömningar vi gör i denna diskussion kan ses som vår informella tolkning av forskningsläget.

Sedan inflationsmålet infördes 1995 har inflationen legat både över och under målet, men det är ändå slående hur den i genomsnitt underskridit målet fram till 2022. Figur 3.1 visar årlig inflation i termer av konsumentprisindex (KPI), KPI med fast ränta (KPIF) och KPIF utan energipriser (KPIF_X). Den horisontella linjen illustrerar inflationsmålet på 2 procent. Figuren visar bland annat att energipriser kan ge upphov till stora svängningar i inflationen. Om vi fokuserar på utvecklingen av KPIF så visar figuren att inflationen i strikt mening legat under målet sedan andra kvartalet 2010 med undantag för tredje kvartalet 2017 och andra till fjärde kvartalet 2018. Inflationen sjönk ytterligare under pandemin och var som lägst 0,1 procent andra kvartalet 2020. Det är välkänt att Riksbanken, liksom andra centralbanker, sett det som en viktig och svår utmaning att nå upp till inflationsmålet. Låg inflation avspeglar förstås en svag efterfrågan, men normalt är denna mekanism ganska kortvarig. För att förstå långsiktigt låg inflation krävs, åtminstone delvis, ytterligare argument. Under den relevanta perioden här kan, ovanligt nog, en låg efterfrågan under en längre period ses som en viktig anledning till den svaga prisutvecklingen.¹⁹ BNP-gapet vi beskriver nedan (se figur 3.4) är också negativt under en förhållandevis lång period. Globaliseringen har också inneburit en allt hårdare konkurrens, framför allt på varumarknaderna, och en fortsatt stark teknologikutveckling för varaktiga konsumtions- och investeringsvaror. Båda dessa faktorer har också hållit tillbaka åtminstone en mängd relativpriser. Inflationen inklusive energipriser börjar slutligen stiga markant första kvartalet 2021, något vi återkommer till i avsnitt 4.

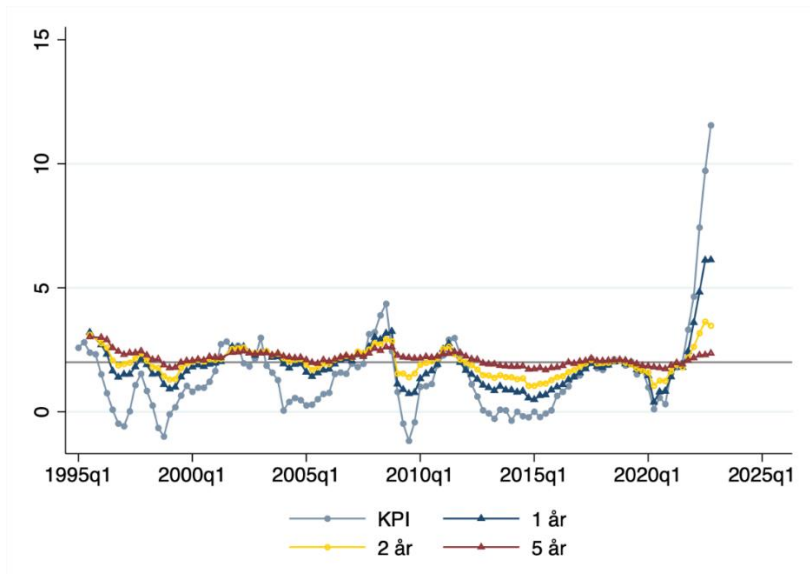
Inflationsförväntningarna är centrala för ekonomins funktionssätt. De ligger bland annat till grund för investerings- och sparandebeslut liksom för avtalsrörelsen, men de kan också användas för att få en fingervisning om huruvida marknadens aktörer ser Riksbankens inflationsmål som trovärdigt. Figur 3.2 visar den faktiska inflationen i termer av KPI och inflationsförväntningar på 1, 2 och 5 års sikt enligt Prospera.²⁰ Figuren visar att de långsiktiga inflationsförväntningarna (5 år) tenderar att ligga runt 2 procent, vilket antyder

¹⁹ Denna slutsats dras också av Riksbanken, se exempelvis Andersson, Corbo och Löv (2015).

²⁰ Vi fokuserar här på KPI eftersom data på förväntningar för KPIF inte finns förrän 2017.

att Riksbanken lyckats etablera trovärdighet för målet, trots att inflationen varit markant under målet i genomsnitt. På kort sikt kan inflationsförväntningarna avvika mer från målet, och figuren visar att inflationsförväntningarna på ett års sikt skiljer sig mer från målet än de på två års sikt.

Figur 3.2 Inflation enligt konsumentprisindex och inflationsförväntningar 1, 2 och 5 år framåt 1995–2022



Anm.: Årlig inflation enligt konsumentprisindex (KPI). Inflationsförväntningarna enligt Prospera avser alla aktörer. Procent. Kvartalsdata. Den vertikala linjen illustrerar inflationsmålet. Källa: Riksbanken.

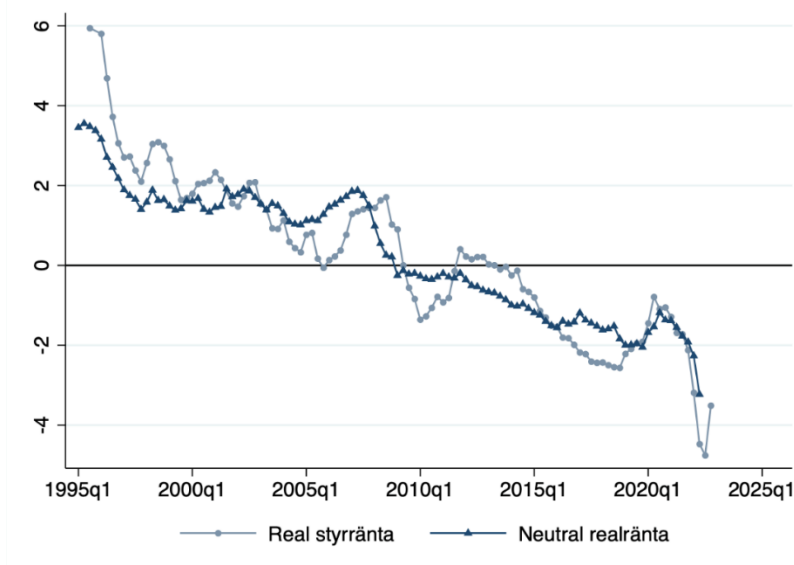
För att kunna säga något om penningpolitiken i relation till den makroekonomiska utvecklingen måste vi införa några begrepp. Vi börjar med att definiera potentiell BNP som produktionen vid ”normalt” kapacitetsutnyttjande. Potentiell BNP måste skattas och involverar bedömningar, eftersom kapacitetsutnyttjandet kan avspegla långsiktiga trender som är oberoende av konjunkturen. För att mäta konjunkturläget definierar vi BNP-gapet som skillnaden mellan faktisk och potentiell BNP, som andel av potentiell BNP så att gapet mäts i procent. BNP-gapet är vårt vanligaste mått på resursutnyttjande och kan variera på grund av att faktisk BNP förändras eller för att potentiell BNP gör det.

För att studera om den förda penningpolitiken varit åtstramande eller stimulerande definierar vi den neutrala realräntan som den realränta som är varken eller (se även avsnitt 2). En styrränta över den neutrala räntan verkar då åtstramande medan en under den är stimulerande. Nivån på den neutrala realräntan styrs av strukturella faktorer i ekonomin som påverkar utbudet av sparande och efterfrågan på investeringar. Dessa faktorer förändras över tiden men ligger utanför Riksbankens kontroll. Därmed förändras också den neutrala realräntan över tiden. Sådana förändringar måste beaktas för att en

korrekt bedömning ska kunna göras av huruvida en viss styrränta faktiskt varit åtstramande eller stimulerande.

Figur 3.3 visar utvecklingen av den reala styrräntan, beräknad som nominell styrränta minus inflationsförväntningar ett år framåt, tillsammans med en skattning av den neutrala realräntan från Armelius med flera (2023). Grafen visar en tydlig negativ trend i den neutrala realräntan, vilket betyder att det krävs en allt lägre realränta för att kunna sluta BNP-gapet och därmed en ännu lägre ränta för att kunna stimulera ekonomin och driva upp inflationen.²¹

Figur 3.3 Real styrränta och neutral realränta 1995–2022



Anm.: Real styrränta beräknad som nominell styrränta minus förväntad inflation enligt KPI ett år framåt. Inflationsförväntningar från Prospera, avser penningmarknadsaktörer. Procent. Kvartalsdata. Källa: Riksbanken. Skattning av den neutrala realräntan från Armelius m.fl. (2023).

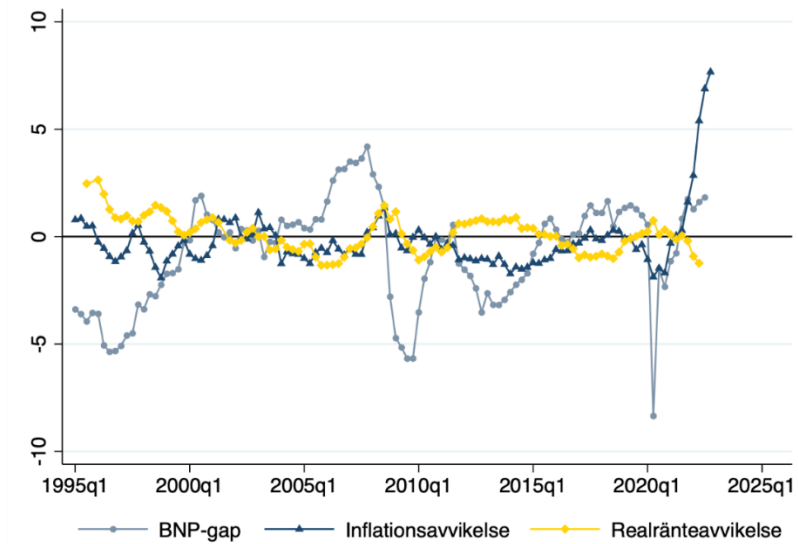
Om den reala styrräntan, det vill säga Riksbankens nominella styrränta minus förväntad inflation, är lägre än den neutrala realräntan så antyder detta att penningpolitiken är expansiv medan motsatsen indikerar en kontraktiv penningpolitik. Även dessa definitioner och mått involverar informell bedömning och bör därför tas med en nypa salt; framför allt kan gapen i efterhand komma att revideras.

Riksbanken satte den nominella styrräntan till noll i oktober 2014 och sänkte den sedan till $-0,10$ i februari 2015. Figur 3.3 visar att den reala styrräntan låg under den skattade neutrala realräntan från andra kvartalet 2016 till andra kvartalet 2019, vilket enligt detta mått indikerar en expansiv penningpolitik. Efter en mer neutral politik under ett och halvt års tid blir penningpolitiken sedan expansiv igen andra kvartalet 2021. Skattningar av den neutrala

²¹ Faktorer som forskningen identifierat som viktiga för det trendmässiga fallet i den neutrala realräntan inkluderar demografi, teknologi, finansmarknadernas struktur och globalisering, se exempelvis Rachel och Summers (2019) och Auclert m.fl. (2021).

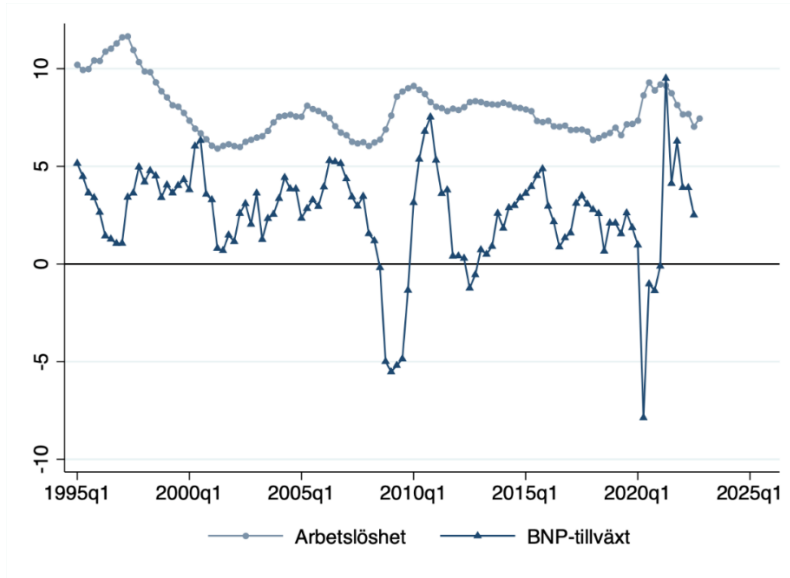
realräntan saknas efter andra kvartalet 2022, men vi noterar att penningpolitiken, med undantag för tredje kvartalet 2021 (då realräntan var marginellt högre än den skattade neutrala räntan), var expansiv under 2021 och under första halvan av 2022 trots att inflationen börjat stiga under våren 2021 (se figur 3.1). Inflationen enligt KPIF och exklusive energipriser var fortfarande strax under målet på 1,8 procent, men inflationen mätt med KPI låg över 2 procent fjärde kvartalet 2021. Figur 3.2 visar dessutom att inflationsförväntningarna på 1, 2 och 5 års sikt överskred inflationsmålet fjärde kvartalet 2021 och framåt.

