

# Redogörelse för penningpolitiken

2023



# Redogörelse för penningpolitiken

---

Riksbanken är en myndighet under riksdagen med ansvar för penningpolitiken i Sverige. Sedan 1999 har Riksbanken en självständig ställning gentemot riksdag och regering. Det innebär att medlemmarna i Riksbankens direktion fattar beslut i penningpolitiska frågor utan att begära eller ta emot instruktioner från någon. Ingen annan myndighet får heller bestämma hur Riksbanken ska besluta i frågor som rör penningpolitiken.

Hur Riksbanken genomför det uppdrag som delegerats till den följs upp på olika sätt av riksdagen. Bland annat ska riksdagens finansutskott varje år pröva om riksbanksfullmäktige och direktionen kan beviljas ansvarsfrihet för sin förvaltning under det gånga verksamhetsåret. Finansutskottet granskar och utvärderar också varje år den penningpolitik som Riksbanken fört under de närmast föregående åren. Riksbanken ska regelbundet eller på begäran lämna en redogörelse för den penningpolitiska verksamheten till riksdagens finansutskott (11 kap. 1 § i lagen [2022:1568] om Sveriges riksbank). Redogörelserna presenteras dels i de penningpolitiska rapporterna, dels i ett särskilt underlag för utvärdering av penningpolitiken, redogörelse för penningpolitiken.

Redogörelse för penningpolitiken är ett underlag för utvärdering – inte en utvärdering i sig. Det innebär däremot inte att det endast är en ren sammanställning av siffror. Redogörelsen innehåller även analyser av utfall, prognoser och händelseförlopp eftersom Riksbanken anser att de som utvärderar penningpolitiken bör få bankens tolkningar av materialet. Det står sedan finansutskottet, och andra som vill utvärdera materialet, fritt att dela Riksbankens slutsatser eller göra andra tolkningar.

Kapitel 1 undersöker måluppfyllelsen 2023, och kapitel 2 redogör för den penningpolitik som bedrivits under året. Kapitel 3 analyserar träffsäkerheten i prognoserna gjorda 2022 medan kapitel 4 går igenom viktiga penningpolitiska frågor. Rapporten innehåller också en fördjupning om alternativa scenarier i den penningpolitiska rapporten och en fördjupning om Riksbankens penningpolitiska utvecklingsarbete.

---

Direktionen fattade beslut om Redogörelse för penningpolitiken den 20 mars 2024. Rapporten går att ladda ned i pdf-format på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se) där det också finns mer information om Riksbanken.

## Penningpolitiken i Sverige – Riksbankens strategi

- Det överordnade målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla varaktigt låg och stabil inflation. Riksbanken har preciserat målet som att den årliga förändringen av konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) ska vara 2 procent. Inflationsmålet ska fungera som riktmärke för pris- och lönebildningen i ekonomin.
- Utan att åsidosätta inflationsmålet ska Riksbanken dessutom bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning. Riksbanken bedriver därmed en flexibel inflationsmålpolitik. Vid varje penningpolitiskt beslut bedömer direktionen vilken penningpolitik som är välvägd. Om inflationen avviker från inflationsmålet handlar avvägningen normalt om att hitta en lämplig balans mellan hur snabbt den ska föras tillbaka och effekterna på den realekonomiska utvecklingen.
- Det är varken möjligt eller önskvärt att bedriva en penningpolitik som alltid håller inflationen på exakt 2 procent. Det sker hela tiden förändringar i ekonomin som gör att inflationen varierar på ett sätt som inte går att förutsäga med tillräcklig precision och motverka på kort sikt. Det viktiga är att hushåll och företag har förtroende för målet. Långvariga avvikelser från målet riskerar att påverka förväntningarna om vilken nivå på inflationen som kommer att vara den normala i ekonomin.
- Eftersom det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen och realekonomin vägleds penningpolitiken av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Det finns inget generell svar på frågan hur snabbt Riksbanken siktar på att föra tillbaka inflationen till 2 procent om den avviker från målet. En alltför snabb återgång kan i vissa lägen få effekter på produktion och sysselsättning som är mycket negativa, medan en alltför långsam återgång kan försvaga trovärdigheten för inflationsmålet.
- Riksbanken kan väga in risker förknippade med utvecklingen på de finansiella marknaderna i sina penningpolitiska beslut så länge förtroendet för inflationsmålet är tydligt förankrat och den förväntade och sammantagna måluppfyllelsen när det gäller inflationen och produktionen och sysselsättningen blir bättre sett över en längre horisont. När det gäller att förebygga en obalanserad utveckling av tillgångspriser och skuldsättning är det dock framför allt viktigt att det finns ett väl fungerande finansiellt regelverk och en effektiv tillsyn.
- Riksbankens huvudsakliga penningpolitiska verktyg är styrräntan. Vid behov kan den kompletteras med andra åtgärder, bland annat köp eller försäljning av statspapper, för att till exempel säkerställa att penningpolitiken får genomslag på ett effektivt sätt på de räntor som hushåll och företag möter. Riksbanken kan köpa och sälja andra värdepapper än statspapper om det finns synnerliga skäl. Sådana synnerliga skäl kan till exempel finnas vid finansiell oro eller i kriser.
- Riksbanken strävar efter en öppen och tydlig kommunikation. Det gör det lättare för ekonomins aktörer att fatta goda ekonomiska beslut. Penningpolitiken blir också lättare att utvärdera. Riksdagens finansutskott, Riksrevisionen och Riksbanksfullmäktige följer upp och utvärderar den förda penningpolitiken på olika sätt inom ramen för sina respektive uppdrag.
- Direktionen håller normalt fem penningpolitiska möten per år.<sup>1</sup> Det penningpolitiska beslutet och den penningpolitiska rapporten presenteras tillsammans med ett pressmeddelande kl. 9:30 dagen efter det penningpolitiska mötet. Den penningpolitiska rapporten beskriver den ekonomiska utvecklingen och motiverar det penningpolitiska beslutet. Av beslutet och pressmeddelandet framgår hur de enskilda direktionsledamöterna röstade och en huvudsaklig motivering till eventuella reservationer. En presskonferens hålls senare samma dag. Knappt två veckor efter varje penningpolitiskt möte publiceras ett protokoll där det går att se hur de olika direktionsledamöterna argumenterade.

<sup>1</sup> Från och med 2024 ökade antalet penningpolitiska möten per år från fem till åtta. Se <https://www.riksbank.se/sv/press-och-publicerat/nyheter-och-pressmeddelanden/pressmeddelanden/2023/atta-penningpolitiska-moten-per-ar-fran-2024/>.

# Innehållsförteckning

1	Måluppfyllelse	5
1.1	Inflationen 2023	5
1.2	Den ekonomiska utvecklingen 2023	12
2	Penningpolitiken 2023	16
2.1	Riksbankens prognoser och penningpolitiska överväganden	16
2.2	Förteckning över de penningpolitiska besluten 2023	27
	FAKTA – Fler penningpolitiska möten från och med 2024	28
3	Utvärdering av Riksbankens prognoser från 2022	29
3.1	Omvärldens BNP utvecklades i linje med prognoserna men inflationen underskattades	31
3.2	Kronan försvagades mer än väntat	32
3.3	Styrkan på arbetsmarknaden överraskade	33
3.4	Högre inflation än förväntat	35
3.5	Stora prognosfel för styrräntan	36
4	Viktiga penningpolitiska frågor	39
4.1	Syftet med inflationsmålet	39
4.2	Den penningpolitiska debatten 2023	42
4.3	Frågor inför framtiden	51
	FÖRDJUPNING – Alternativa scenarier i den penningpolitiska rapporten	53
	FÖRDJUPNING – Riksbankens penningpolitiska utvecklingsarbete	57

# 1 Måluppfyllelse

---

Penningpolitiken bidrog till att KPIF-inflationen föll tillbaka från höga nivåer i början av året och låg nära målet i december. Avvikelsen från målet var stor i genomsnitt under året, men den minskade kontinuerligt och var liten i slutet av 2023. KPIF-inflationen exklusive energi minskade dock betydligt långsammare och låg fortfarande på en hög nivå i slutet av året. De långsiktiga inflationsförväntningarna var fortsatt väl förankrade vid inflationsmålet, vilket visar att det fanns ett starkt förtroende för att inflationen kommer att stabiliseras kring 2 procent på sikt. Penningpolitiken hade en viktig roll för att hålla de långsiktiga inflationsförväntningarna stabila.

Under året var efterfrågan i svensk ekonomi överraskande motståndskraftig mot hög inflation och räntehöjningar, även om konjunkturen mattades av och BNP minskade något. Arbetsmarknaden försvagades under hösten och sysselsättningen minskade från en hög nivå. Syftet med Riksbankens räntehöjningar har varit att få inflationen tillbaka till målet inom rimlig tid, utan att bromsa ekonomin onödigt mycket. Den stramare penningpolitiken har dämpat den ekonomiska aktiviteten och resursutnyttjandet. Men det hade varit värre att låta den höga inflationen bita sig fast. Hög inflation är skadligt för ekonomin och genom att nå en varaktigt låg och stabil inflation skapar penningpolitiken förutsättningar för en långsiktigt god ekonomisk utveckling.

---

## 1.1 Inflationen 2023

### **Inflationen föll under året från en hög nivå**

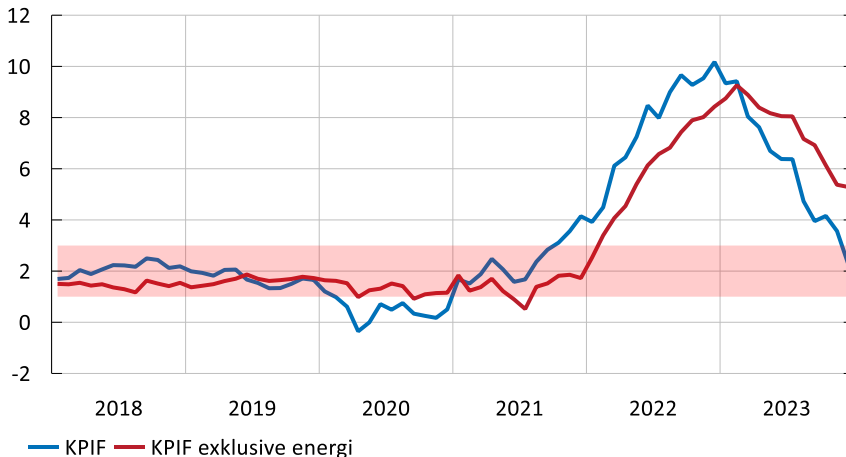
Under 2022 steg inflationen till en mycket hög nivå (se diagram 1). Inflationen var hög även i omvärlden och många av drivkrafterna till den höga inflationen var internationella, som olika pandemirelaterade obalanser, störningar på den europeiska energimarknaden och Rysslands invasion av Ukraina. Men ökad efterfrågan till följd av den mycket starka återhämtningen efter pandemin bidrog också till den höga inflationen.