Figur 3.4 BNP-gap, inflationsavvikelse och realränteavvikelse 1995–2022



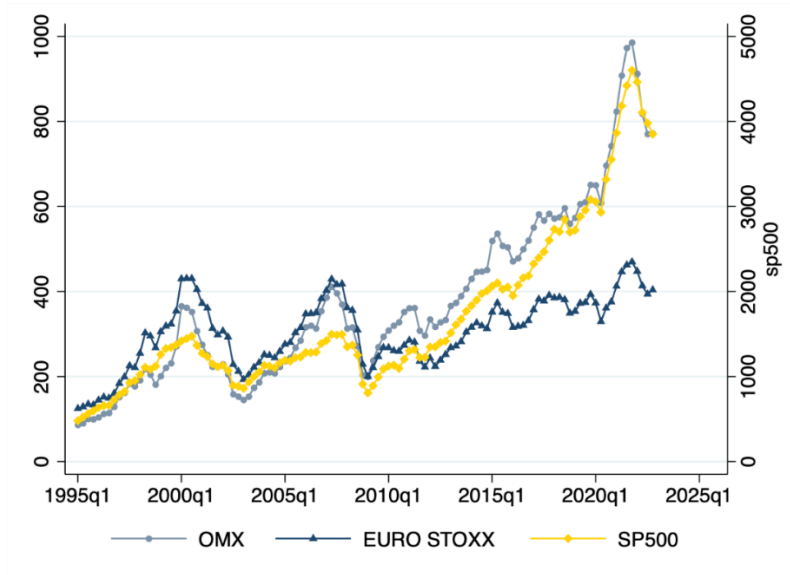
Anm.: Inflationssavvikelse mäter inflation enligt KPIF minus inflationsmålet. Realränteavvikelse definierad som real styrränta baserad på inflationsförväntningar ett år framåt minus skattad neutral realränta. Inflationsförväntningar från Prospera, avser penningmarknadsaktörer. Procent. Kvartalsdata. Källa: Riksbanken. Skattning av den neutrala realräntan från Armelius m.fl. (2023).

Figur 3.4 visar den makroekonomiska utvecklingen baserat på skattade BNP-gap, inflationens avvikelse från målet och den reala styrräntans avvikelse från den skattade neutrala realräntan i Armelius med flera (2023). Om vi fokuserar på utvecklingen de senaste åren ser vi att BNP-gapen under den expansiva perioden 2016 och framåt var genomgående positiva fram till pandemin. Efter pandemins mest intensiva fas blir BNP-gapen återigen positiva från och med tredje kvartalet 2021. De positiva BNP-gapen beror delvis på en stark återhämtning i efterfrågan efter pandemin men också på att potentiell BNP var lägre än normalt efter pandemin, på grund av fortsatta problem med insatsvaror och leveranser på utbudssidan.

Figur 3.5 Arbetslöshet och BNP-tillväxt 1995–2022

Anm.: Procent. Kvartalsdata. Källa: Riksbanken.

Bilden av en ekonomi som återhämtade sig starkt efter pandemin styrks av figur 3.5 som visar utvecklingen av arbetslösheten och BNP-tillväxten. Efter en svag ekonomisk utveckling under pandemin ser vi tecken på en stark tillväxt och en arbetsmarknad som präglas av fallande arbetslöshet.

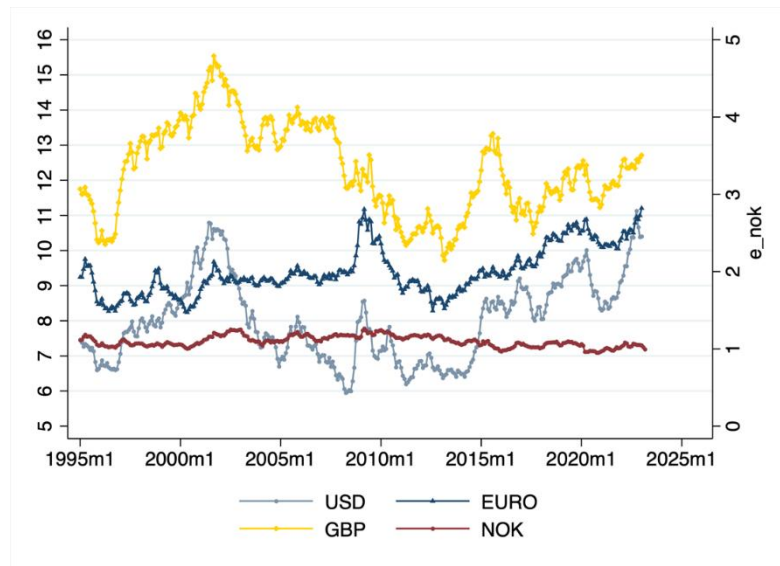
Figur 3.6 Börsutveckling i Sverige, euroområdet och USA 1995–2022

Anm.: Skalan för börsutveckling i Sverige (OMX) och euroområdet (EURO STOXX) anges på den vänstra axeln och skalan för USA (SP500) på den högra. Index. Kvartalsdata. Källa: Riksbanken.

Figur 3.6 visar börsutvecklingen i Sverige (OMX), euroområdet (STOXX EU) och USA (SP500). Vi noterar att det är olika skalor på axlarna men att utvecklingen på börserna tenderar att följas åt och att stora förmögenhetsvärden byggts upp i synnerhet i Sverige och USA sedan finanskrisen 2007–2008. I euroområdet har den genomsnittliga utvecklingen varit mer modest bland annat på grund av faktorer relaterade till eurokrisen. Vi noterar att samtliga index når sina toppar fjärde kvartalet 2021 och faller därefter.

Sammantaget var den realekonomiska utvecklingen för Sverige positiv under 2022, vilket direktionen också tog fasta på enligt mötesprotokollen. Det ska tilläggas att direktionen också uttryckte potentiell oro över skuldsättningen; vi inkluderar dock inga data eller figurer över denna, eftersom vi ser dylika mått som mer svårtolkade. Det finns en påtaglig oro för finanskriser bland forskare på området, men vår förståelse för vad som utlöser dem är fortfarande mycket begränsad.²²

Figur 3.7 Den svenska kronan gentemot den amerikanska dollarn, euron, det brittiska pundet och den norska kronan 1995–2022



Anm.: Skalan för växelkursen gentemot den amerikanska dollarn (USD), euron (EURO) och det brittiska pundet (GBP) anges på den vänstra axeln och skalan för den norska kronan (NOK) på den högra. Svenska kronor per enhet utländsk valuta. Månadsdata. Källa: Riksbanken.

Figur 3.7 visar den svenska kronans utveckling gentemot den amerikanska dollarn (USD), euron (euro), det brittiska pundet (GBP) och den norska kronan (NOK) 1995–2022. Växelkursen mäts här i svenska kronor per enhet utländsk valuta så att en ökning innebär en försvagning (depreciering) av kronan och en minskning innebär en förstärkning (appreciering) av kronan. Som vi disku-

²² Vid CeMoF:s första internationella virtuella seminarium om finansiell stabilitet hösten 2022 gav Hélène Rey en mycket intressant presentation på detta tema. Hon presenterade vissa nya rön baserade på icke-strukturell analys av stora datamängder, och konstaterade att skuldsättning är en viktig variabel. Men hon pekade framför allt på hur lite vi ännu vet.

terar i avsnitt 2 är den nominella växelkursen en finansiell variabel som kan fluktuera kraftigt över tid. På riktigt lång sikt (som i figuren här, som sträcker sig över mer än 25 år) är det inte uppenbart att det finns någon trend i kronans utveckling. Men om vi fokuserar på växelkursen under de senaste åren – låt oss börja strax efter brexitomröstningen, vilken ledde till en kraftig försvagning av pundet – så visar figuren att den svenska kronan deprecierat markant gentemot dollarn, pundet och euron. Varför detta skett är enligt vår uppfattning långt mindre uppenbart än vad som ofta hävdas i debatten. Det argumenteras ofta för att växelkursen försvagats av Riksbankens räntepolitik, av utsikterna för svensk ekonomi i termer av exempelvis utvecklingen på bostadsmarknaden eller att kronan av olika skäl blivit en ”skvalpvaluta” som undviks i internationella transaktioner. Enligt vår bedömning finns åtminstone inget systematiskt empiriskt stöd för att dessa faktorer varit viktiga för kronans utveckling eller hade kunnat påverkas med en annan politik.

Ytterligare en faktor som påstås kunna ha påverkat växelkursens utveckling de senaste åren är Riksbankens övergång till en egenfinansierad valutareserv. Tidigare har Riksbanken upprätthållit en valutareserv delvis genom att låta Riksgäldskontoret ta upp lån i utländsk valuta för Riksbankens räkning, men Riksbanken har nu gått över till en helt egenfinansierad valutareserv (Riksbanken 2021). Detta har inneburit att Riksbanken under perioden den 1 januari 2021–31 december 2022 växlade till sig 14,5 miljarder USD och 5,5 miljarder euro.²³ Sådana köp av andra valutor innebär att Riksbanken säljer kronor. Det är inte teoretiskt omöjligt att detta försvagar den svenska kronan, men det är svårt att sätta trovärdiga siffror på storleken på en sådan försvagning.

Som vi diskuterar i avsnitt 2.2 är växelkursens utveckling genuint svårt att förstå. Eftersom vi saknar övertygande forskning som visar på stabila samband konstaterar vi att ytterligare forskning krävs för att kunna säga vad som orsakat kronans försvagning. Vi avslutar i stället med att konstatera att figur 3.7 visar att växelkursen gentemot den norska kronan varit oerhört stabil över tid, vilket är tankeväckande med tanke på att Norge som oljeproducerande land i många år rankats som ett av världens allra rikaste länder. Vi diskuterar den penningpolitik som förts i andra länder i avsnitt 4.4.

²³ <https://www.riksbank.se/sv/statistik/riksbankens-balansrakning/valutavaxlingar-for-egenfinansierad-valutareserv/>.

4 Penningpolitiken 2022

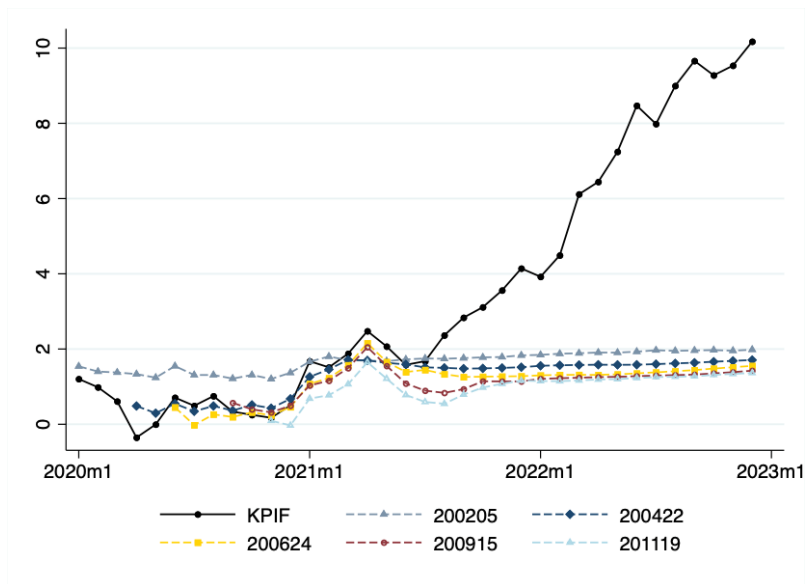
Avsnittet innehåller en beskrivning av penningpolitiken 2022. Vi redogör för Riksbankens prognoser, penningpolitiska åtgärder och kommunikation och sätter den förda penningpolitiken i en internationell kontext. Beskrivningen är kortfattad och vi trycker speciellt på de aspekter av besluten som vi senare gör bedömningar av.

4.1 Riksbankens prognoser

Figur 4.1 och 4.2 visar Riksbankens prognoser för inflationen enligt KPIF tre år framåt, vid olika tidpunkter under 2020 och 2021. Även om vårt fokus i detta avsnitt är penningpolitiken 2022 är det värdefullt att bilda sig en uppfattning om hur Riksbanken sett på riskerna för både en lägre och en högre inflation.

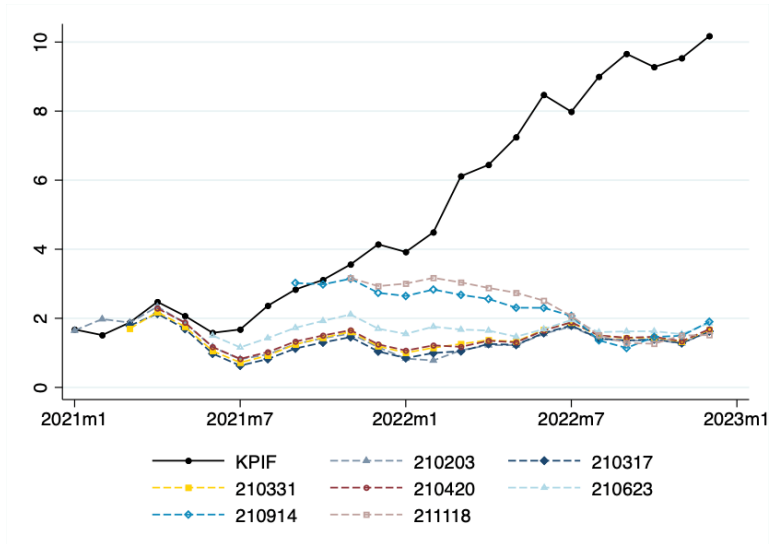
Figur 4.1 visar att det under covidkrisen 2020 inte fanns några misstankar om att inflationen skulle stiga på sikt. Enligt den prognos som gjordes i februari, innan pandemin bröt ut, förväntades inflationen på sikt stiga mot 2 procent, men prognosen reviderades sedan ned under året.

Figur 4.1 Inflation enligt konsumentprisindex med fast ränta och Riksbankens inflationsprognoser tre år framåt vid olika datum 2020



Anm.: Helt dragen linje visar årlig inflation enligt KPIF och streckade linjer prognoser vid olika datum. Procent. Månadsdata. Källa: Riksbanken.

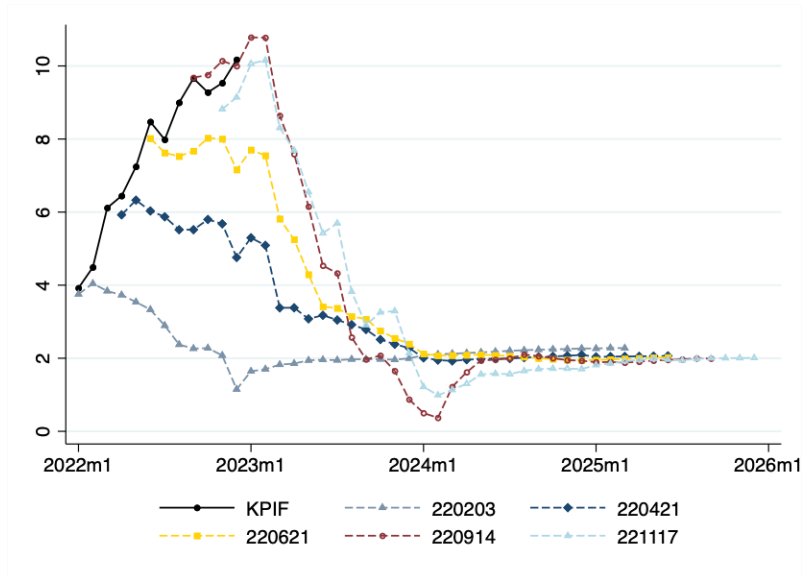
Figur 4.2 Inflation enligt konsumentprisindex med fast ränta och Riksbankens inflationsprognoser tre år framåt vid olika datum 2021



Anm.: Heldragen linje visar årlig inflation enligt KPIF och streckade linjer prognoser vid olika datum. Procent. Månadsdata. Källa: Riksbanken.

Figur 4.2 visar att under första halvan av 2021 förväntades också inflationen vara låg de kommande tre åren och på sikt stiga mot 2 procent. Den heldragna linjen i figuren visar den faktiska inflationen enligt KPIF och det är inte förrän den är knappt 3 procent i september 2021 som prognoserna revideras upp. Men även då förutspås inflationen falla tillbaka ganska snabbt för att på sikt bli 2 procent.

Figur 4.3 Inflation enligt konsumentprisindex med fast ränta och Riksbankens inflationsprognoser tre år framåt vid olika datum 2022

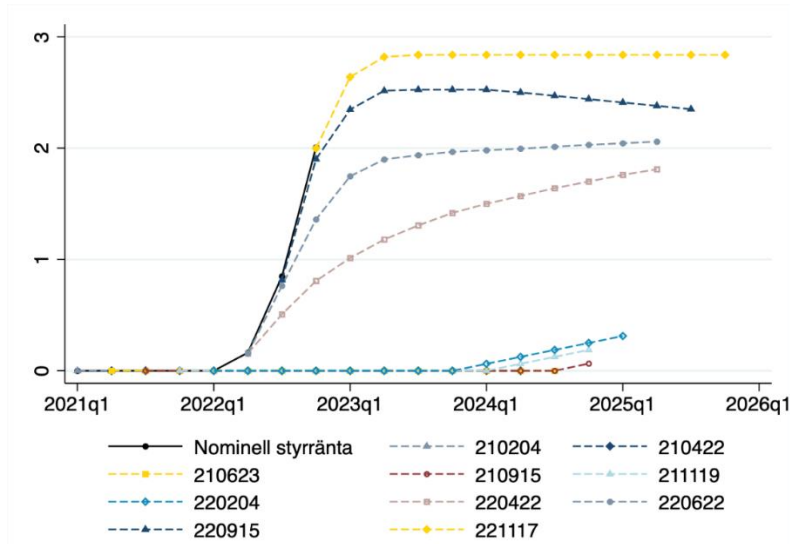


Anm.: Heldragen linje visar årlig inflation enligt KPIF och streckade linjer prognoser vid olika datum. Procent. Månadsdata. Källa: Riksbanken.

Figur 4.3 visar Riksbankens inflationsprognoser under 2022. I februari 2022, när den faktiska inflationen enligt KPIF var strax under 4,5 procent, visar grafen att Riksbanken bedömde att inflationen skulle vara tillbaka på 2 procent i slutet av 2022. Figuren visar sedan hur prognoserna uppdaterades under året och att Riksbankens prognoser genomgående underskattade styrkan i inflationstrycket. Slående nog faller prognosbanan mycket snabbt vid de tre första prognostillfällena – man såg uppenbarligen inflationsuppgången som mycket temporär, trots att inflationen stigit mycket och under en längre tid i flera länder. Även vid september- och novembermötena tyder prognoserna på att man endast räknade med kortvariga ytterligare uppgångar i inflationen (se graferna för 220914 och 221117). På denna punkt skiljer sig Riksbankens bedömningar från andra centralbankers. *Bank of England* justerade exempelvis också upp sina prognoser under 2022, men räknade vid varje prognostillfälle med att priserna skulle fortsätta uppåt ytterligare en tid innan inflationen vände nedåt igen.²⁴

²⁴ Bank of England (2022a, 2022b, 2022c och 2022d).

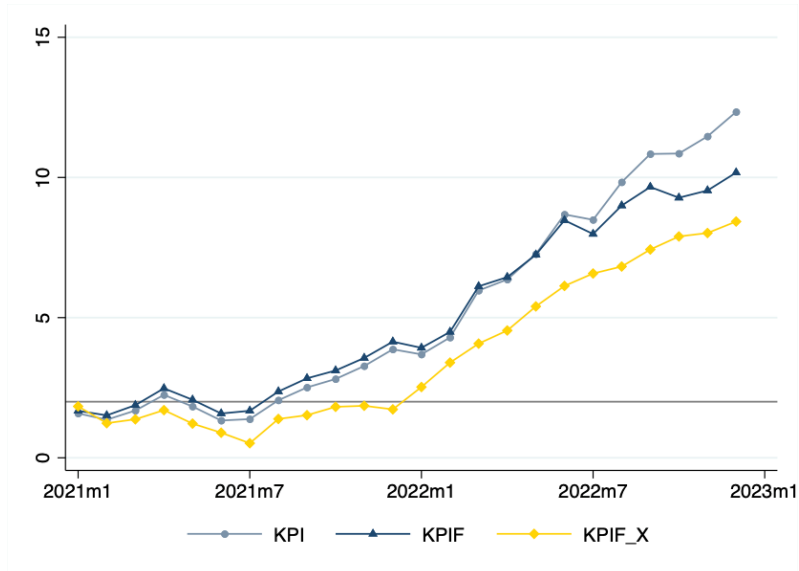
Figur 4.4 Riksbankens styrränta och räntebana tre år framåt vid olika datum 2021–2022



Anm.: Heldragen linje visar styrräntan och streckade linjer prognoser vid olika datum. Procent. Kvartalsdata. Källa: Riksbanken.

Figur 4.4 visar Riksbankens styrränta och räntebana vid olika tidpunkter 2021–2022. Dessa avspeglar tydligt dess inflationsutsikter. Så sent som i februari 2022 gjorde Riksbanken bedömningen att styrräntan skulle ligga kvar på noll fram till och med fjärde kvartalet 2022 för att sedan långsamt höjas till 0,25–0,50 procent under 2023–2024. En jämförelse med figur 4.3 påminner om att inflationen enligt KPIF vid denna tidpunkt var nästan 4,5 procent och därmed 2,5 procentenheter över inflationsmålet. Riksbanken har därefter kontinuerligt reviderat upp räntebanan. Den mest dramatiska justeringen skedde mellan februari och april 2022. När inflationen enligt KPIF låg över 6 procent i april (figur 4.3) bedömde Riksbanken att räntan skulle höjas betydligt snabbare än man tidigare trott. Figur 4.4 visar att man då trodde på en styrränta strax under 2 procent på sikt i stället för de knappa 0,50 procent man signalerat två månader tidigare.

Riksbankens prognoser för BNP-gap och arbetslöshet illustreras i figur A.1 och figur A.2 i appendix. Även i dessa prognoser finns tecken på att Riksbanken undskattat styrkan i konjunkturen. Prognostiserade BNP-gap tenderar att ligga under det faktiska gapet. Liknande tendens finns för arbetslösheten även om bilden där är mindre tydlig.

Figur 4.5 Inflationen enligt olika mått 2021–2022

Anm.: Årlig inflation enligt konsumentprisindex (KPI), konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) och konsumentprisindex med fast ränta exklusive energipriser (KPIF_X). Procent. Månadsdata. Den vertikala linjen illustrerar inflationsmålet. Källa: Riksbanken.

4.2 Riksbankens beslut om åtgärder

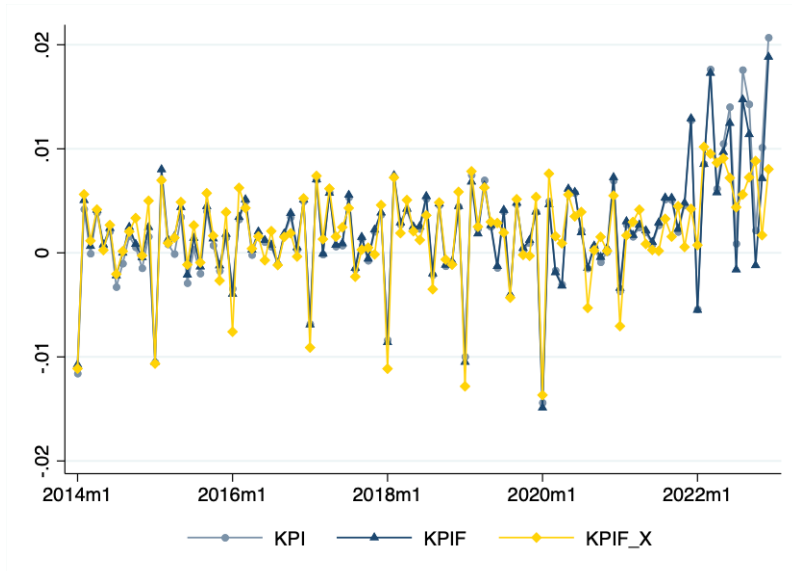
Under 2022 hade Riksbankens direktion fem penningpolitiska möten. De beslut som fattades om styrräntan presenteras i tabell A.2 i appendix, tillsammans med sammanfattningar från protokollen till respektive möte.²⁵

Beslut om styrräntan

Figur 4.5 visar utvecklingen av den årliga inflationen enligt KPI, KPIF och KPIF exklusive energipriser (KPIF_X) under 2021–2022. Figuren visar att inflationen enligt KPIF var 3,9 procent i januari 2022 men att även inflationen exklusive energipriser var 2,5 procent. Vid det penningpolitiska mötet den 9 februari gjorde direktionen följande bedömning (tabell A.2):

För att inflationen ska vara nära inflationsmålet på lite sikt behöver penningpolitiken ge ett fortsatt stöd. Vid det penningpolitiska mötet den 9 februari beslutade Riksbankens direktion därför att hålla reporäntan oförändrad på noll procent och att under andra kvartalet 2022 köpa obligationer för 37 miljarder kronor för att kompensera för förfall i Riksbankens innehav av värdepapper. (Riksbanken 2022a)

²⁵ De beslut som fattades under 2021 sammanfattas i tabell A.1 i appendix men kommenteras inte i rapporten.