Under 2023 minskade de globala störningarna vilket tillsammans med stramare penningpolitik ledde till att inflationen sjönk, både i Sverige och i omvärlden, och närmade sig centralbankernas inflationsmål (se diagram 2). Inflationen exklusive energi minskade dock betydligt långsammare och låg fortfarande på en hög nivå i slutet av året (se diagram 1). Inflationen var något högre i Sverige än i euroområdet och i USA, särskilt om man rensar bort energipriserna (se diagram 3). Detta hänger

sannolikt samman med att kronan försvagades under stora delar av året och att växelkursens genomslag på inflationen tycks ha varit ovanligt stort.<sup>2</sup>

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

Årlig procentuell förändring

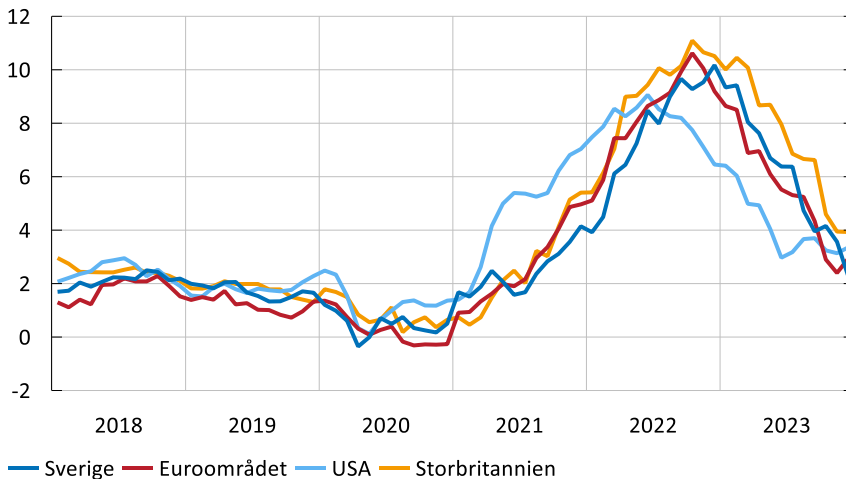


Anm. Det rosa fältet visar Riksbankens variationsband och täcker ungefär tre fjärdedelar av KPIF-utfallen sedan januari 1995. Variationsbandet är ett sätt att visa om avvikelser från inflationsmålet är ovanligt stora.

Källor: SCB och Riksbanken.

### Diagram 2. Konsumentpriser i olika länder och regioner

Årlig procentuell förändring



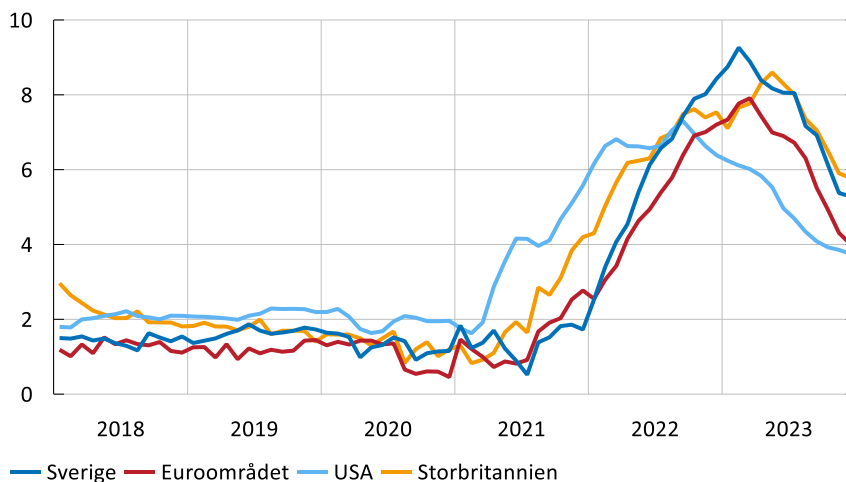
Anm. Konsumentpriser avser KPIF för Sverige, HIKP för euroområdet och KPI för USA och Storbritannien.

Källor: Eurostat, SCB, U.K Office for National Statistics och U.S. Bureau of Labor Statistics.

<sup>2</sup> Se fördjupningen "Kronans genomslag på inflationen tycks ha varit ovanligt stort", *Penningpolitisk rapport*, november 2023, Sveriges riksbank.

**Diagram 3. Konsumentpriser exklusive energi i olika länder och regioner**

Årlig procentuell förändring



Anm. Diagrammet visar KPIF exklusive energi för Sverige, HIKP exklusive energi för euroområdet samt KPI exklusive energi för USA och Storbritannien.

Källor: Eurostat, SCB, U.K. Office for National Statistics och U.S. Bureau of Labor Statistics.

I Sverige föll KPIF-inflationen från en topp på 10,2 procent i december 2022 till 2,3 procent i december 2023. Nedgången i början av året berodde främst på lägre energipriser (se diagram 4). Att energipriserna blev lägre berodde bland annat på att länderna i Europa hade lyckats ersätta rysk gas med flytande gas från andra länder, vilket mildrade effekterna av den europeiska energikrisen i Sverige. Dessutom var oljepriset lägre. Ökningstakten i livsmedelspriserna började också avta. Tjänstepriserna fortsatte att öka snabbt och bidrog som mest med närmare 4 procentenheter till KPIF-inflationen (se diagram 5). Snabba prisökningar inom de tjänstebranscher som utvecklades starkt efter pandemin, exempelvis hotell- och restaurangtjänster, tyder på att hög efterfrågan tydligt bidrog till utvecklingen.<sup>3</sup>

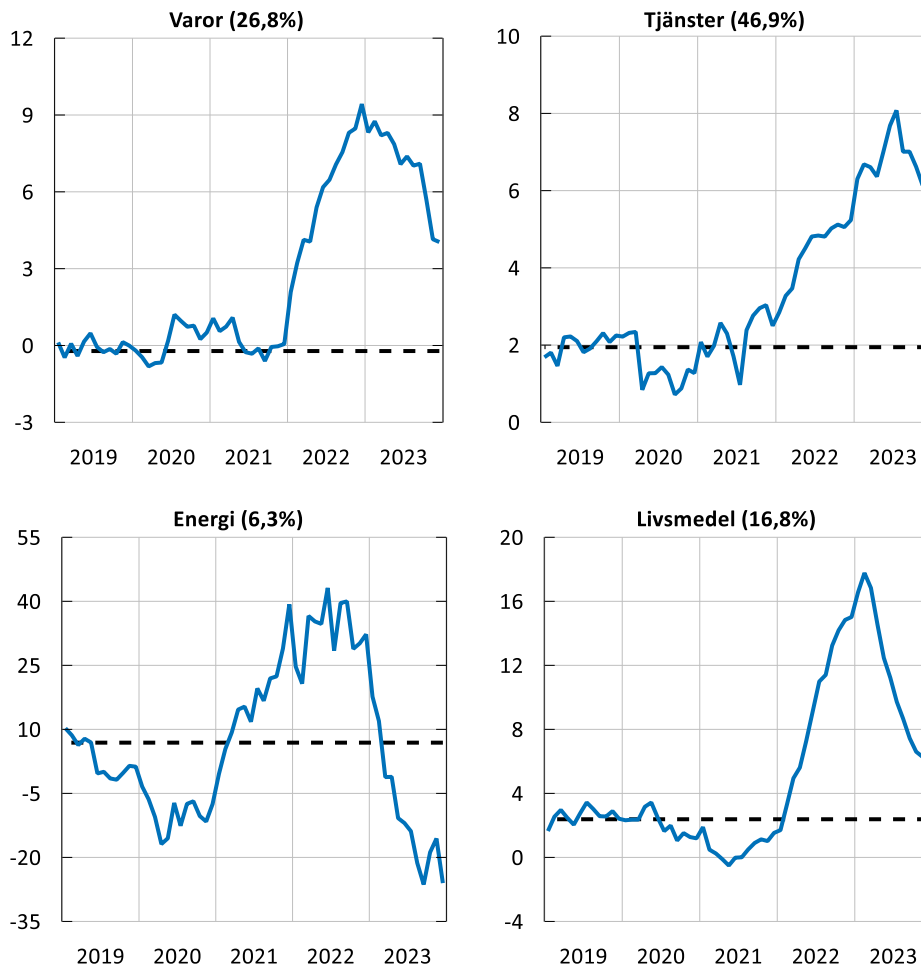
Under andra halvåret minskade även KPIF-inflationen exklusive energi mer påtagligt i takt med att effekterna av de tidigare utbudsstörningarna klingade av och den stramare penningpolitiken dämpade efterfrågan i den svenska ekonomin. Ökningstakten i tjänstepriserna minskade under andra halvåret och prisökningarna på varor mattades av snabbt under hösten. KPIF-inflationen exklusive energi var dock hög under hela året och uppgick till 5,3 procent i december.

Alla stora delindex i KPIF förutom energi ökade mycket mer än normalt under 2023 (se tabell 1). Tjänstepriserna bidrog mest till KPIF-inflationen. Men även bidragen från livsmedels- och varupriserna var historiskt höga, och uppgick i slutet av året till knappt en procentenhet var (se diagram 5). Energipriserna bidrog negativt till KPIF-inflationen under större delen av året.

<sup>3</sup> Dessutom ledde ändrade konsumtionsbeteenden efter pandemin till relativt stora viktjusteringar inom tjänsteprisaggregatet, vilket höjde den årliga prisökningstakten under 2023.

**Diagram 4. Utvecklingen för olika delindex i KPIF till och med december 2023**

Årlig procentuell förändring



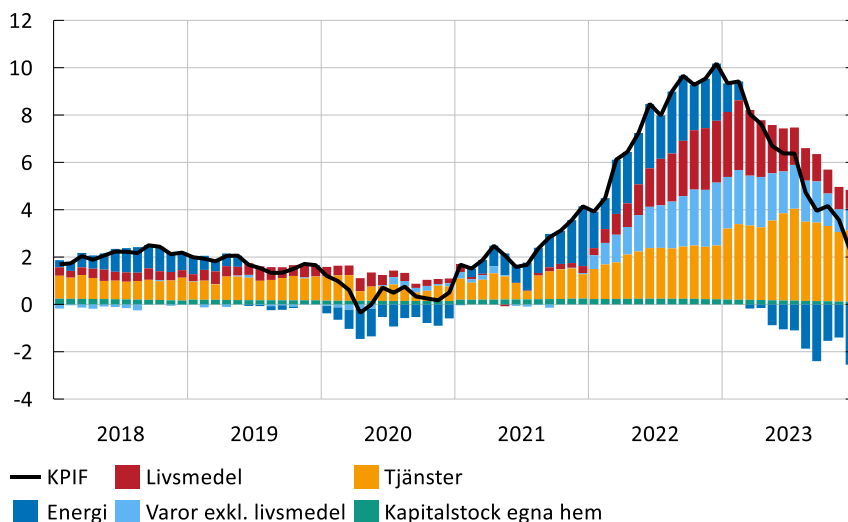
Anm. Varor avser varupriser exklusive energi och livsmedel. Inom parentes visas vikten i KPIF, enligt Riksbankens indelning. Här visas inte kapitalstocksindex som har vikten 3,4 procent. Horisontella streckade linjer avser medelvärden för perioden 1998–2019.

Källor: SCB och Riksbanken.