Figur 4.6 Inflationen på månadsbasis enligt olika mått 2014–2022

Anm.: Månatlig inflation enligt konsumentprisindex (KPI), konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) och konsumentprisindex med fast ränta exklusive energipriser (KPIF_X). Procent. Månadsdata. Källa: Riksbanken och egna beräkningar.

Figur 4.6 visar inflationen från månad till månad 2014–2022. I denna typ av statistik syns per definition säsongsmönster som inte framgår av de tidigare figurerna; säsongsmönstren är inte intressanta i sig, men däremot ger dessa siffror en mer direkt återspeglning av den senaste månadens prisutveckling. Där ser vi att alla månadssiffrorna under 2022 ger tydliga signaler om en hög prisökningstakt och en något högre varians än tidigare när energipriserna tas med i beräkningarna.

I april hade inflationen enligt KPIF stigit till 6,4 procent och inflationen exklusive energipriser var 4,5 procent. Vid mötet den 27 april gjorde Riksbanken en annan bedömning än i februari och höjde styrräntan med 25 punkter till 0,25 procent. Man annonserade också att man visserligen skulle fortsätta att köpa värdepapper men i mindre omfattning än under det första halvåret 2022 (tabell A.2):

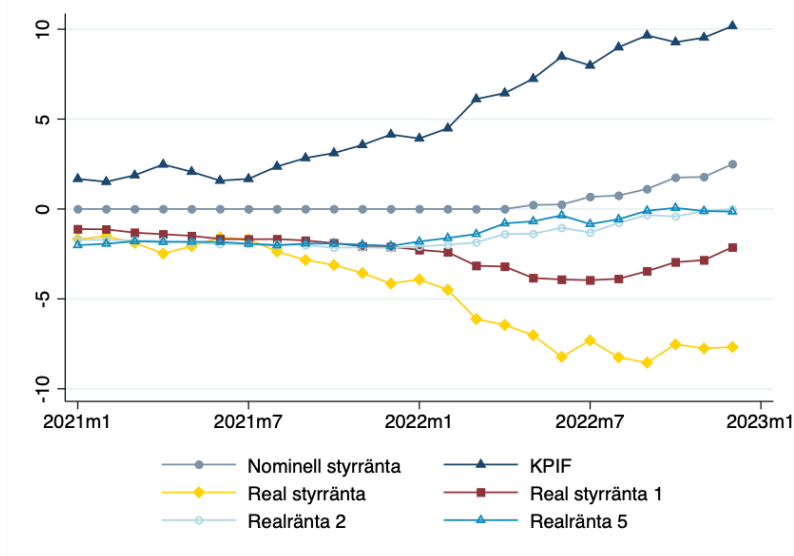
För att motverka att den höga inflationen biter sig fast i pris- och lönebildningen och se till att inflationen återgår till målet efter en tid behöver Riksbanken agera med penningpolitiken. Vid det penningpolitiska mötet den 27 april beslutade Riksbankens direktion därför att höja reporäntan från noll till 0,25 procent och att under andra halvåret i år sänka takten i Riksbankens köp av värdepapper så att innehavet börjar minska. (Riksbanken 2022b)

I juni hade inflationen enligt KPIF stigit till 8,5 procent och inflationen i KPIF exklusive energi var 6,1 procent. Direktionen svarade då med en dubbelhöjning så att styrräntan blev 0,75 procent. Vidare beslutade man att Riksbankens

innehav av värdepapper skulle minska snabbare än vad man hade beslutat vid det föregående mötet:

För att motverka att den höga inflationen biter sig fast i pris- och lönebildningen och se till att inflationen återgår till målet behöver Riksbanken agera med penningpolitiken. Vid det penningpolitiska mötet den 29 juni beslutade direktionen därför att höja styrräntan med 0,5 procentenheter till 0,75 procent och att Riksbankens innehav av värdepapper ska minska snabbare under andra halvåret än vad som beslutades i april. (Riksbanken 2022c)

Figur 4.7 Nominell styrränta, inflation enligt konsumentprisindex med fast ränta och real styrränta enligt olika mått 2021–2022



Anm.: Årlig inflation enligt konsumentprisindex med fast ränta (KPIF). Real styrränta beräknad som nominell styrränta minus faktisk inflation enligt KPIF (Real styrränta) och förväntad inflation enligt KPIF på 1 år sikt (Real styrränta 1). Realränta på 2 och 5 år sikt (Realränta i, i=2,5) beräknad som räntan på obligationer med löptid 2 och 5 år minus inflationsförväntningar på motsvarande sikt. Inflationsförväntningar från Prospera, avser penningmarknadsaktörer. Procent. Månadsdata. Källa: Riksbanken.

I september var inflationen enligt KPIF 9,7 procent inklusive energi och 7,4 procent utan (figur 4.5). Riksbanken reagerade då kraftigt och beslutade vid mötet den 19 september att höja styrräntan med en procentenhet.

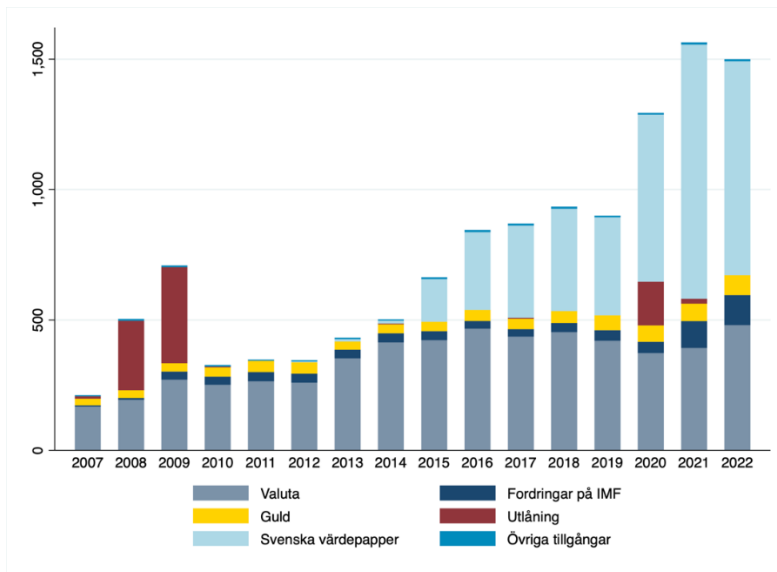
Inflationen är för hög. Den urholkar hushållens köpkraft och gör det svårare för hushåll och företag att planera sin ekonomi. Det är av stor vikt att penningpolitiken fortsätter att agera för att inflationen ska falla tillbaka och stabiliseras vid målet på 2 procent inom ett rimligt tidsperspektiv. Vid det penningpolitiska mötet den 19 september beslutade direktionen därför att höja styrräntan med 1 procentenhet till 1,75 procent. (Riksbanken 2022d)

Vid mötet den 23 november var inflationen inklusive energi i princip oförändrad på 9,5 procent, men KPIF-inflationen exklusive energi hade ökat till 8 procent. Direktionen beslutade därför om ännu en höjning med 75 punkter.

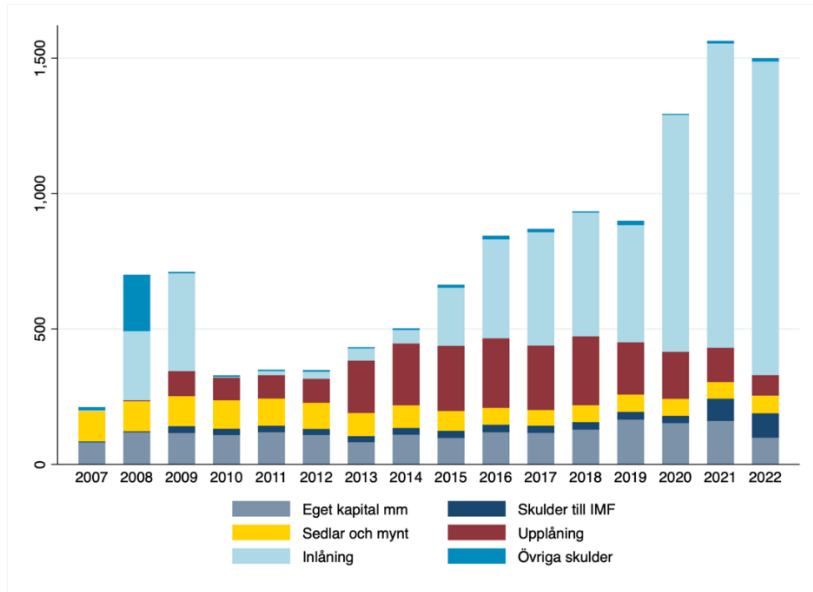
För att få ner inflationen och värna inflationsmålet beslutade direktionen vid det penningpolitiska mötet den 23 november att höja styrräntan med 0,75 procentenheter till 2,50 procent. Inflationen är fortfarande alldeles för hög och jämfört med i september bedömer direktionen att penningpolitiken behöver stramas åt mer för att föra den tillbaka till målet inom rimlig tid. (Riksbanken 2022e)

Inflationen enligt KPIF, den nominella styrräntan och den reala styrräntan illustreras i figur 4.7. Vi konstaterar att Riksbanken under perioden den 27 april till den 23 november höjde styrräntan med 2,5 procentenheter. I debatten påstås ibland att realräntan ändå fallit eftersom inflationen var hög. Räntehöjningen skulle då inte ha varit åtstramande. Denna slutsats baseras på den realiserade realräntan, alltså räntan minus faktisk inflation. Denna analys är felaktig eftersom den realiserade realräntan inte har någon betydelse för ekonomiska beslut. Den realränta som är viktig för hushållens och företagens beslut om sparande och investeringar baseras på förväntad inflation på längre sikt. Figur 4.7 visar därför realräntan baserad på faktisk inflation och realräntan baserad på inflationsförväntningar på 1, 2 och 5 års sikt. De realräntor som bygger på just långsiktiga inflationsförväntningar ligger på mer normala nivåer och var i december 2022 i princip noll (realräntan var $-0,01$ procent när den baseras på inflationsförväntningarna på två års sikt och $-0,12$ på fem års sikt).

Figur 4.8 Riksbankens tillgångar 2007–2022



Ann.: Miljarderna kronor. Observationer från den 31 december varje år. Årsdata. Källa: Riksbanken.

Figur 4.9 Riksbankens resultat, eget kapital och skulder 2007–2022

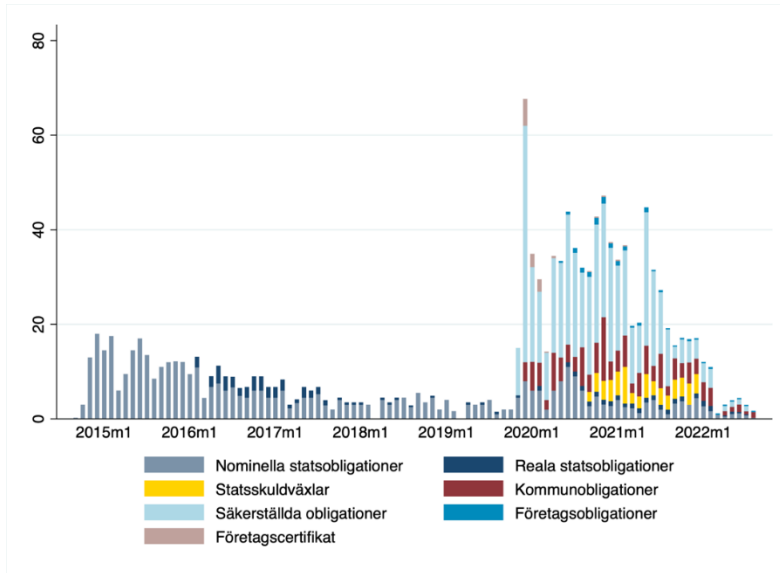
Anm.: Miljarder kronor. Observationer från den 31 december varje år. Årsdata. Källa: Riksbanken.