**Diagram 5. Bidrag till KPIF-inflationen**

Årlig procentuell förändring respektive procentenheter



Anm. Staplarna illustrerar respektive prisgrupps bidrag till ökningstakten i KPIF de senaste tolv månaderna. Bidragen kan tolkas som den årliga ökningstakten i varje grupp multiplicerat med gruppens vikt i KPIF. Se tabell 1 för respektive grupps vikt år 2023.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Tabell 1. Utveckling i KPIF och dess komponenter**

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

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

Anm. Vikterna är de som gällde för år 2023.

Källa: SCB.

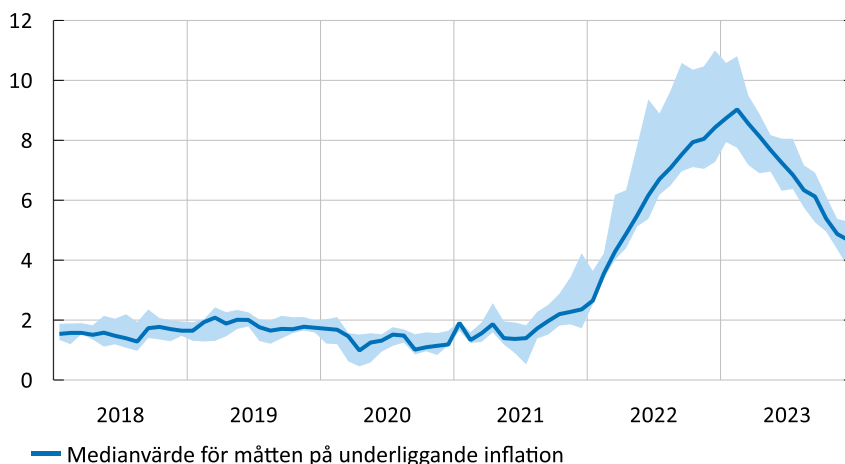
**Alla mått på den underliggande inflationen sjönk**

Den stramare penningpolitiken har inte bara syftat till att inflationen ska komma ner till målet på 2 procent, utan att den varaktigt ska stabiliseras kring målet. Riksbanken analyserar därför flera mått på inflationen för att bilda sig en uppfattning om hur varaktig inflationen är. Olika mått på den underliggande inflationen, som exkluderar eller minskar betydelsen av priser som varierar kraftigt, sjönk tydligt under 2023 (se diagram 6).<sup>4</sup> I december var medianen av dessa mått 4,7 procent.

<sup>4</sup> För mer information om olika mått på underliggande inflation, se Riksbankens hemsida <https://www.riksbank.se/sv/statistik/makroindikatorer/underliggande-inflation/>.

**Diagram 6. Olika mått på underliggande inflation**

Årlig procentuell förändring



Anm. Fältet visar det högsta och lägsta utfallet bland 7 olika mått på underliggande inflation: KPIF exkl. energi, UND24, Trim85, KPIF exkl. energi och färskvaror, persistensviktad inflation (KPIFPV), faktor från principalkomponentanalys (KPIFPC) och viktad medianinflation (Trim1).

Källor: SCB och Riksbanken.

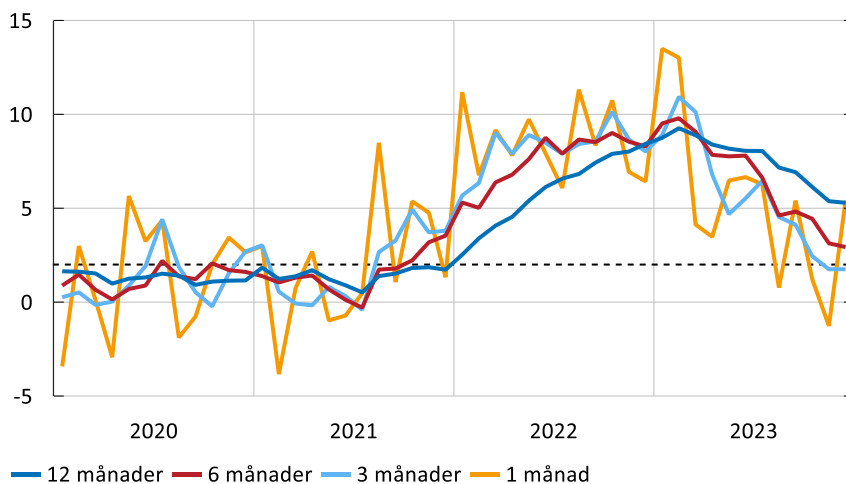
**Avvikelsen från inflationsmålet var liten i slutet av 2023**

Penningpolitiken och de avklingande effekterna av tidigare utbudsstörningar bidrog till att KPIF-inflationen föll tillbaka relativt snabbt från höga nivåer i början av året till 2,3 procent i december. I genomsnitt var KPIF-inflationen 6,0 procent 2023 (se tabell 1). Avvikelsen från målet var stor i genomsnitt under året, men den minskade kontinuerligt och var liten i slutet av 2023. Att KPIF-inflationen föll så snabbt berodde till stor del på att energipriserna minskade. KPIF-inflationen exklusive energipriser var därför betydligt högre än KPIF-inflationen. Tjänstepriserna, som i större utsträckning avspeglar det inhemska konjunkturläget, ökade i snabb takt. Men ökningstakten i tjänstepriserna vände också ner under året. Att inflationstrycket dämpades under året är tydligt om man studerar prisförändringar som mäts över kortare tidsperioder än ett år. Diagram 7 visar säsongsrensade prisförändringar på 1, 3 och 6 månaders sikt uppräknade till årstakt tillsammans med den vanliga 12-månadersförändringen för KPIF exklusive energi. De kortsiktiga prisförändringarna kom ner snabbare och var under andra halvåret 2023 lägre än 12-månaderstalen.

Riksbankens penningpolitik påverkar inflationen bland annat genom efterfrågan i ekonomin och förväntningar om hur inflationen ska utvecklas i framtiden. Penningpolitiken påverkar inflationen och realekonomin med viss fördröjning och räntehöjningarna hade därför ännu inte fått full effekt under 2023.

**Diagram 7. KPIF exklusive energi**

Årlig procentuell förändring respektive 1-, 3- och 6-månadsförändring i uppräknad årstakt



Anm. Säsongsrensade data. Streckad linje markerar 2 procent.

Källor: SCB och Riksbanken.

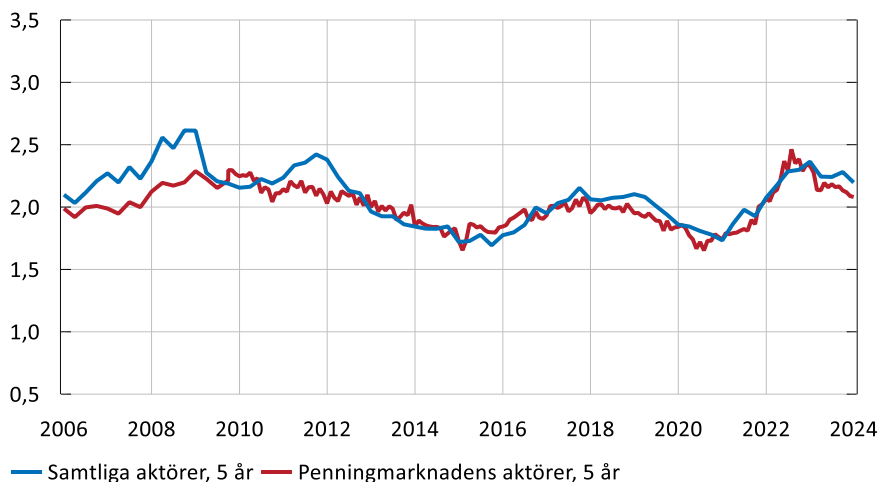
**Stabila långsiktiga inflationsförväntningar**

Penningpolitiken syftar till att stabilisera inflationen kring inflationsmålet. Det främsta syftet med inflationsmålet är att det ska fungera som ett långsiktigt riktmärke för pris- och lönebildningen. Därför är det avgörande att ekonomins aktörer litar på att Riksbanken med hjälp av penningpolitiken återför inflationen till målet när störningar har fått den att avvika. Att olika mått på de långsiktiga inflationsförväntningarna ligger nära målet är ett tecken på att aktörerna har en sådan tillit till penningpolitiken.

De långsiktiga inflationsförväntningarna har förblivit väl förankrade vid inflationsmålet även under de senaste åren då inflationen nått tvåsiffriga nivåer. Enligt enkätundersökningar minskade de långsiktiga inflationsförväntningarna något under 2023 och var i slutet av året strax över 2 procent (se diagram 8). Riksbankens bedömning är att den stramare penningpolitiken har varit viktig för att stabilisera de långsiktiga inflationsförväntningarna nära målet.

**Diagram 8. Långsiktiga inflationsförväntningar**

Procent



Anm. Förväntningarna avser KPI.

Källa: Kantar Prospera.

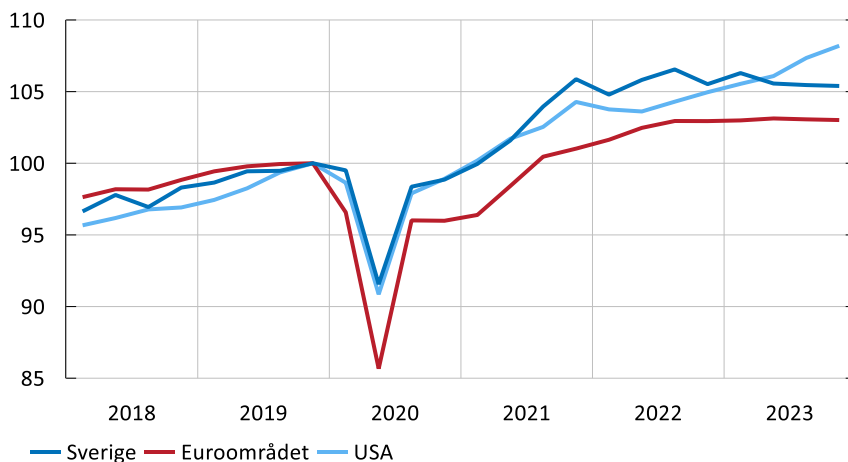
## 1.2 Den ekonomiska utvecklingen 2023

### Den ekonomiska aktiviteten avtog och arbetslösheten steg

Efterfrågan i svensk ekonomi var överraskande motståndskraftig mot hög inflation och räntehöjningar och Sveriges BNP ökade under första kvartalet 2023 (se diagram 9). Men den ekonomiska aktiviteten avtog sedan och BNP minskade något. Räntekänsliga delar av ekonomin, som hushållens konsumtion och bostadsinvesteringarna, påverkades mycket av den strama penningpolitiken. Hushållens konsumtion minskade och utvecklingen var svag både ur ett historiskt perspektiv och jämfört med andra länder, vilket hänger samman med de svenska hushållens höga skuldsättning och korta räntebindingstider. Dessutom föll bostadsinvesteringarna kraftigt eftersom räntehöjningarna successivt dels dämpade efterfrågan på nya bostäder, dels ökade byggföretagens finansieringskostnader samtidigt som byggkostnaderna också ökade. Nettoexporten, näringslivets övriga investeringar och den offentliga konsumtionen bidrog positivt till BNP, men inte tillräckligt för att kompensera för nedgången i konsumtionen och bostadsinvesteringarna samt ett negativt bidrag från lagerinvesteringarna. I USA var BNP-tillväxten fortsatt stark under 2023, men i euroområdet var BNP ungefär oförändrad (se diagram 9).