Beslut om balansräkningsoperationer

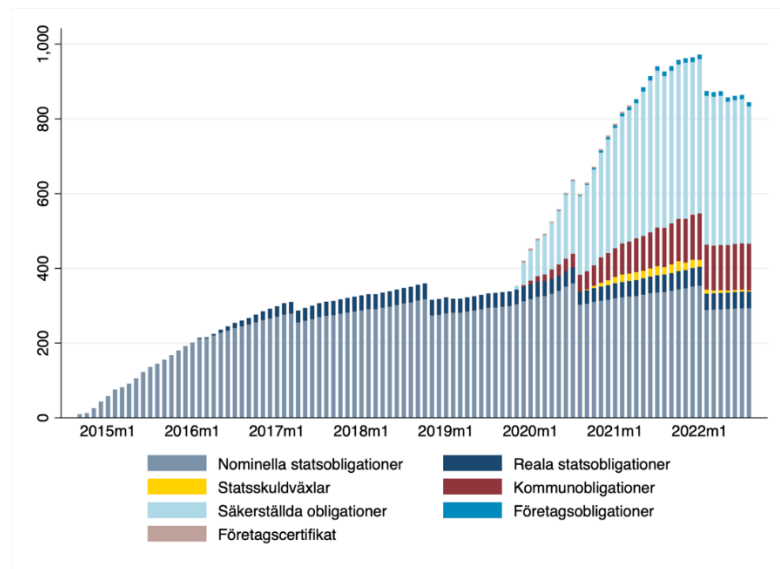
I avsnitt 2 konstaterade vi att kvantitativa lättnader i syfte att sänka de långsiktiga räntorna före pandemin (med ett förväntat inflationstryck som följd), och för att hantera stigande riskpremier under pandemin, har gjort att centralbankernas balansräkningar expanderat. Figur 4.8 visar Riksbankens tillgångar i slutet av året 2007–2022. Figuren visar att Riksbankens värdepappersinnehav växte snabbt när Riksbanken började bedriva QE 2015. Innehaven ökade sedan markant under pandemiåren 2020 och 2021.

Figur 4.9 visar skuldsidan på Riksbankens balansräkning. Som vi diskuterade i avsnitt 2 har tillgångsköpen lett till motsvarande öknings av affärsbankernas reserver i Riksbanken, den post som här betecknas (penningpolitisk) inlåning.

Figur 4.10 visar Riksbankens köp av olika tillgångsslag månad för månad 2021–2022. Figuren visar att köpen fram till pandemin avser nominella och, i mindre utsträckning, reala statsobligationer. Under pandemin köpte Riksbanken stora volymer säkerställda obligationer men även kommunobligationer och små volymer företagsobligationer.

Figur 4.10 Riksbankens köp av värdepapper 2015–2022

Anm.: Varje stapel visar en månad. Miljarder kronor. Månadsdata. Källa: Riksbanken.

Figur 4.11 Riksbankens innehav av värdepapper 2015–2022

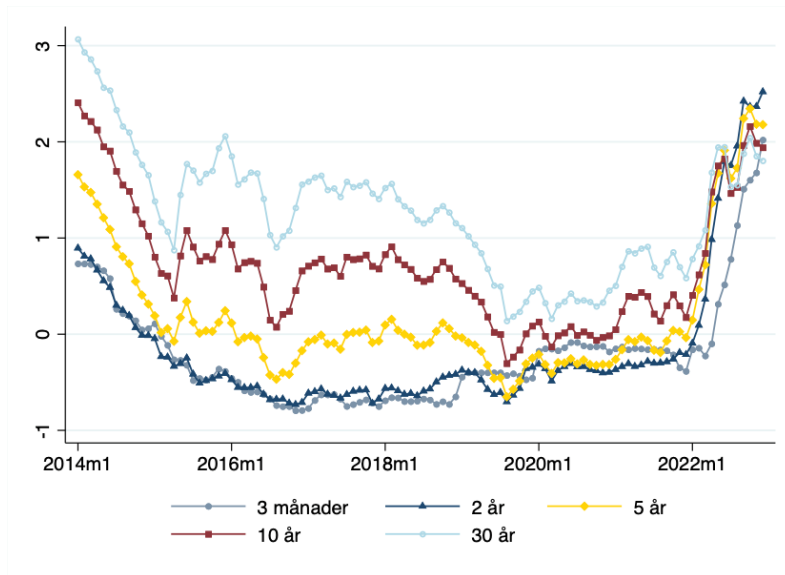
Anm.: Varje stapel visar en månad. Miljarder kronor. Månadsdata. Källa: Riksbanken.

Effekterna av dessa köp på Riksbankens ackumulerade tillgångar framgår av figur 4.11, som visar Riksbankens innehav av värdepapper 2021–2022. Riksbanken har följt en strategi som inneburit att man fortsatte köpa tillgångar för att kompensera för förfall. Man höll fast vid denna strategi under våren 2022 (se exempelvis motiveringen till beslutet från den 9 februari ovan). Det framgår av figur 4.11 att Riksbankens innehav av värdepapper därför inte började

minska förrän direktionen beslutade om att man skulle börja köpa värdepapper i en långsammare takt andra halvan av 2022 (se beslutet från den 27 april ovan).

Vi noterar att man under våren 2022, när inflationen enligt flera mått låg markant över målet, samtidigt som man höjde styrräntan fortsatte att stimulera ekonomin genom att genomföra de tillgångsköp man planerat för i ett fundamentalt annorlunda makroekonomiskt läge. Vi kommenterar ändamålsenligheten i dessa beslut i avsnitt 5.

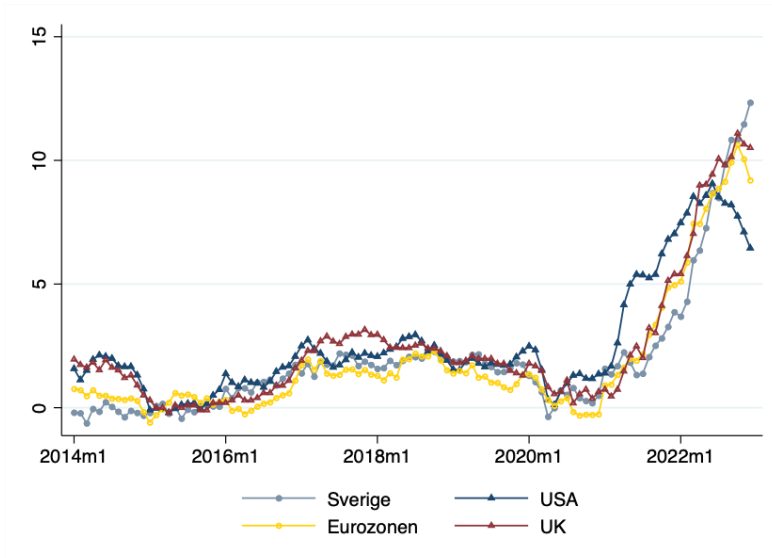
Figur 4.12 Räntor på svenska statspapper med löptider på 3 månader, 2, 5, 10 och 30 år 2014–2022



Anm.: Procent. Månadsdata. Källa: Riksbanken.

Figur 4.12 visar räntorna på svenska statspapper med olika löptider. De långa räntorna brukar spegla den förväntade korta räntan. Figuren visar att ju längre löptid på obligationen, desto högre avkastning. Räntan på statsskuldväxlar med en löptid på 3 månader är exempelvis betydligt lägre än den på en obligation med en löptid på 5 eller 10 år. Detta beror på den löptidspremie vi diskuterade i avsnitt 2. Vi ser också att QE förefaller ha pressat ned de långa räntorna, men att det senaste årets räntehöjningar gjort att även de långa räntorna stigit markant. De prisfall på värdepapper som räntehöjningarna medfört har medfört förluster för centralbanken. Under 2022 redovisade Riksbanken en (huvudsakligen orealiserad) förlust på 81 miljarder kronor (Riksbanken 2023a).

Figur 4.13 Inflation enligt konsumentprisindex i Sverige, USA, euroområdet och Storbritannien 2014–2022

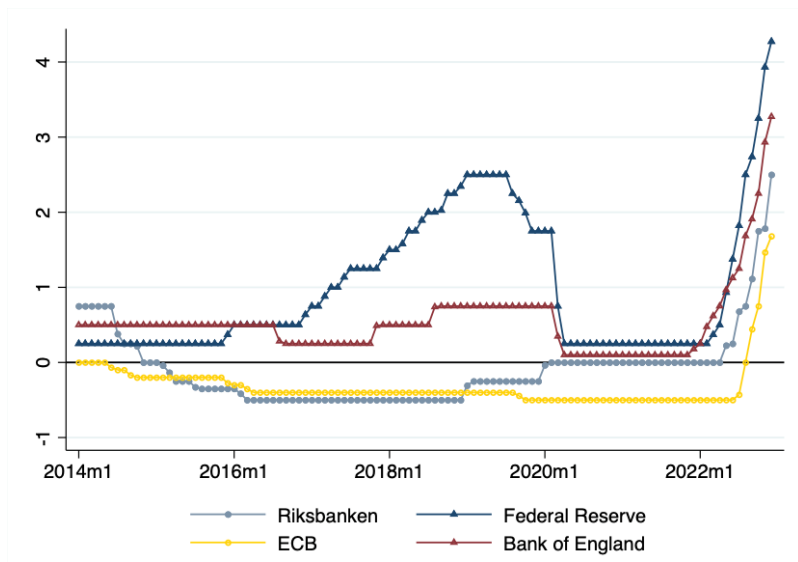


Anm.: Årlig inflation enligt konsumentprisindex (KPI) i Sverige, USA (US), euroområdet (EURO) och Storbritannien (UK). Procent. Månadsdata. Källa: Riksbanken.

4.3 Jämförelse med andra länder

Figur 4.13 visar inflationsutvecklingen i Sverige, USA, euroområdet och Storbritannien 2014–2022. För jämförbarhetens skull mäter samtliga serier konsumentprisindex (HICP i euroområdet). Figuren visar att inflationen började stiga först i USA i december 2020 och att uppgången var mycket snabb. I euroområdet började inflationen (enligt HICP) stiga i januari 2021 och i Storbritannien ungefär samtidigt. I Sverige började inflationen enligt KPI stiga i juli 2021, alltså något senare än i de länder som studeras här, men redan under våren 2021 framgick det av data att det fanns ett inflationstryck i omvärlden långt före Rysslands invasion av Ukraina. Figuren visar också att inflationen med detta mått mätt föll tillbaka något i slutet av 2022 i alla länder förutom Sverige.

Figur 4.14 Nominell styrränta i Sverige, USA, euroområdet och Storbritannien 2014–2022



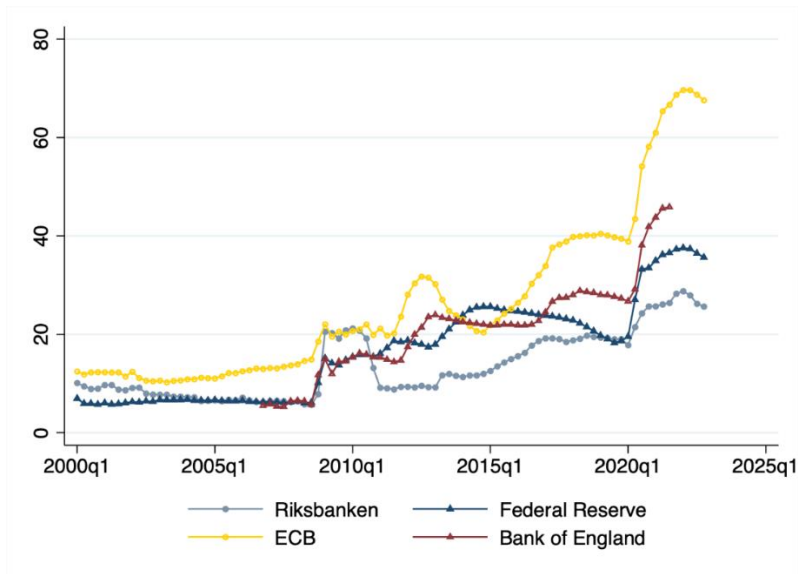
Anm.: Nominell styrränta i Sverige (Riksbanken), USA (Federal Reserve), euroområdet (ECB) och Storbritannien (Bank of England). Procent. Månadsdata. Källa: Riksbanken.

Figur 4.14 visar de nominella styrräntornas utveckling i samma länder 2014–2022. Ur ett längre perspektiv visar figuren att Europeiska centralbanken (ECB) var först av de fyra att införa negativ styrränta i juni 2014 och att ECB även höll fast vid den negativa räntan längst (till i augusti 2022). *Bank of England* påbörjade sina räntehöjningar i december 2021 och var därmed först ut av de fyra centralbankerna. Inflationen i Storbritannien var då 5,4 procent (och hade legat över målet på 2 procent i åtta månader). *Federal Reserve* sänkte räntan till 0,25 när pandemin tog fart i april 2020 och höll den sedan på samma nivå till i mars 2022 när höjningarna inleddes. Den amerikanska inflationen var då 8,5 procent. Sedan dess har *Federal Reserve* distinkt höjt räntan ett antal gånger så att den i början av 2023 låg på 4,5 procent.

För att kunna bedöma hur expansiv penningpolitiken varit under den här perioden måste även centralbankernas balansräkningsoperationer beaktas. Figur 4.15 visar de fyra centralbankernas balansomslutningar som andelar av BNP. Detta mått antyder att Riksbanken bedrev mindre omfattande QE än de andra centralbankerna före pandemin. Balansräkningsoperationer har varit en viktig åtgärd i euroområdet och syftade där i stor utsträckning till att värna euron och den finansiella stabiliteten under den europeiska skuldskrisen. Figuren visar också att sedan Riksbanken började köpa statsobligationer 2015 har balansomslutningen som andel av BNP inte minskat nämnvärt vid någon tidpunkt. Den minskar marginellt under enstaka kvartal men står i kontrast till *Federal Reserves* krympande balansomslutning före pandemin som gör att Sverige och USA konvergerar till samma nivå våren 2019. Under pandemin växer balansomslutningarna som andel av BNP i samtliga fyra länder, vilket

beror på de omfattande tillgångsköp som gjordes, men också i viss mån mekaniskt på svag BNP-tillväxt under krisen. *Bank of England* var den första av de fyra centralbankerna som aktivt började sälja av tillgångar i november 2022, men observationerna i figuren sträcker sig endast till slutet av 2021.

Figur 4.15 Centralbankens balansomslutning som andel av BNP i Sverige, USA, euroområdet och Storbritannien 2000–2022



Anm.: Centralbankens balansomslutning som andel av BNP i Sverige (Riksbanken), USA (Federal Reserve), euroområdet (ECB) och Storbritannien (Bank of England). Procent. Kvartalsdata. Källa: Riksbanken.

4.4 Riksbankens kommunikation

Riksbankens externa kommunikation sker på en rad olika sätt. Protokollen från direktionmötena är en viktig källa, intervjuer och artiklar i medierna av och med direktionsmedlemmar en annan. Riksbanken publicerar också mer djupgående rapporter löpande och dessa får antas ligga till grund för de beslut som fattats och direktionens syn på framtiden. Kommunikationen utåt är oerhört viktig, dels specifikt för den vägledning den ger marknadens aktörer, dels för att mer allmänt etablera trovärdighet. Under 2022 fick Riksbanken ovanligt stort utrymme i medierna. Under första halvåret stod den stigande inflationen i centrum, medan räntehöjningarna förstas fick mycket uppmärksamhet under andra halvåret, speciellt eftersom de nominella räntorna i stort sett varit noll eller negativa under en lång tid. Det talades om chockhöjningar. Generellt var de frågor som restes i medierna av negativ karaktär, även om inflationen initialt inte skyldes på Riksbanken. Under andra halvåret, när många låntagare med rörliga räntor drabbades på ett direkt sätt, tilltog kritiken i styrka.

Vi vill kort göra tre observationer, som vi sedan hänvisar till i vår utvärdering. Vår första observation är att Riksbanken visserligen uttryckt att det rått

stor osäkerhet, speciellt om den framtida inflationen, men att den framåtblickande vägledning som förmedlats – i form av räntebanor – varit *obetingad*, det vill säga inte har baserats på olika scenarier för inflation och andra utfall. Ett alternativ hade varit att, så som beskrivits i avsnitt 2, tydligare *betinga* räntebanor på den framtida utvecklingen och förklara under vilka omständigheter olika förändringar kunde förväntas. Detta är svårt att göra med exakthet men kan ge ytterligare värdefull information för marknadens aktörer och bidra till att i efterhand förklara varför vissa beslut, med facit i hand, blivit olyckliga (om så är fallet).

En andra observation är att Riksbankens utsagor och prognoser utgör en del av den grund på vilken dess *trovärdighet* vilar. Vår generella bild av banken är att den präglas av kompetens och i hög utsträckning åtnjuter trovärdighet. Med stor uppmärksamhet i medierna kommer kritik alltid att förekomma – och under 2022 hade belysningen av Riksbanken en markant mer negativ prägel än tidigare. Detta är naturligt med tanke på det svåra ekonomiska läget, men det blir då extra viktigt att vårda trovärdigheten. Prognoser bygger på ekonometriska modeller, och att de kan bli missvisande är naturligt. Men vår genomgång i avsnitt 4, se exempelvis inflations- och styrränteprognoserna i figur 4.3 och 4.4, visar att Riksbanken helt missbedömde situationen. En jämförelse med exempelvis *Bank of England* visar också att Riksbanken inte bara underskattade nivån på inflationen utan också räknade med att den skulle vända nedåt igen betydligt snabbare än den brittiska centralbanken. När prognosfelen är så stora blir det viktigt att Riksbanken är öppen med detta och vi noterar att så också har varit fallet. Möjligen hade Riksbanken kunnat göra ännu mer här genom att publicera fördjupningar om hur företagens prissättningsbeteende och deras marginaler bestäms. Den samlade kunskapen på detta område är inte på något sätt komplett, men viktiga frågor kan ändå belysas. En möjlighet är att anordna konferenser ad hoc där både forskare och medier medverkar.

En tredje och sista observation gäller Riksbankens kommunikation kring *växelkursen*. Kronans försvagning relativt flera stora valutor har diskuterats intensivt i medierna, och här noterar vi att, åtminstone i samband med direktionens beslutsmöten, Riksbanken inte har varit lika tydlig som i kommunikationen kring inflationen och dess bestämningsfaktorer. Det vore värdefullt för aktörer på finansiella marknader att veta hur direktionen ser på växelkurskanalen (se avsnitt 2), hur man tolkar deprecieringen av växelkursen och om man haft som avsikt att påverka kronkursen. Vår tolkning är att Riksbanken i praktiken inte har haft något mål för växelkursen eller använt växelkurskanalen (se avsnitt 2) på ett systematiskt sätt. Dock hade viss ytterligare tydlighet om detta varit att föredra.

5 Utvärdering

I avsnittet utvärderar vi om Riksbanken har uppnått prisstabilitetsmålet. Vi kommenterar om den förda politiken varit väl avvägd och rimlig. Vi avslutar med att kommentera vanlig kritik som framförts mot Riksbanken.

5.1 Måluppfyllelse

Enligt den lag som gällde under 2022 är målet för Riksbankens verksamhet att ”upprätthålla ett fast penningvärde”. Detta har preciserats som att Riksbanken strävar efter att hålla den årliga inflationen i termer av KPIF nära 2 procent. Under perioden 2000–2021 var inflationen i genomsnitt 1,6 procent per år. År 2021 var den 2,4 procent, alltså relativt nära målet. År 2022, vilket denna utvärdering fokuserar på, var inflationen 7,7 procent och i december hela 10,2 procent. Det är uppenbart att detta måste betraktas som att inflationsmålet kraftigt överskridits.

Det finns dock anledning att nyansera bilden av detta misslyckande. En utvärdering av politiken 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.

Som påpekats i avsnitt 2 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. Relativpriset på energi och vissa importvaror måste därför i en sådan situation tillåtas öka. 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.

Även en perfekt penningpolitik, utformad med full information om den framtida prisutvecklingen, hade alltså lett till en betydande inflation under 2022: Målet om 2 procent hade även då vida överskridits men av goda skäl. Givetvis gäller denna slutsats också i fallet när Riksbanken, som i verkligheten, inte har perfekt information utan måste förlita sig på osäkra prognoser tillgängliga i realtid. Exakt hur hög inflationen hade varit om politiken hade utformats under perfekt information har vi svårt att avgöra, men vår bedömning är att den hade varit långt över inflationsmålet 2 procent. En perfekt

politik hade lett till att inflationen kommit ned till målnivån igen snabbare då ökningstakten i energi- och råvarupriser avtagit, men det hade inte skett omedelbart. De löne- och prisstelheter vi refererat till i avsnitten ovan gör att det tar tid innan såväl positiva som negativa kostnadsstörningar sprids genom ekonomin och fullt ut påverkar konsumentpriserna. Det är väl dokumenterat att inflationen under innevarande period beror på tidigare inflation, alltså att det finns en persistens i inflationsdynamiken. Detta innebär att inflationen inte omedelbart återgår till 2 procent när utbudsstörningarna ebbat ut. En utvärdering av Riksbankens politik kan därför inte stanna vid ett konstaterande om att inflationen varit klart över målet på grund av sådana störningar.

5.2 Har politiken varit väl avvägd?

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

Faktiska styrränteförändringar måste beslutas om i realtid, givet den information som finns tillgänglig vid varje beslutstillfälle. Det fanns vid februarimötet 2022, enligt vår bedömning, tydliga signaler om ett behov av en åtstramning av penningpolitiken. Visserligen hade inte kärninflationen i Sverige börjat öka nämnvärt ännu, men som konstateras i protokollet från februari 2022 fanns åtminstone i omvärlden tecken på en mer långvarig period med hög inflation, se avsnitt 4.2 och 4.3. Som vi diskuterar i avsnitt 4.3 hade *Bank of England* redan beslutat om räntehöjningar och höjningar hade också annonserats 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. Det framgår av det penningpolitiska protokollet från februari 2022 att marknadsförväntningarna då var att reporäntan skulle höjas nära två gånger under året, med 0,25 procentenheter vid respektive tillfälle, och ytterligare tre gånger 2023. Beslutet vid februarimötet var att hålla styrräntan på noll och ange en ränteprognos som indikerade en höjning först under andra halvåret 2024. Den stora skillnaden mellan marknadsförväntningar och vad Riksbanken kommunicerar är generellt ett problem. Men i detta fall innebär marknadsförväntningarna om tidigare höjningar en välbehövlig åtstramning.

Olika ledamöter i direktionen betonade inflationsrisker på både upp- och nedsidan. Givet den information som fanns vid mötet var inte ett scenario med måttlig inflation under 2022 och därefter en återgång till lågt inflationstryck helt orimlig. I ett sådant scenario skulle en politik med nollränta under hela

2022 och 2023 ha kunnat vara balanserad. Vi menar dock att givet den existerande informationen gick det inte att utesluta ett scenario ungefär i linje med det som sedan realiserades. Det är därför 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 förelåg. En sådan strategi hade också kunnat belysa orsaken till diskrepansen mellan marknadsförväntningarna och ränteprognosen i huvudscenariot.

Vi 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. Som vi diskuterar i avsnitt 2 leder stora, väl synliga kostnadsökningar 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, se avsnitt 4.2 och 4.3.

Sammanfattningsvis bedömer vi inflationsprognoserna som bristfälliga och att Riksbanken åtminstone borde ha tydliggjort ett möjligt scenario med kraftigt stigande priser på bred front. Det ska för övrigt noteras att riksbankschefen senare, i juni-protokollet, också gör tydligt att banken ”som prognosmakare ... haft ett dåligt år”. I Riksbankens redogörelse för årets penningpolitik (Riksbanken 2023c) får inflationsprognoserna stort utrymme, men man går här inte fullt så långt i uttalandena utan trycker mer på att man under året ”dragit lärdomar” om prognosverktyget.

Vid det penningpolitiska mötet i april 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 som relativt modest. Detta noteras också av riksbankschefen som i protokollet säger: ”Samtidigt menar jag att de räntehöjningar som följer av räntebanan inte innebär att penningpolitiken slår om till att bli kontraktiv.” Möjligen är detta en semantisk fråga, men vår 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 vi 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. Den ganska måttliga förändringen i penningpolitiken vid aprilmötet antyder att Riksbanken tolkade den nya informationen mindre dramatiskt.

På direktionens möte i juni förelåg enligt protokollet full enighet kring att inflationen nu stigit alltför mycket och att en höjning av styrräntan med 50 punkter var lämplig. Det framgår också tydligt att man såg framför sig ytterligare markanta höjningar under hösten. Vår 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 vår bedömning är att man vid de tre första mötena borde ha agerat mer resolut.

En separat fråga är varför centralbanker väljer en strategi där styrräntan höjs något samtidigt som planer på framtida höjningar tydligt annonseras. Ett alternativ skulle vara att höja styrräntan mer kraftfullt på en gång, för att skicka ännu starkare signaler till marknaden. När *Federal Reserve* lade om sin politik under den tidiga *Volckerperioden* gjorde man precis så. Sannolikt beror de gradvisa räntehöjningar som Riksbanken och andra centralbanker valt på åtminstone två faktorer. En av dessa är *osäkerhet*. Visste man exakt hur inflationen skulle bete sig, och visste man hur ekonomin skulle reagera på en kraftig och omedelbar räntehöjning, så borde detta rimligtvis göra det möjligt att i stället för att höja gradvis agera mer resolut och omedelbart. Framför allt osäkerheten kring hur kraftigt höjda räntor skulle påverka hushållen, givet en förhållandevis hög bostadsbelåning, framgår av protokollen; man pekar på en stark ekonomi under året men också på risker för finansiell stabilitet. Ett annat skäl till att agera gradvis är att även en uttalad gradvis höjning kan ses som resolut: Det är möjligt att signalera ett starkt fokus på inflationsbekämpning utan att alla höjningar sker samtidigt. Chockhöjningen som kom under Volcker var, enligt vår tolkning, tänkt att signalera en helt ny era för räntepolitiken, och några sådana skäl föreligger sannolikt inte i dag. Det finns dock anledning till försiktighet i denna slutsats, eftersom det slutgiltiga utfallet av avtalsrörelsen ännu inte observerats och inflationen i Sverige ännu inte börjat avta (se figur 4.13 ovan).