**Diagram 9. BNP i Sverige och omvärlden**

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



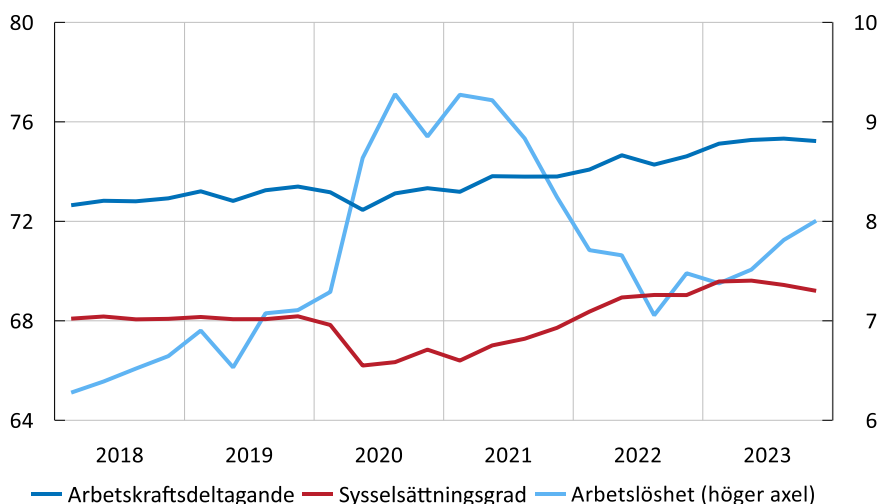
Källor: Nationella källor och Riksbanken.

Arbetsmarknaden i Sverige var stark under första halvåret 2023, trots åtstramande penningpolitik och en svag BNP-utveckling. Det finns troligen flera förklaringar till detta. En av dem var att hushållen hade en uppdämd vilja att konsumera sysselsättningsintensiva tjänster efter pandemin. En annan förklaring är att företagen valde att fortsätta anställa trots att efterfrågan avtog, förmodligen för att de tidigare hade haft stor brist på arbetskraft och svårt att rekrytera. Dessutom sjönk reallönerna kraftigt till följd av den höga inflationen och kostnaden för arbetskraft minskade i förhållande till kostnaden för kapital. Detta bidrog sannolikt till en högre efterfrågan på arbetskraft.<sup>5</sup> Under hösten visade dock även arbetsmarknaden tydliga tecken på att försvagas, även om sysselsättningsgraden och arbetskraftsdeltagandet fortfarande var på höga nivåer (se diagram 10). Arbetslösheten steg och efterfrågan på arbetskraft dämpades tydligt. Antalet nyanmälda lediga jobb minskade och antalet varsel om uppsägning steg. Vissa branscher, som bygg och handel, drabbades hårdare. Även i USA och euroområdet var arbetsmarknaderna starka och efterfrågan på arbetskraft var hög. Där var arbetslösheten också fortsatt låg i slutet av året.

<sup>5</sup> Se fördjupningen "Stark arbetsmarknad i Sverige och omvärlden", *Penningpolitisk rapport*, juni 2023, Sveriges riksbank.

**Diagram 10. Arbetskraft, sysselsättning och arbetslöshet**

Procent av befolkningen respektive arbetskraften, 15–74 år



Anm. I oktober 2023 länkades serierna om och reviderades av SCB för perioden 2005–2020 för det tidsseriebrott som uppstod i AKU i januari 2021. Även utfall efter 2021 reviderades då till följd av vissa korrigeringar i statistiken.

Källa: SCB.

**Resursutnyttjandet minskade under året**

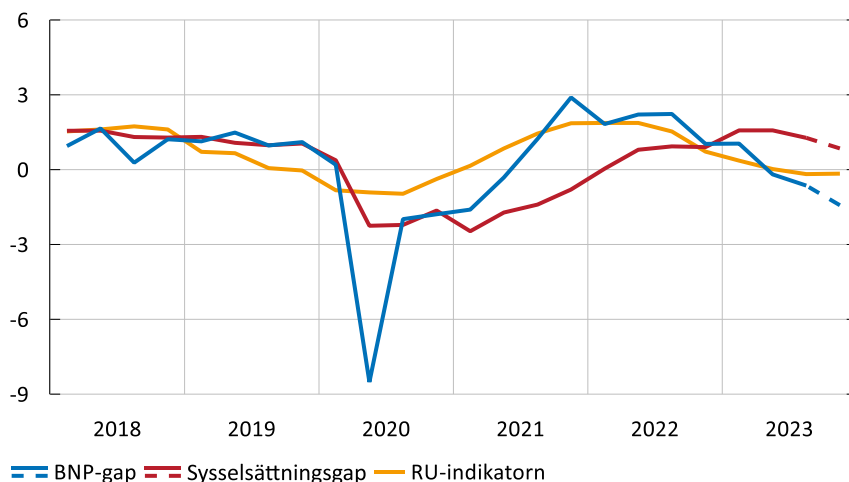
Riksbanken ska, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning. Aktivitetsnivån i ekonomin sammanfattas ofta i olika mått på resursutnyttjandet. Det man försöker mäta är i vilken utsträckning ekonomins produktiva resurser – arbetskraft och kapital – används i förhållande till vad som är långsiktigt hållbart. Resursutnyttjandet påverkar även hur löner och priser utvecklas. Därför är det viktigt för Riksbanken att försöka bilda sig en uppfattning om detta. Resursutnyttjandet kan inte mätas exakt och det finns inget entydigt mått som perfekt fångar resursutnyttjandet i ekonomin. Riksbanken gör därför en bedömning utifrån flera olika indikatorer. Exempel på sådana indikatorer är arbetslöshet, industrins kapacitetsutnyttjande och bristtal.

Enligt Riksbankens resursutnyttjandeindikator, som är en sammanvägning av olika indikatorer, sjönk resursutnyttjandet under 2023 och var nära normalt i slutet av året (se diagram 11).<sup>6</sup> Mätt med BNP- och sysselsättningsgap var resursutnyttjandet högre än normalt under inledningen av 2023. BNP-gapet minskade snabbt och pekade på lägre resursutnyttjande än normalt i slutet av året, medan sysselsättningsgapet fortfarande var positivt och pekade på ett relativt högt resursutnyttjande i slutet av året. Riksbankens sammantagna bedömning är att resursutnyttjandet minskade under 2023 och var lägre än normalt i slutet av året.

<sup>6</sup> För en beskrivning av Riksbankens resursutnyttjandeindikator se H. Lovéus (2023), "Nya indikatorer på resursutnyttjandet", *Ekonomiska kommentarer* nr 4, Sveriges riksbank.

**Diagram 11. Mått på resursutnyttjandet i Sverige**

Standardavvikelse respektive procent



Anm. Gapen avser BNP:s och sysselsättningens avvikelse från Riksbankens bedömda trender i Penningpolitisk rapport, november 2023. RU-indikatorn är ett statistiskt mått på resursutnyttjandet. Den är normaliserad så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1 för perioden 1996–2023. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos från Penningpolitisk rapport, november 2023.

Källor: SCB och Riksbanken.

När inflationen kraftigt överstiger inflationsmålet finns det risk att ekonomins aktörer tappar förtroendet för målet, vilket skulle få inflationen att bita sig fast på en hög nivå. Det skulle vara mycket skadligt för produktionen och sysselsättningen, eftersom det skulle krävas att styrräntan höjs kraftigt för att få inflationen att återvända till målet.<sup>7</sup> Syftet med Riksbankens räntehöjningar har varit att få inflationen tillbaka till målet inom rimlig tid, utan att bromsa den ekonomiska aktiviteten onödigt mycket. Den stramare penningpolitiken har dämpat den ekonomiska aktiviteten och resursutnyttjandet och bidragit till något högre arbetslöshet. Men det hade varit värre att låta den höga inflationen bita sig fast. Hög inflation är skadligt för ekonomin och genom att nå en varaktigt låg och stabil inflation skapar penningpolitiken förutsättningar för en långsiktigt god ekonomisk utveckling.

<sup>7</sup> Se även avsnitt 4.1 i denna redogörelse.

## 2 Penningpolitiken 2023

---

Liksom många andra centralbanker höjde Riksbanken styrräntan i snabb takt under 2022 för att hindra den snabbt stigande inflationen från att bita sig fast i pris- och lönebildningen. Styrräntan höjdes även under 2023 men i mer gradvisa steg med sammanlagt 1,5 procentenheter. Riksbankens innehav av värdepapper minskade genom förfall under året, men också genom att direktionen beslutade att sälja statsobligationer för att snabbare normalisera Riksbankens balansräkning.

Penningpolitiken och de avklingande effekterna av tidigare utbudsstörningar bidrog till att inflationen föll tillbaka relativt snabbt under 2023. Mätt med KPIF var nedgången i linje med Riksbankens prognoser. Men det måttet präglas mycket av vad som hände med de volatila elpriserna. Under första halvåret blev KPIF exklusive energi påtagligt högre än väntat, framför allt för att tjänstepriserna fortsatte att öka snabbt. Därtill fortsatte kronan att försvagas vilket bidrog till osäkerheten kring inflationsutsikterna. Både BNP och arbetsmarknaden utvecklades också inledningsvis starkare än i Riksbankens prognoser. För att säkerställa att inflationen skulle sjunka behövde penningpolitiken bli mer åtstramande än vad Riksbanken hade förväntat sig och prognosen för styrräntan reviderades upp under första halvåret.

Sedan mitten av 2023 har den ekonomiska utvecklingen sammantaget varit i linje med Riksbankens prognoser. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi minskade mer påtagligt och aktiviteten i svensk ekonomi bromsade in. I november beslutade direktionen att lämna styrräntan oförändrad på 4 procent men poängterade att man var fortsatt beredd att höja den ytterligare om inflationsutsikterna skulle försämrats.

---

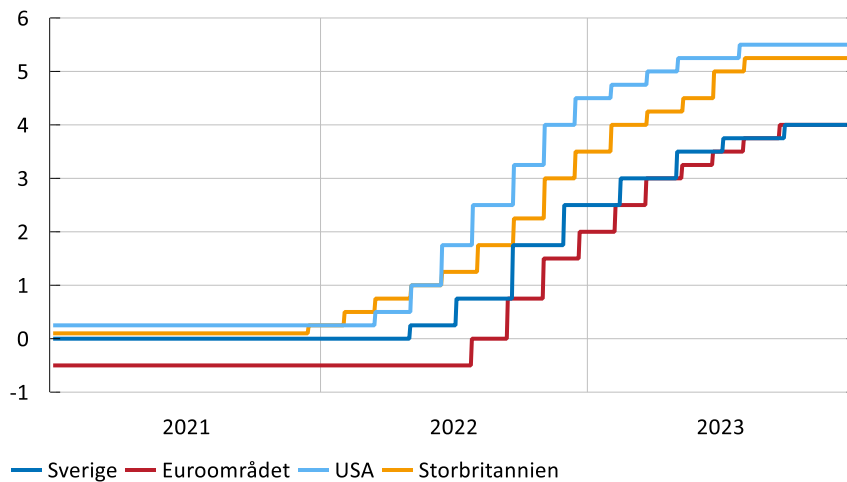
### 2.1 Riksbankens prognoser och penningpolitiska överväganden

Liksom många andra centralbanker höjde Riksbanken styrräntan i snabb takt under 2022 för att hindra den höga inflationen från att bita sig fast i pris- och lönebildningen. De globala finansiella förhållandena blev tydligt stramare och i början av 2023 började styrräntorna få allt tydligare effekter på efterfrågan. De flesta stora centralbanker växlade ner takten i höjningarna under våren 2023 (se diagram 12).



**Diagram 12. Styrräntor i omvärlden**

Procent



Källor: Respektive centralbank och Riksbanken.

### Hur mycket skulle penningpolitiken behöva stramas åt för att få ner inflationen?

Världsekonomin hade under flera år påverkats av ett antal oväntade störningar, till exempel obalanser på grund av pandemin, störningar på den europeiska energimarknaden och Rysslands invasion av Ukraina. Störningarna hade snabbt drivit upp den globala inflationen och i Sverige steg den till nivåer som inte noterats sedan inflationsmålet infördes. Direktionens penningpolitiska diskussioner under 2023 handlade mycket om i vilken utsträckning utbudsdrivna prisökningar på exempelvis energi och livsmedel skulle fortsätta sprida sig till andra priser. En central fråga var också hur stor påverkan den starka efterfrågan efter pandemin hade haft för inflationsuppgången. Styrräntorna hade höjts påtagligt men världsekonomin hade visat sig vara förhållandevis motståndskraftig mot stigande priser och räntor, och arbetsmarknaderna fortsatte att utvecklas starkt både i Sverige och i omvärlden.

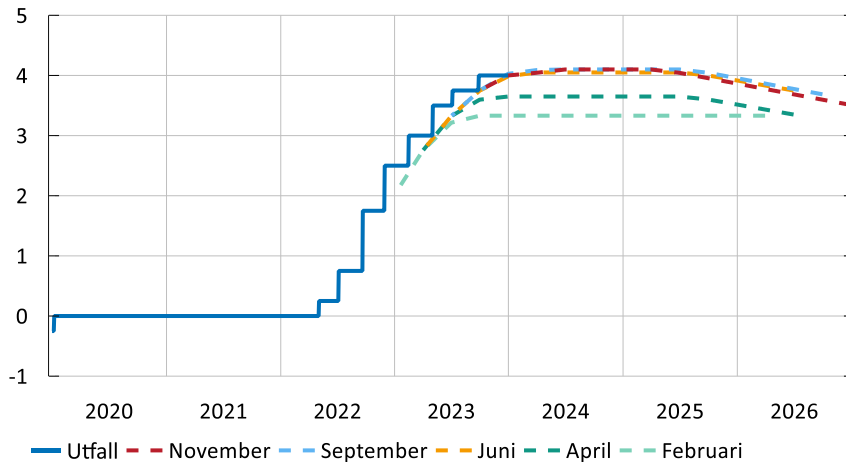
Det är på förhand svårt att veta hur mycket styrräntan behöver höjas för att föra inflationen till målet eftersom penningpolitiken påverkar olika delar av ekonomin olika snabbt och mycket. För att säkerställa att inflationen skulle sjunka behövde penningpolitiken under 2023 bli mer åtstramande än vad Riksbanken hade förväntat sig (se diagram 13). Trots att uppgången i inflationen i Sverige var relativt snabb och inflationstoppen relativt hög tillhör Riksbanken de centralbanker som har höjt styrräntan till en förhållandevis låg nivå (se vidare "Har inflationen varit utbudsdriven och räntehöjningarna därför onödiga?" i avsnitt 4.2). Den svenska ekonomin är räntekänslig och en viktig faktor i sammanhanget var de svenska hushållens höga skuldsättning och korta räntebindingstider.<sup>8</sup> Hög räntekänslighet i ekonomin innebär att styrräntehöjningarnas genomslag på resursutnyttjandet och inflationen kan bli

<sup>8</sup> Se till exempel fördjupningen "Högre räntekänslighet i den svenska ekonomin" i *Penningpolitisk rapport*, september 2022, Sveriges riksbank.

stort och komma snabbt. Frågan om hur mycket penningpolitiken behövde stramas åt för att kyla av ekonomin analyserades därför kontinuerligt.

**Diagram 13. Styrränta, prognoser 2023**

Procent



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken.

Penningpolitiken har varit inriktad på att få inflationen tillbaka till målet inom rimlig tid, utan att bromsa in ekonomin onödigt mycket. Det har varit viktigt att undvika en situation med ett svagare förtroende för inflationsmålet och därmed i förlängningen en inflation som är svårare att kontrollera utan mer omfattande negativa konsekvenser för den svenska ekonomin. Direktionen diskuterade därför betydelsen av att strama åt penningpolitiken tillräckligt kraftfullt i ett relativt tidigt skede. För att värna inflationsmålet och förhindra att penningpolitiken i ett senare skede behöver stramas åt ännu mer behövde styrräntan höjas väsentligt.

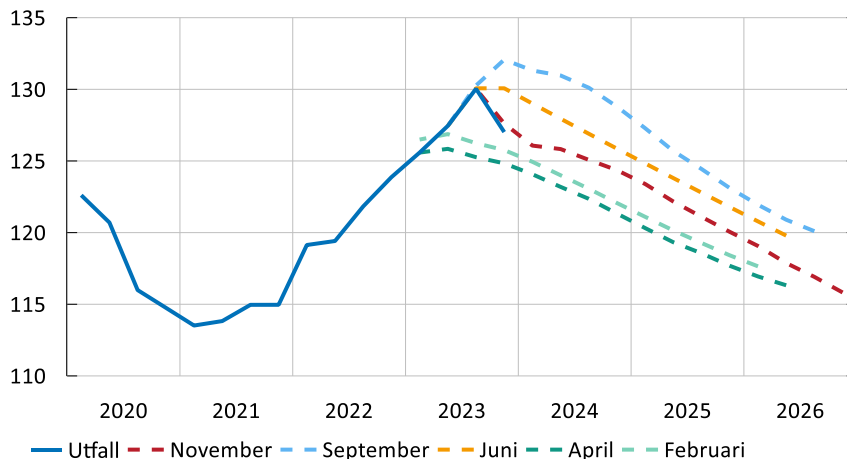
Den höga inflationen under 2023 bedömdes fortfarande utgöra en risk för att utbudsdrivna prisimpulser skulle spridas i ekonomin genom så kallade indirekta effekter och andrahandseffekter. De snabba kostnadsökningarna och den starka återhämtningen efter pandemin såg ut att ha skapat förutsättningar för företagen att förändra sitt sätt att sätta priser, jämfört med hur det hade sett ut under en lång tid före pandemin. Kostnadsökningarna hade i snabbare och högre grad än tidigare förts över till konsumenterna och dessa verkade också i högre grad än tidigare acceptera prisökningar.<sup>9</sup> Växelkursens utveckling och hur den har påverkat inflationen och realekonomin var också en viktig faktor i sammanhanget. Kronan fortsatte att utvecklas överraskande svagt under första halvåret 2023 (se diagram 14). Den trendmässiga kronförsvagningen har troligen varit en viktig förklaring till att varupriserna har ökat snabbare i Sverige än i många andra länder. Studier har visat att kostnadsförändringar får större genomslag på priserna när inflationen är hög än när den är låg

<sup>9</sup> Se till exempel "Prissättning hos svenska företag 2023", specialstudie, Konjunkturinstitutet och "Jag har aldrig varit med om att kunderna accepterar prishöjningar så lätt", *Riksbankens Företagsundersökning*, februari 2022, Sveriges riksbank.

och Riksbankens fördjupade analys under 2023 pekade på att förändringen i växelkursen har påverkat konsumentpriserna ovanligt snabbt det senaste året.<sup>10</sup> Mot slutet av året började kronans växelkurs förstärkas vilket bidrog till att risken för fortsatt alltför hög inflation minskade. Men osäkerheten kring företagens kostnader och hur dessa förs vidare till konsumentpriserna har fortsatt varit en central fråga i diskussionerna om risker för inflationsutvecklingen.

**Diagram 14. Nominell växelkurs, KIX, prognoser 2023**

Index, 1992-11-18 = 100



Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt mot valutor i de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källa: Riksbanken.

Eftersom det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen och real-ekonomin vägleds de penningpolitiska besluten av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Effekterna av fjolårets räntehöjningar och avklingande effekter av tidigare utbudsstörningar väntades bli tydliga först 2023 och prognoserna pekade på att inflationen skulle falla mot målet det året. KPIF-inflationen sjönk också i linje med Riksbankens prognoser (se diagram 15). Men det måttet präglas mycket av vad som händer med de volatila elpriserna. Under första halvåret blev KPIF exklusive energi vid flera tillfällen påtagligt högre än vad Riksbanken hade förväntat sig (se diagram 16). Bland annat fortsatte tjänstepriserna att öka i snabb takt. Därtill fortsatte kronan att försvagas vilket bidrog till osäkerheten kring inflationsutsikterna. Både BNP och arbetsmarknaden utvecklades också inledningsvis starkare än väntat och Riksbankens prognoser reviderades upp (se diagram 17, diagram 18 och diagram 19).

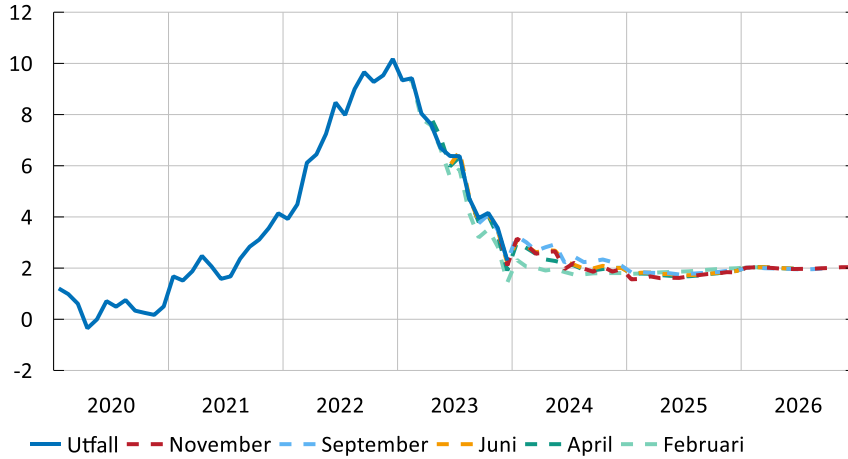
För att säkerställa att inflationen skulle sjunka och stabiliseras vid målet inom rimlig tid behövde penningpolitiken bli mer åtstramande under 2023 än vad Riksbanken hade förväntat sig och prognosen för styrräntan reviderades upp under första halvåret (se diagram 13). Sedan mitten av 2023 har den ekonomiska utvecklingen

<sup>10</sup> Se till exempel faktarutan "Växelkursens genomslag när inflationen är hög" i *Penningpolitisk rapport*, juni 2023, Sveriges riksbank och C. Borio, M. Lombardi, J. Yetman och E. Zakrajšek (2023), "The two-regime view of inflation", BIS papers No 133, Bank for International Settlements.

sammantaget varit i linje med Riksbankens prognoser. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi minskade påtagligt och aktiviteten i svensk ekonomi bromsade in.