Kommentarer kring värdepappersköpen

Vi vill också kommentera de beslut som tagits kring 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 kanske kunnat vänta sig en tydlig neddragning av innehaven, eftersom en neddragning innebär en åtstramning av penningpolitiken – vilket de (så småningom) markant höjda styrräntorna innebär. Det genomfördes med andra ord balansräkningsoperationer som i viss mån kan tolkas som att ha gått i motsatt riktning mot räntebesluten. I vår bedömning av balansräkningsoperationerna lutar vi oss mot vår analys av kvantitativa lättnader i avsnitt 2: (i) de kan framför allt anses betydelsefulla i kristider och då styrräntan nått den nedre

ränterestriktionen och (ii) i den mån de påverkar inflationen och ekonomin så 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 styrrenta. Vår 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 anledning att diskutera huruvida direktionen borde ha lagt större vikt vid de kvantitativa lättnadernas påverkan på Riksbankens resultat. Vi berör detta i ett särskilt avsnitt nedan.

Ränterisk och effekter på de samlade statsfinanserna av portföljbesluten

Som vi diskuterar i avsnitt 2.3 innebär innehav av obligationer 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. Att värdet på bostadsobligationerna föll mindre beror på deras kortare löptid. 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).²⁶

Utan de köp av värdepapper som genomfördes under tiden 2015–2022 hade ränterisken och därmed de värdeförluster som uppstod under 2022 i stället 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. Vår bedömning är att de statsfinansiella risker som besluten ledde till var små i förhållande till de potentiella vinsterna.²⁷

De omfattande värdepappersköpen kan dock få andra negativa konsekvenser vars kostnader är svåra att uppskatta och som beror på hur penningpolitiken bedrivs i framtiden. Här tänker vi särskilt på att marknadens funktionssätt kan påverkas om förväntningar byggs upp 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.

²⁶ Riksbanken (2023b).

²⁷ Särskilt gäller detta besluten om köp av bostadsobligationer under 2020. Värdet av de stimulanseffekter som skapades av värdepappersköpen före pandemin var sannolikt inte så stora.

Vad gäller de penningpolitiska besluten under 2022 menar vi att köpen av värdepapper hade kunnat avslutas tidigare och att en viss försäljning kunnat inledas. Detta hade dock haft försumbara effekter, om några alls, för värdeför-lusterna 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 utdrerat, eller negativt, eget kapital. Vi 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. Dock finns frågetecken här, speciellt eftersom vi ännu inte observerat den process som måste gås igenom för att återställa det egna kapitalet.

Sammanfattande bedömning

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

Vi är dock kritiska mot Riksbankens prognoser och vissa aspekter på politikens utformning. Prognoserna, som förstås är svåra att göra i tider av stora oväntade förändringar, underskattade gravt det starka inflationstrycket.

Vår 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 vill vi understryka att vi, även om vi försökt bedöma direktionens beslut utifrån den information som fanns tillgänglig då de fattades, kan vara påverkade av att vi nu ser utfallen. Dessutom ser vi ”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 man 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 man 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 oss 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 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.

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

Vi vill slutligen konstatera, som diskuterats ovan, att effekten av 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.

5.3 Vanlig kritik mot Riksbanken

I ovanstående avsnitt har vi diskuterat för- och nackdelar med Riksbankens politik, och beaktat möjliga alternativa utformningar av penningpolitiken. I detta sista avsnitt vill vi, med stöd i den diskussion vi redan fört, kort kommentera några vanliga påståenden och kritik som Riksbanken fick i medierna under 2022 och, i viss mån, dessförinnan. Vi gör inga anspråk på att återge allt som hävdats i debatten utan gör endast ett fåtal nedslag. Våra kommentarer är också mycket kortfattade, eftersom de direkt bygger på de resonemang som redan förts.

(i) *Den negativa styrräntan var ett misstag.* Även om vår analys gäller 2022 bör det framgå ovan att vår bedömning är att en ränta något under noll var en lämplig politik.

(ii) *Lågräntepolitiken drev till slut upp inflationen.* Lågräntepolitiken syftade till att driva upp inflationen mot 2-procentsmålet, 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).

(iii) *QE drev till slut upp inflationen.* Samma kommentar som under (ii).

(iv) *Riksbanken har ”pratad ned” kronan i försök att driva upp inflationen.* Vi kommenterar kort ovan att Riksbanken skulle kunna vara något tydligare i sin kommunikation kring växelkursen. Vi tolkar emellertid, som vi där skriver, inte Riksbankens kommunikation på detta sätt och framför allt tolkar vi det inte som att Riksbanken har ett mål för växelkursen eller aktivt söker utnyttja växelkurskanalen. Det teoretiska och empiriska stödet för att ”prat” kan påverka växelkursen vilar dessutom på bräcklig grund.

(v) *Riksbanken borde ha agerat tidigare och kraftigare vad gäller styrräntehöjningar.* Detta anser vi är korrekt.

(vi) *Riksbanken borde ha avvecklat QE tidigare.* Detta anser vi också är korrekt, även om vi inte tror att en tidigare avveckling skulle ha lett till ett markant bättre läge i dag.

(vii) *Inflationen är framför allt Riksbankens ansvar och det är därför Riksbankens fel att den är så hög.* Vår 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 vet vi att det ibland tar 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, det vill säga att Riksbanken faktiskt uppfyller sitt mål i detta avseende. Vi konstaterar att en hög trovärdighet för inflationsmålet skapar utrymme för större avvikelser, som under 2022, utan att trovärdigheten raseras.

(viii) *Räntehöjningarna var för drastiska och drabbar de svaga i samhället.* Vår syn är att de inte var för drastiska utan snarare att de kom lite för sent. Vi bedömer också att penningpolitiken gett upphov till negativa fördelningseffekter men att dessa är svåra att undvika och inte faller under Riksbankens huvudsakliga ansvar.

(ix) *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 *tipping point* som utlöser en finanskris. Denna risk går aldrig att helt eliminera, men vår bedömning är att den var låg under 2022 och fortsätter att så vara.

(x) *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 logiskt, men kvantitativt finner litteraturen det motsatta, genom de kanaler som diskuterats ovan.

5.4 Slutkommentarer

En mycket kompakt sammanfattning av vår bedömning av Riksbankens penningpolitik under 2022 är, för det första att man i huvudsak agerat för att uppfylla de i riksbankslagen uppsatta målen och därför uppfyllt sin uppgift på ett tillfredsställande sätt. För det andra anser vi dock också att en något bättre politik hade kunnat föras. Inflationsprognoserna var undermåliga, även med hänsyn tagen till den stora osäkerhet som förelåg; höjningen av styrräntan borde ha skett tidigare, givet den inflationsinformation som fanns; kommunikationen borde ha tydliggjort olika tänkbara scenarier för inflationen och

framtida styrräntor; och värdepappersköpen borde ha vänts till försäljningar tidigt under året. Vår syn är att denna alternativa politik skulle varit mer effektiv i att hålla inflationen tillbaka och informerat marknaden bättre, men samtidigt tror vi inte att slutresultatet skulle ha blivit markant annorlunda än utfallen under den politik som förts.

Avslutningsvis vill vi peka på några svårigheter med den period vi gått igenom, och som vi fortfarande går igenom. Inflationen och styrräntan har fram till nyligen varit mycket låga under lång tid, inte bara i Sverige. Det mesta av den forskning som vi baserar vår kunskap på bygger på studier – teoretiska och empiriska – av just denna period. Vi kan luta oss mot kunskap från mer djuplodande studier, speciellt av relevanta mikrodata, men återigen färgas sannolikt slutsatserna ifrån dessa studier av frånvaron av turbulens i inflation och räntor. Under 1970-talet var inflationen och räntorna också höga, men detta är nu ett halvt sekel sedan och mycket i ekonomin har ändrats sedan dess. Så även om studier från denna period är värdefulla så är de inte lika tillförlitliga. Vad gäller till exempel effekten av värdepappersköp vet vi en del, men vi måste i vår analys utgå från att värdepappersförsäljningar – som ju inte observerats eller studerats i någon större utsträckning än – liknar värdepappersköp, fast med omvänt tecken. Viss teori om asymmetri har föreslagits, men teorin är inte alls testad och teorin om symmetriska effekter bör nog användas som utgångspunkt.

Vi vill också mer generellt trycka på värdet av användning av både teori och empiri, även om ingen enskild teori fångar allt, och ingen enskild empirisk studie kan bli definitiv. Därför är vår analys med nödvändighet en bedömning utifrån det vi vet, och det vi *inte* vet. Utöver dessa förhållandevis traditionella frågor är problem som ett negativt eget kapital i Riksbankens balansräkning – om det ens *är* ett problem – kanske ännu svårare att hantera för oss som forskare. Det handlar om risken att Riksbankens självständighet naggas i kanten och, återigen, om trovärdighet i nya situationer.

För forskningen är det förstås spännande med nya, annorlunda episoder, och vi ser redan tecken på förnyat intresse kring prisbildning och utbudsstörningar, speciellt bland unga forskare. Vi väntar oss därför en produktiv forskningsperiod framöver och att ett bättre beslutsunderlag kommer att finnas tillgängligt som ett resultat av denna forskning. Detta skapar viss tillförsikt. Eftersom kriser ofta kommer i nya skepnader och med nya utmaningar, så måste emellertid en realistisk syn på penningpolitikens möjligheter präglas av en försiktig optimism och av en ödmjukhet inför framtiden.

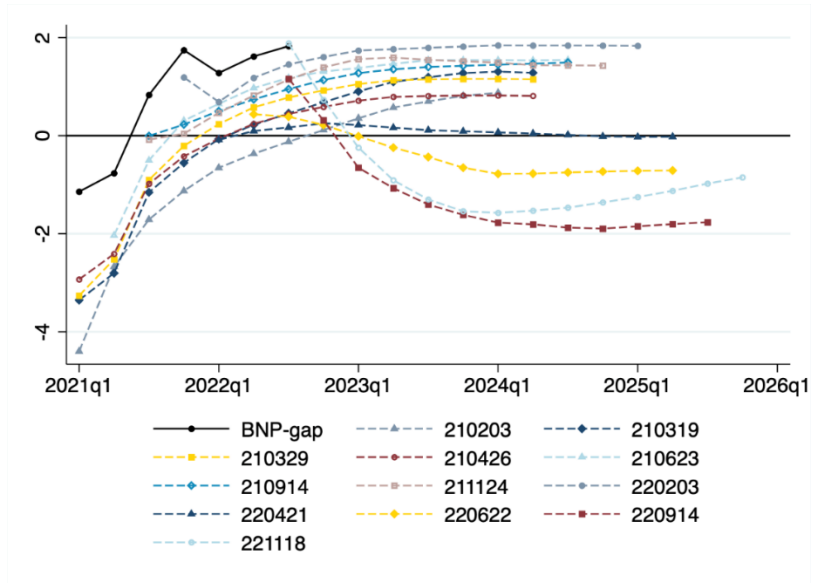
Referenser

- Almgren, M., Gallegos, J.-E., Kramer, J. och R. Lima (2021), "Monetary Policy and Liquidity Constraints: Evidence from the Euro Area", *American Economic Journal: Macroeconomics*, under publicering.
- Amberg, N., Jansson, T., Klein, M. och A. Rogantini Picco (2021), "Five Facts about the Distributional Income Effects of Monetary Policy", Sveriges Riksbank Working Paper No. 403.
- Armelius, H., Solberger, M., Spånberg, E. och P. Österholm (2023), "The Evolution of the Natural Rate of Interest – Evidence from the Scandinavian Countries", Working Paper, Handelshögskolan, Örebro universitet.
- Auclert, A., Malmberg, H., Martenet, F. och M. Rognlie (2021), "Demographics, Wealth, and Global Imbalances in the Twenty-First Century", NBER Working Paper 29161.
- Bacchetta, Philippe och Pauline Chikhani (2021), "On the weakness of the Swedish krona", Penning- och valutapolitik 2021:1, Sveriges riksbank, 6–26.
- Bank of England (2022a), Monetary Policy Report, February 2022.
- Bank of England (2022b), Monetary Policy Report, May 2022.
- Bank of England (2022c), Monetary Policy Report, August 2022.
- Bank of England (2022d), Monetary Policy Report, November 2022.
- Bank of England (2023), Quantitative easing and quantitative tightening – speech by Silvana Tenreiro, April 2023.
- Blix Grimaldi, M., Crosta, A. och D. Zhang (2021), "The Liquidity of the Government Bond Market – What Impact Does Quantitative Easing Have? Evidence from Sweden", Sveriges Riksbank Working Paper Series No. 402.
- Boivin, J., Kiley, M.T. och F.S. Mishkin (2011), "How has the Monetary Policy Mechanism Evolved Over Time?", i (B.M. Friedman and M. Woodford, red.), *Handbook of Monetary Economics*, vol. 3A, 369–422, Elsevier, Amsterdam.
- Coibion, O. (2012), "Are the Effects of Monetary Policy Shocks Big or Small?", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(2), 1–32.
- Corbo, V. och Strid, I. (2020), "MAJA: A Two Region DSGE Model for Sweden and its main Trading Partners", Sveriges Riksbank Working Paper Series Nr. 391, Sveriges Riksbank.
- Di Casola, P. och Stockhammar, P. (2021), "When Domestic and Foreign QE Overlap: the Case of Sweden", Sveriges Riksbank Working Paper Series 404, Sveriges riksbank.
- Flug, K. och P. Honohan (2022), *Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–2020*, Riksdagstryckeriet, Stockholm.