**Diagram 15. KPIF, prognoser 2023**

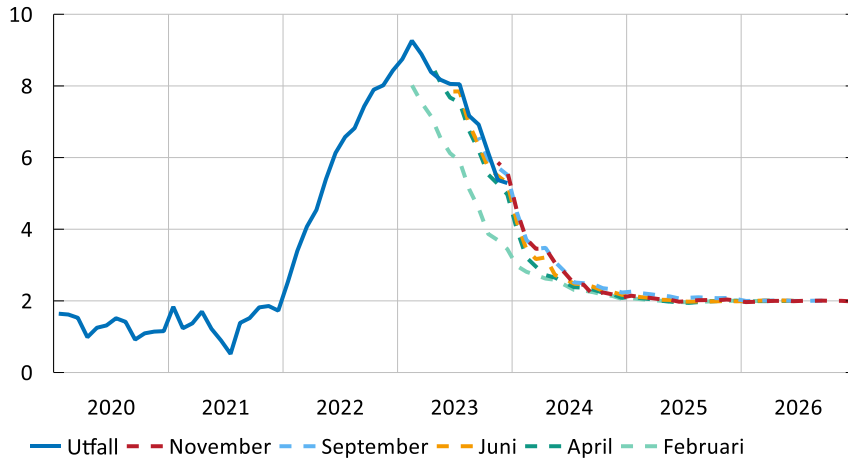
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 16. KPIF exklusive energi, prognoser 2023**

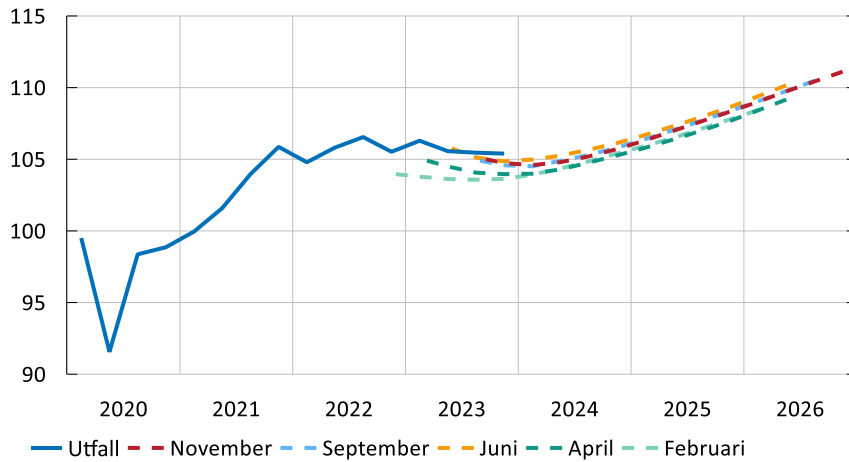
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 17. BNP, prognoser 2023**

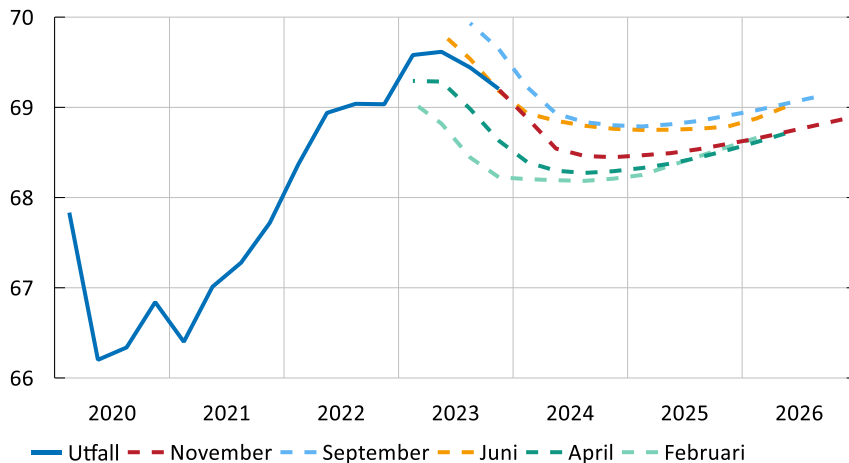
Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 18. Sysselsättningsgrad, prognoser 2023**

Procent av befolkningen, 15–74 år, säsongrensade data

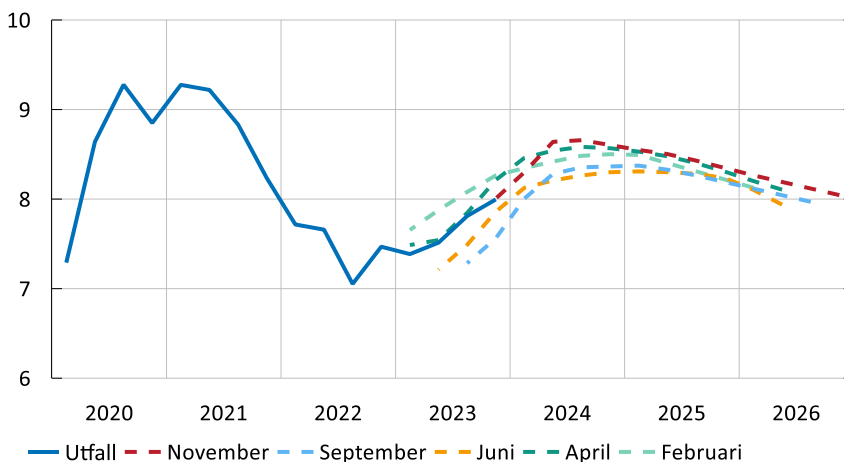


Anm. I oktober 2023 länkades serierna om och reviderades av SCB för perioden 2005–2020 för det tidsseriebrott som uppstod i AKU i januari 2021. Även utfall efter 2021 reviderades då till följd av vissa korrigeringar i statistiken.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 19. Arbetslöshet, prognoser 2023**

Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongsrensade data



Anm. I oktober 2023 länkades serierna om och reviderades av SCB för perioden 2005–2020 för det tidsseriebrott som uppstod i AKU i januari 2021. Även utfall efter 2021 reviderades då till följd av vissa korrigeringar i statistiken.

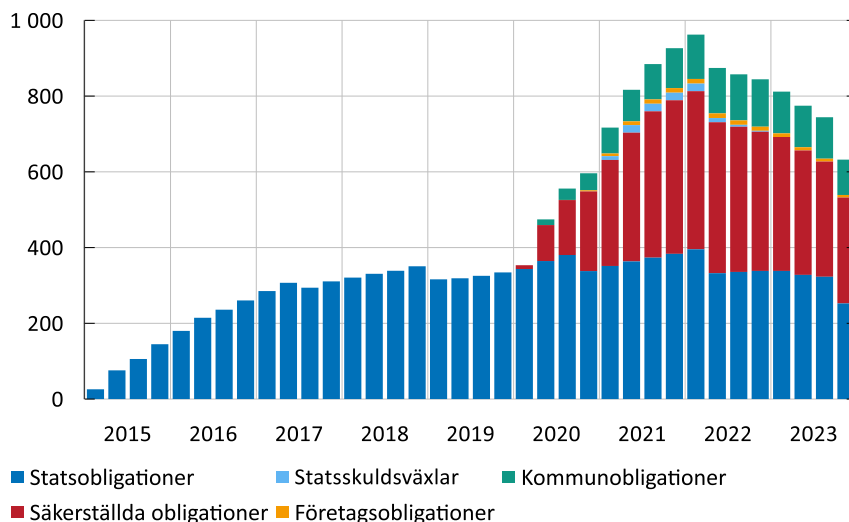
Källor: SCB och Riksbanken.

Under 2023 höjdes styrräntan sammantaget från 2,5 procent till 4 procent. Direktionen beslutade också att sälja statsobligationer så att Riksbankens innehav av värdepapper skulle normaliseras i snabbare takt (se diagram 20).<sup>11</sup> Försäljningarna väntades dessutom bidra till något högre räntor på statsobligationer, men väntades ha försumbart genomslag på de in- och utlåningsräntor som hushåll och icke-finansiella företag möter. Åtgärden innebar också att mängden säkra och lätt omsättningsbara tillgångar på den svenska marknaden ökade. Detta väntades underlätta för utländska aktörer att investera i svenska tillgångar och förbättra de finansiella marknadernas funktionssätt. Sammantaget bedömdes försäljningarna bidra till en starkare krona och förbättra Riksbankens möjligheter att dämpa inflationen. Aktörer som är aktiva på de svenska valuta- och räntemarknaderna har angett i Riksbankens finansmarknadsenkät att marknadernas funktionssätt och likviditet förbättrades under 2023 och att Riksbankens försäljning av statsobligationer bidrog till detta.

<sup>11</sup> I februari beslutade direktionen att inleda försäljningarna från och med april, och i juni att öka takten i försäljningarna från och med september. I november kommunicerade direktionen att Riksbanken övervägde att öka försäljningstakten ytterligare under 2024. Sammantaget under 2023 minskade Riksbankens värdepappersinnehav med 212 miljarder kronor.

**Diagram 20. Riksbankens värdepappersinnehav**

Nominellt belopp, miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

### Oväntat hög underliggande inflation – styrräntan höjdes i februari

I den penningpolitiska rapporten i februari konstaterade Riksbanken att det fanns tydliga signaler om en fortsatt konjunkturnedgång under 2023 i Sverige, inte minst eftersom hushållens konsumtion hade dämpats. Konjunkturbarometern visade att hushållens syn på både sin egen och Sveriges ekonomi aldrig hade varit så pessimistisk och att stämningläget inom såväl handeln som tjänstesektorn var mycket svagt. Men samtidigt som den ekonomiska aktiviteten hade börjat minska i den svenska ekonomin var sysselsättningsgraden fortfarande hög och inflationen högt över målet. KPIF-inflationen hade ökat till 10,2 procent i december och även bortsett från de snabbt ökande energipriserna var inflationen hög och fortsatte att stiga. Flera mått på underliggande inflation bekräftade att priserna ökade på bred front och i liknande snabb takt, och de hade ännu inte visat några tecken på att vända nedåt. Därtill planerade företagen att fortsätta höja sina priser. Även om mycket tydde på att inflationen skulle falla tillbaka var det därför mycket svårt att veta om den skulle falla tillräckligt snabbt och mycket. Den oväntat svaga utvecklingen av kronan bidrog också till att inflationsutsikterna var osäkra.

Direktionen bedömde att riskerna med att strama åt penningpolitiken för lite i närtid var större än riskerna med att strama åt den för mycket. För att få ned inflationen och värna inflationsmålet beslutade därför direktionen vid det penningpolitiska mötet den 8 februari att höja Riksbankens styrränta med 0,5 procentenheter till 3,0 procent. Prognosen för styrräntan reviderades upp och indikerade att den sannolikt skulle höjas ytterligare under våren. Som kompletterande åtgärd till den högre styrräntan beslutade direktionen också att Riksbanken från och med april skulle börja sälja statsobligationer motsvarande 3,5 miljarder kronor per månad för att minska sitt innehav av värdepapper i snabbare takt samt erbjuda större volymer riksbankscertifikat i de veckovisa penningpolitiska operationerna. Såväl försäljningen av statsobligationer som den ökade mängden riksbankscertifikat väntades bidra till högre marknadsräntor

och en större mängd säkra och lätt omsättningsbara tillgångar på den svenska marknaden. Sammantaget bedömdes åtgärderna bidra till en starkare krona och förbättra Riksbankens möjligheter att dämpa inflationen.

### **Motståndskraftig efterfrågan och svag krona – styrräntan höjdes i april**

Under våren fick styrräntehöjningarna allt tydligare effekter på efterfrågan i svensk ekonomi. Ny information tydde dock på att realekonomin utvecklades något starkare än väntat (se diagram 17, diagram 18 och diagram 19). Men de aggregerade måtten dolde samtidigt en tudelad utveckling där den svenska exportsektorn fortsatte att utvecklas väl, medan den inhemska efterfrågan blev allt svagare. I den penningpolitiska rapporten i april noterades också att KPIF-inflationen hade sjunkit ungefär i linje med Riksbankens prognos under årets tre första månader. Nedgången i inflationen berodde dock på att de volatila energipriserna hade fallit snabbare än väntat. Livsmedelspriser, andra varupriser och tjänstepriser hade i stället fortsatt att öka oväntat snabbt. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi var vid beslutet i april därmed påtagligt högre än i Riksbankens prognos och de överraskande höga utfallen i början av året gjorde att Riksbanken reviderade upp sin prognos (se diagram 16).

I USA hade en oro inom banksektorn uppstått efter att den amerikanska banken Silicon Valley Bank kollapsade i mars. Oron bidrog till något stramare kreditförhållanden, vilket väntades dämpa den ekonomiska aktiviteten. I Sverige syntes få tecken på någon sådan kreditåtstramning men Riksbanken bedömde det inte vara osannolikt att kreditgivningen eller investeringsaktiviteten skulle komma att dämpas även här, i synnerhet om oron på finansmarknaderna skulle återkomma.

Den samlade bilden var att de ekonomiska aktörerna fortfarande hade förtroende för att inflationen skulle komma tillbaka till 2 procent inom rimlig tid. När arbetsmarknadens parter inom industrin i mars enades om en uppgörelse som är normerande för svensk arbetsmarknad tydde den på ett fortsatt starkt förtroende för inflationsmålet, även om den innebar en löneökningstakt som var något högre än i Riksbankens prognos. Avtalen gällde för två år framåt och skapade större förutsägbarhet och stabilitet kring företagets kostnadsutveckling. Därmed minskade risken för att en problematisk pris-lönespiral skulle uppstå. Om löneglidningen skulle följa ett normalt historiskt mönster bedömdes lönerna stiga i en takt som – givet den ekonomiska utvecklingen i övrigt – var förenlig med att inflationen skulle vara nära inflationsmålet 2024.

Låg och stabil inflation är en förutsättning för en god ekonomisk utveckling och möjliggör en återgång till reallöneökningar och ökar köpkraften för hushållen. Penningpolitiken var i linje med detta fortsatt inriktad på att föra inflationen till målet inom rimlig tid, och för att säkerställa att så skulle bli fallet bedömde direktionen att styrräntan behövde höjas ytterligare. Direktionen beslutade därför den 25 april att höja styrräntan med 0,5 procentenheter till 3,5 procent. Prognosen för styrräntan reviderades samtidigt upp och indikerade att styrräntan troligen skulle komma att höjas med ytterligare 0,25 procentenheter i juni eller september. Direktionen bedömde att det efter aprilmötet skulle finnas utrymme att anpassa styrräntan i mindre steg men betonade att osäkerheten var fortsatt stor.



Förste vice riksbankschef Anna Breman och vice riksbankschef Martin Flodén reserverade sig mot beslutet att höja styrräntan med 0,5 procentenheter och mot prognosen för styrräntan. De förespråkade en räntehöjning med 0,25 procentenheter och en räntebana som indikerade en hög sannolikhet för ytterligare höjningar i juni och/eller september.

### **Fortsatt osäkerhet om inflationsutvecklingen – penningpolitiken stramades åt ytterligare något i juni**

I april och maj fortsatte KPIF-inflationen att sjunka till en nivå som låg något under Riksbankens senaste prognos. Men överraskande stora fall i energi- och livsmedelspriserna var en viktig förklaring till utvecklingen. Inflationen mätt med KPIF exklusive energipriser dämpades långsammare och var i stället något högre än förväntat. I den penningpolitiska rapporten i juni konstaterades att BNP och sysselsättningsgraden hade utvecklats starkare än väntat (se diagram 17 och diagram 18). Tjänstepriserna hade också ökat oväntat snabbt, vilket bedömdes avspegla att efterfrågan fortfarande var hög på vissa håll i den svenska ekonomin.

Utvecklingen skiljde sig mycket mellan olika delar av ekonomin. Exporten och investeringarna utvecklades starkt om man bortser från bostäder, medan hushållens konsumtion mattades av i en snabb takt. Efterfrågan på tjänster som hotell- och restaurangbesök hölls uppe relativt väl medan efterfrågan på varor sjönk påtagligt. Bostadspriserna och bostadsinvesteringarna, som påverkas mycket av stigande räntor, hade fallit snabbt även om bostadspriserna stabiliserades något under första halvåret.

Bilden av inflationsutvecklingen framöver var inte entydig. Vissa indikatorer tydde på att priserna skulle stiga i långsammare takt, exempelvis priser i tidiga led av produktionskedjan och prishöjningsplaner i Konjunkturinstitutets barometer. Mot det ställdes inflationsutfallet för maj som visade att tjänstepriserna ökade oväntat snabbt, vilket kunde avspegla att det alltjämt fanns en hög efterfrågan i delar av den svenska ekonomin. Även om konsumtionen bland hushållen hade sjunkit mycket så hade nämligen efterfrågan på tjänster hållits uppe relativt väl, vilket gjorde att tjänstepriserna förväntades fortsätta att öka relativt snabbt en tid framöver. Till bilden hörde att hushållssektorn som helhet hade tillgång till ett stort sparande efter pandemin som de kunde använda till konsumtion. Att tjänstepriserna, som utgör närmare 50 procent av konsumentprisindex, fortsatte att öka snabbt följde ett internationellt mönster, och pekade på risker för att inflationen i såväl Sverige som omvärlden kunde dröja sig kvar på en hög nivå. Riksbanken bedömde även att den svaga kronan bidrog till att hålla inflationen uppe och det fanns farhågor för att kronans genomslag på prisökningarna var större i situationer med hög inflation.

Styrräntan bedömdes vara åtstramande, men för att säkerställa att inflationen skulle fortsätta ned och stabiliseras kring målet inom rimlig tid bedömde direktionen att penningpolitiken behövde stramas åt ytterligare. Den 28 juni beslutade direktionen att höja styrräntan med 0,25 procentenheter till 3,75 procent. Ledamöterna beslutade också att öka takten i försäljningarna av Riksbankens statsobligationer från 3,5 till 5 miljarder kronor per månad från och med september. Ökad försäljningstakt väntades

bidra till en starkare krona och att Riksbankens möjligheter att dämpa inflationen skulle förbättras.

Prognosen för styrräntan reviderades upp och indikerade att styrräntan skulle komma att höjas minst en gång till under året och därefter ligga kvar på en åtstramande nivå under en relativt lång period. Riksbanken fortsatte att betona den stora osäkerheten och att ny information om utvecklingen och hur den skulle påverka konjunktur- och inflationsutsikterna skulle bli avgörande för hur penningpolitiken skulle utformas framöver.

### **Fortfarande för högt inflationstryck trots sjunkande KPIF-inflation – styrräntan höjdes till 4 procent i september**

Inflationen fortsatte sjunka, och i den penningpolitiska rapporten i september konstaterade Riksbanken att inflationen gick åt rätt håll – men också att inflationstrycket fortfarande var för högt. De stora dragen i prisutvecklingen stod sig sedan juni: Energi- och livsmedelspriserna ökade påtagligt långsammare, samtidigt som tjänstepriserna fortsatte att öka i en alltför snabb takt och bidrog mycket till inflationen. Kronkursen var fortsatt svag, vilket bedömdes hålla uppe prisökningarna på importerade varor.

Riksbanken bedömde att det fanns förutsättningar för att inflationen skulle avta ytterligare, inte minst för att prisökningarna i producentledet hade fortsatt att mattas av. Men ännu visade den kortsiktiga förändringen av tjänstepriserna inte någon entydig trend nedåt vilket bedömdes nödvändigt för att inflationen varaktigt ska nå 2 procent. Sammantaget rörde sig prisökningarna i rätt riktning men de var fortfarande för höga, både mätta i årlig procentuell förändring och mer kortsiktiga månadsförändringar. Att ökningstakten i tjänstepriserna inte visade tillräckliga tecken på att mattas av indikerade att hushållens efterfrågan på tjänster alltså var relativt hög. Under sommaren hade också kronan fortsatt att utvecklas svagt – något svagare än i prognosen i juni. Riksbanken såg fortfarande kronans utveckling och dess genomslag på inflationen som en osäkerhetsfaktor. De snabbt stigande tjänstepriserna och den svaga kronan ökade risken för att inflationen inte skulle fortsätta att sjunka och närma sig målet tillräckligt snabbt.

I linje med prognosen i juni blev slutsatsen att penningpolitiken behövde stramas åt ännu lite mer för att inflationen skulle komma tillbaka till målet inom rimlig tid. Direktionen beslutade därför den 20 september att höja styrräntan med 0,25 procentenheter till 4 procent. Direktionen fortsatte att betona att penningpolitiken behövde vara åtstramande under en längre period, och prognosen för styrräntan indikerade att styrräntan skulle kunna komma att höjas ytterligare.

### **Tydligare nedgång i inflationen – styrräntan lämnades oförändrad i november**

Penningpolitiken fortsatte att dämpa efterfrågan i den svenska ekonomin, och i den penningpolitiska rapporten i november konstaterade Riksbanken att inflationen hade fortsatt att sjunka och att det nu fanns tydliga indikationer på att inflationstrycket minskade.

Den realekonomiska utvecklingen hade varit i linje med Riksbankens prognos. Tillväxten var låg, mycket på grund av att efterfrågan minskade i räntekänsliga delar av ekonomin, som hushållens konsumtion och bostadsinvesteringar. Men även i andra delar av ekonomin, som exportsektorn, dämpades efterfrågan i spåren av en svagare omvärldskonjunktur. Allt fler tecken började synas på att konjunkturedgången påverkat den svenska arbetsmarknaden som mattades av från ett starkt utgångsläge. Sysselsättningsgraden var fortfarande på en historiskt hög nivå, men arbetslösheten hade börjat stiga och det fanns indikatorer som pekade på att den skulle fortsätta att göra det den närmaste tiden.

Inflationsbilden såg nu bättre ut, de senaste månaderna hade konsumentpriserna ökat i en långsammare takt än tidigare och företagen hade ytterligare justerat ner sina planer på att höja priserna. De kortsiktiga ökningstakterna i konsumentpriser för både tjänster och varor hade minskat mycket från de högsta nivåerna. Sedan september hade kronans växelkurs också stärkts en del, även om den fortfarande var svag i ett historiskt perspektiv och alltså innebär en risk för inflationsutsikterna.