- Guren, A.M., Krishnamurthy, A. och T.J. McQuade (2019), "Mortgage Design in an Equilibrium Model of the Housing Market", Working Paper.
- Kaplan, G., Moll, B. och G. Violante (2018), "Monetary Policy According to HANK", *American Economic Review*, 108(3), 697–743.
- Kjellberg, D. och M. Åhl (2022), "Riksbankens finansiella resultat och kapital påverkas av högre räntor", *Ekonomiska kommentarer*, nr 8, Sveriges riksbank.
- Lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank, Sveriges riksdag.
- Lagen (2022:1568) om Sveriges riksbank, Sveriges riksdag.
- Mian, A., Sufi, A. och E. Verner (2017), "Household Debt and Business Cycles Worldwide", *Quarterly Journal of Economics*, 132(4), 1755–1817.
- Mian, A. och A. Sufi (2018), "Finance and Business Cycles: The Credit-Driven Household Demand Channel", *Journal of Economic Perspectives*, 32(3), 31–58.
- Rachel, L. och L.H. Summers (2019), "On Secular Stagnation in the Industrialized World", *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring, 50, 1–54.
- Riksbanken (2021), "Valutareservens finansiering", Beslutsunderlag, avdelningen för marknader, Riksbanken, den 12 januari.
- Riksbanken (2022a), Penningpolitiskt protokoll, februari 2022.
- Riksbanken (2022b), Penningpolitiskt protokoll, april 2022.
- Riksbanken (2022c), Penningpolitiskt protokoll, juni 2022.
- Riksbanken (2022d), Penningpolitiskt protokoll, september 2022.
- Riksbanken (2022e), Penningpolitiskt protokoll, november 2022.
- Riksbanken (2023a), Årsredovisning för Sveriges riksbank 2022, Framställning till riksdagen 2022/23:RB1.
- Riksbanken (2023b), Fördjupning – Värdepappersköpens effekter på Riksbankens beslut.
- Riksbanken (2023c), Redogörelse för penningpolitiken 2022, Sveriges riksbank.
- Riksgälden (2018), Statsupplåning – prognos och analys, 2018:2, Riksgäldskontoret.
- Walentin, K. (2022), "Bristande analys av tillgångsköpen", *Dagens Industri*, den 14 juni.

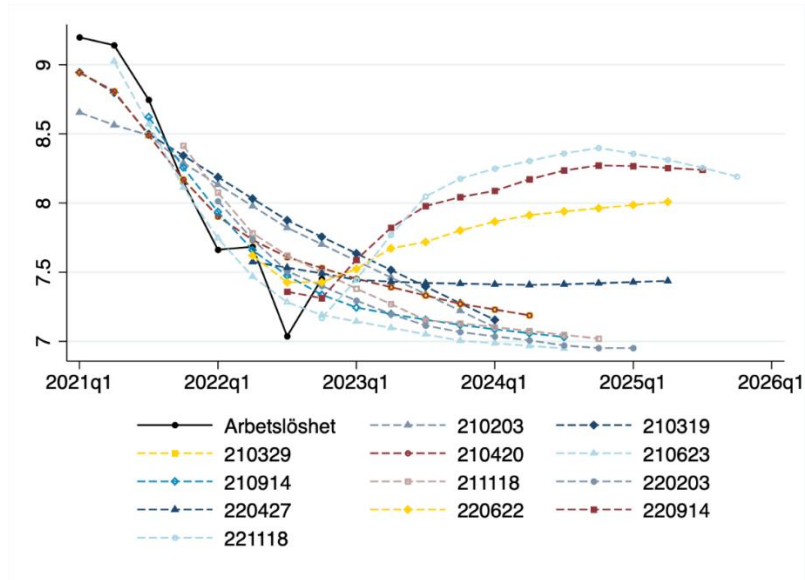
Appendix

Figur A.1 BNP-gap och Riksbankens prognoser tre år framåt vid olika datum 2021–2022



Anm.: Helt dragen linje visar BNP-gapet och streckade linjer prognoser vid olika datum. Procent. Kvartalsdata. Källa: Riksbanken.

Figur A.2 Arbetslöshet och Riksbankens prognoser tre år framåt vid olika datum 2021–2022



Anm.: Helledragen linje visar arbetslösheten och streckade linjer prognoser vid olika datum. Procent. Kvartalsdata. Källa: Riksbanken.

Tabell A1 Penningpolitiska beslut 2021

Mötesdatum	Styrränta		Motivering*
	Förändring	Ny nivå	
9 februari	0	0	<i>Vid det penningpolitiska mötet den 9 februari beslutade Riksbankens direktion att hålla reporäntan oförändrad på noll procent. För att ge stöd åt återhämtningen och inflationen fortsätter Riksbanken också att köpa tillgångar inom ramen om 700 miljarder kronor och att erbjuda likviditet inom alla de program som lanserades under 2020.</i>
26 april	0	0	<i>Återhämtningen är på god väg, men det dröjer innan inflationen mer varaktigt är nära målet på 2 procent. Det krävs därför en fortsatt expansiv penningpolitik för att stödja ekonomin och inflationen. Vid det penningpolitiska mötet den 26 april beslutade Riksbankens direktion att hålla reporäntan oförändrad på noll procent och den väntas vara kvar på den nivån de kommande åren. Riksbanken fortsätter också att köpa tillgångar inom ramen om 700 miljarder kronor och att erbjuda likviditet inom alla de program som lanserades under 2020.</i>
30 juni	0	0	<i>Vid det penningpolitiska mötet den 30 juni beslutade Riksbankens direktion att hålla reporäntan oförändrad på noll procent och den väntas vara kvar på den nivån under den kommande treårsperioden. Direktionen beslutade också att Riksbanken under det fjärde kvartalet ska köpa obligationer till ett sammanlagt nominellt belopp om 68,5 miljarder kronor. Detta innebär att köptakten fortsätter att trappas ner men att ramen för tillgångsköpen på 700 miljarder kronor kommer att utnyttjas fullt ut fram till slutet av 2021.</i>
20 september	0	0	<i>Vid det penningpolitiska mötet den 20 september beslutade Riksbankens direktion att hålla reporäntan oförändrad på noll procent och man bedömer att räntan är kvar på den nivån under den kommande treårsperioden. Riksbanken fortsätter att köpa värdepapper under återstoden av 2021 enligt tidigare beslut och direktionens prognos är att innehavet kommer att vara ungefär oförändrat under 2022. Direktionen beslutade också att nu avsluta vissa lånefaciliteter som lanserades under pandemin och att vid årsskiftet återställa kraven på de säkerheter som bankerna måste lämna vid lån från Riksbanken.</i>
24 november	0	0	<i>För att inflationen ska vara nära inflationsmålet på lite sikt behöver penningpolitiken ge ett fortsatt stöd till ekonomin. Vid det penningpolitiska mötet den 24 november beslutade Riksbankens direktion därför att hålla reporäntan oförändrad på noll procent och att under första kvartalet 2022 köpa obligationer för att kompensera för kommande förfall i Riksbankens värdepappersinnehav.</i>

Notera: *Citat från sammanfattningarna i mötesprotokollen. (Riksbanken 2022a, 2022b, 2022c, 2022d och 2022e).

Tabell A2 Penningpolitiska beslut 2022

Mötesdatum	Styrränta		Motivering*
	Förändring	Ny nivå	
9 februari	0	0	<i>För att inflationen ska vara nära inflationsmålet på lite sikt behöver penningpolitiken ge ett fortsatt stöd. Vid det penningpolitiska mötet den 9 februari beslutade Riksbankens direktion därför att hålla reporäntan oförändrad på noll procent och att under andra kvartalet 2022 köpa obligationer för 37 miljarder kronor för att kompensera för förfall i Riksbankens innehav av värdepapper.</i>
27 april	+0,25	0,25	<i>För att motverka att den höga inflationen biter sig fast i pris- och lönebildningen och se till att inflationen återgår till målet efter en tid behöver Riksbanken agera med penningpolitiken. Vid det penningpolitiska mötet den 27 april beslutade Riksbankens direktion därför att höja reporäntan från noll till 0,25 procent och att under andra halvåret i år sänka takten i Riksbankens köp av värdepapper så att innehavet börjar minska.</i>
29 juni	+0,5	0,75	<i>För att motverka att den höga inflationen biter sig fast i pris- och lönebildningen och se till att inflationen återgår till målet behöver Riksbanken agera med penningpolitiken. Vid det penningpolitiska mötet den 29 juni beslutade direktionen därför att höja styrräntan med 0,5 procentenheter till 0,75 procent och att Riksbankens innehav av värdepapper ska minska snabbare under andra halvåret än vad som beslutades i april.</i>
19 september	+1,0	1,75	<i>Inflationen är för hög. Den urholkar hushållens köpkraft och gör det svårare för hushåll och företag att planera sin ekonomi. Det är av stor vikt att penningpolitiken fortsätter att agera för att inflationen ska falla tillbaka och stabiliseras vid målet på 2 procent inom ett rimligt tidsperspektiv. Vid det penningpolitiska mötet den 19 september beslutade direktionen därför att höja styrräntan med 1 procentenhet till 1,75 procent.</i>
23 november	+0,75	2,50	<i>För att få ner inflationen och värna inflationsmålet beslutade direktionen vid det penningpolitiska mötet den 23 november att höja styrräntan med 0,75 procentenheter till 2,50 procent. Inflationen är fortfarande alldeles för hög och jämfört med i september bedömer direktionen att penningpolitiken behöver stramas åt mer för att föra den tillbaka till målet inom rimlig tid.</i>

Notera: *Citat från sammanfattningarna i mötesprotokollen (Riksbanken 2022a, 2022b, 2022c, 2022d och 2022e).

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

2021/22:RFR1	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om den aktuella penningpolitiken den 19 oktober 2021
2021/22:RFR2	SOCIALUTSKOTTET Socialutskottets offentliga utfrågning om precisionsmedicin
2021/22:RFR3	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om finansiell stabilitet – Sårbarheter och motståndskraft i ekonomin i ljuset av ökande skulder hos hushåll och kommersiella fastighetsföretag
2021/22:RFR4	FINANSUTSKOTTET Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–2020
2021/22:RFR5	FINANSUTSKOTTET Evaluation of the Riksbank's Monetary Policy 2015–2020
2021/22:RFR6	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om den aktuella penningpolitiken den 3 mars 2022
2021/22:RFR7	ARBETSMARKNADSUTSKOTTET Uppföljning av nyanländas etablering –arbetsmarknadsstatus med särskilt fokus på kvinnorna
2021/22:RFR8	KONSTITUTIONSUTSKOTTET Uppföljning och utvärdering av tillämpningen av utskottsinitiativ
2021/22:RFR9	KULTURUTSKOTTET Uppföljning av delar av den svenska friluftslivspolitik
2021/22:RFR10	NÄRINGSUTSKOTTET Innovationskritiska metaller och mineral – en forskningsöversikt
2021/22:RFR11	SOCIALUTSKOTTET Hälsa- och sjukvård för barn och unga i samhällets vård – en utvärdering
2021/22:RFR12	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om AP-fondernas placeringar av buffertkapitalet i pensionssystemet den 26 april 2022
2021/22:RFR13	FÖRSVARsutskottet Sveriges deltagande i fem internationella militära insatser – en uppföljning av konsekvenserna för den nationella försvarsförmågan
2021/22:RFR14	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om Finanspolitiska rådets rapport Svensk finanspolitik 2022
2021/22:RFR15	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om Riksbankens redogörelse för penningpolitiken 2021 den 10 maj 2022
2021/22:RFR16	SOCIALUTSKOTTET Offentlig utfrågning om svensk och europeisk cancerstrategi
2021/22:RFR17	TRAFIKUTSKOTTET Transportsektorns klimatmål

2021/22:RFR18

KULTURUTSKOTTET

Kulturutskottets öppna seminarium om uppföljning av delar av den svenska friluftslivspolitiken

2022/23:RFR1	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om den aktuella penningpolitiken den 20 oktober 2022
2022/23:RFR2	FINANSUTSKOTTET Översikt med internationella exempel på uppföljning och utvärdering av centralbanker
2022/23:RFR3	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om finansiell stabilitet i svensk ekonomi i ljuset av hög inflation och högre räntor
2022/23:RFR4	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om Riksbankens årsredovisning 2022 och det senaste penningpolitiska beslutet från februari 2023