Den 22 november beslutade direktionen att låta styrräntan vara kvar på 4 procent. Samtidigt betonade man att inflationen fortfarande var för hög och att det kvarstod risker för att den inte skulle fortsätta att sjunka tillräckligt snabbt och stabiliseras vid målet i ett rimligt tidsperspektiv. Prognosen för styrräntan visade att den kunde komma att höjas ytterligare i början av 2024 och att penningpolitiken behövde vara åtstramande en relativt lång period. Direktionen kommunicerade också att Riksbanken övervägde att öka takten i försäljningarna av statsobligationer ytterligare under 2024.

## 2.2 Förteckning över de penningpolitiska besluten 2023

Riksbankens direktion höll fem penningpolitiska möten under 2023. I anslutning till dem publicerade Riksbanken också en penningpolitisk rapport med prognoser för styrräntan, inflationen och andra ekonomiska variabler. Där beskriver Riksbanken också den allmänna ekonomiska utvecklingen och utvecklingen på de finansiella marknaderna närmare.

**Den 8 februari:** Direktionen beslutade att höja Riksbankens styrränta med 0,5 procentenheter till 3,0 procent. Direktionen beslutade också att Riksbanken från och med april skulle sälja statsobligationer motsvarande 3,5 miljarder kronor per månad så att innehavet av värdepapper skulle minska i snabbare takt samt att erbjuda större volymer riksbankscertifikat i de veckovisa penningpolitiska operationerna.

**Den 25 april:** Direktionen beslutade att höja Riksbankens styrränta med 0,5 procentenheter till 3,5 procent. Förste vice riksbankschef Anna Breman och vice riksbankschef Martin Flodén reserverade sig mot beslutet. De ville i stället höja styrräntan med 0,25 procentenheter.

**Den 28 juni:** Direktionen beslutade att höja Riksbankens styrränta med 0,25 procentenheter till 3,75 procent. Direktionen beslutade också att öka takten i försäljningarna

av statsobligationer från 3,5 till 5 miljarder kronor per månad från och med september.

**Den 20 september:** Direktionen beslutade att höja Riksbankens styrränta med 0,25 procentenheter till 4 procent.

**Den 22 november:** Direktionen beslutade att lämna Riksbankens styrränta oförändrad på 4 procent men betonade att man har beredskap att höja den ytterligare om inflationsutsikterna skulle försämrats. Direktionen kommunicerade också att Riksbanken övervägde att öka takten i försäljningarna av statsobligationer ytterligare under 2024 och att ett beslut om detta kunde komma att fattas i samband med det penningpolitiska mötet i januari 2024.

## FAKTA – Fler penningpolitiska möten från och med 2024

I september 2023 beslutade direktionen att från och med 2024 öka antalet ordinarie penningpolitiska möten till åtta per år i stället för fem. Man bedömde att fler beslutstillfällen skulle underlätta för Riksbanken att snabbare anpassa penningpolitiken och oftare kommunicera en samlad syn på den ekonomiska utvecklingen. Detta skulle bidra till en förutsägbar penningpolitik. Jämfört med de flesta andra centralbanker har Riksbanken haft färre antal ordinarie penningpolitiska möten. Med åtta möten istället för fem följer Riksbanken nu en mer internationell praxis.

Vid fyra av de åtta penningpolitiska mötena publicerar Riksbanken en penningpolitisk rapport med fullständiga prognoser. Vid resterande fyra möten publiceras en kortare penningpolitisk uppdatering. I den finns inga nya prognoser, men den innehåller direktionens bedömning av hur ny information påverkar utsikterna för inflationen och penningpolitiken samt direktionens överväganden i sina resonemang om vad som är en lämplig penningpolitik.

Liksom tidigare följs alla penningpolitiska besked av en pressträff och penningpolitiska protokoll med beslutsbilaga publiceras efter samtliga möten. Riksbanken kortar dock tiden mellan det penningpolitiska mötet och publiceringen av protokollet till cirka fem arbetsdagar.

### 3 Utvärdering av Riksbankens prognoser från 2022

---

Riksbankens prognoser för BNP-utvecklingen i omvärlden under 2023 var ungefär i linje med utfallen, medan prognoserna för svensk BNP underskattade utvecklingen. Inflationsutvecklingen för 2023 underskattades i både omvärlden och Sverige, framför allt av prognoserna från första hälften av 2022. I takt med att inflationen steg reviderades prognoserna upp. Prognosfelen blev därmed allt mindre, och prognoserna från andra hälften av 2022 var förknippade med små prognosfel för den svenska KPIF-inflationen.

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

---

Penningpolitiken påverkar inflationen och den övriga ekonomin med en viss fördröjning. Det innebär att de penningpolitiska besluten behöver baseras på prognoser av hur ekonomin kommer att utvecklas i framtiden. Ett viktigt inslag i bedömningen av penningpolitikens måluppfyllelse är därför en utvärdering av hur väl olika prognoser – i synnerhet prognoserna för inflationen – stämde överens med utfallen, samt att förklara orsakerna bakom eventuella prognosfel. För att utvärdera hur väl Riksbankens penningpolitiska beslut påverkade inflationen i riktning mot inflationsmålet 2023 redovisas därför prognoserna från 2022 i detta avsnitt.

Tidigare år har även prognoserna som gjordes två år tillbaka i tiden redovisats, vilket i årets Redogörelse för penningpolitiken hade inneburit prognoserna från 2021. Dessa prognoser visar att Riksbanken – i likhet med övriga prognosmakare – grovt felbedömde inflationsutvecklingen för 2023 (se diagram 21).<sup>12</sup> En utförlig utvärdering

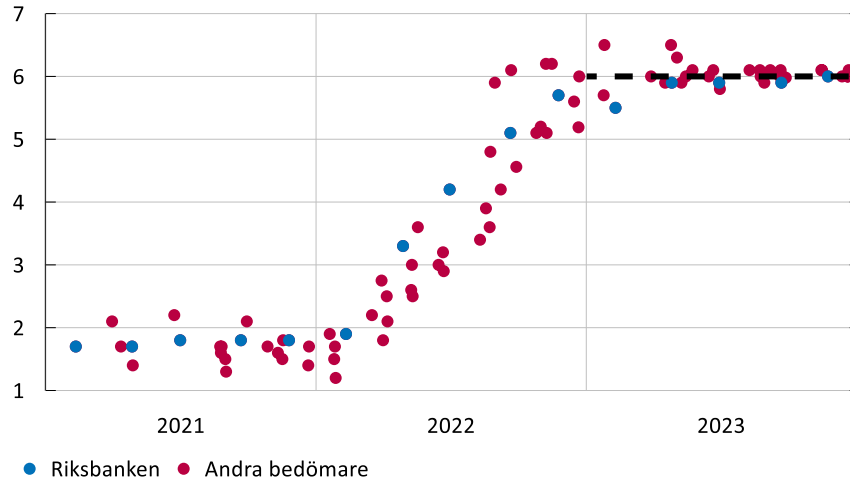
---

<sup>12</sup> Tidigare år har Riksbanken publicerat en utvärdering av hur väl Riksbankens prognoser har stått sig jämfört med andra svenska prognosinstitut. Konjunkturinstitutet publicerar varje år en utvärdering av olika prognosinstituts prognosförmåga så framöver kommer Riksbanken att avstå från det. Konjunkturinstitutet kommer att publicera sin prognosutvärdering för 2023 under våren 2024. Den kommer då att finnas tillgänglig på [www.konj.se](http://www.konj.se).

av dessa felbedömningar gjordes i förra årets redogörelse.<sup>13</sup> Prognoser från 2021 visas därför inte årets redogörelse.

**Diagram 21. KPIF i Sverige, Riksbankens och andra bedömares prognoser för 2023 gjorda 2021–2023 (punkter) och utfall för 2023 (streckad linje)**

Årlig procentuell förändring



Anm. Den streckade linjen visar årsgenomsnittet för 2023.

Källor: SCB, andra bedömare och Riksbanken.

Trots att penningpolitiken normalt sett verkar med en viss fördröjning kan vissa penningpolitiska åtgärder verka snabbare eller helt utan fördröjning. Exempelvis kan ett trovärdigt inflationsmål leda till relativt snabba effekter på prisutvecklingen vid stora avvikelser från målet. Dessutom kan penningpolitikens effekter på växelkursen snabbt slå igenom på priserna på importerade varor, vilka är en betydande del av konsumentpriserna. Det betyder att penningpolitiken under 2023 också kan ha påverkat inflationen under samma år. Detta diskuteras i kapitel 2.

Prognoserna för KPIF-inflationen visar i vilken takt Riksbanken haft för avsikt att föra tillbaka inflationen till målet på 2 procent efter en störning. Beroende på vilken typ av störning som har drabbat ekonomin och hur stor den har varit kan det ta olika lång tid innan inflationen beräknas vara tillbaka vid målet. Riksbanken ska även bidra till att produktion och sysselsättning i Sverige utvecklas på ett balanserat sätt. Prognoserna för dessa variabler visar hur Riksbanken har beaktat den realekonomiska utvecklingen i de penningpolitiska besluten.

En avvikelse från Riksbankens inflationsmål på 2 procent behöver alltså inte betyda att penningpolitiken har varit dåligt avvägd. Inflationen påverkas av olika händelser och störningar som kan vara svåra eller omöjliga att förutse som exempelvis pandemin eller Rysslands illegala invasion av Ukraina. Dessa händelser har haft stor betydelse för både inflationen och den ekonomiska utvecklingen de senaste åren och var därför viktiga förklaringar till de stora prognosfelen. Dessutom revideras en del

<sup>13</sup> Se Redogörelse för penningpolitiken 2022.

statistik i efterhand, vilket betyder att informationen som prognoserna baserades på också ändras. Detta är ytterligare en felkälla som innebär att prognoser kan slå fel.

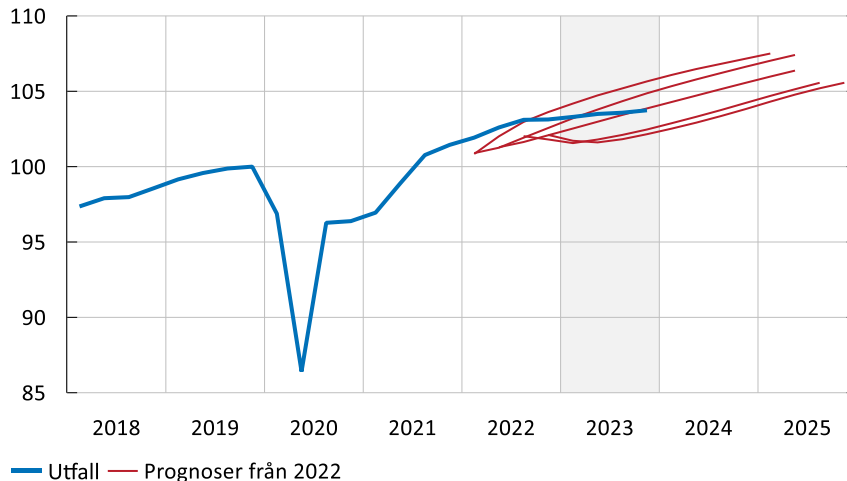
### 3.1 Omvärldens BNP utvecklades i linje med prognoserna men inflationen underskattades

Sverige är en liten och öppen ekonomi som är mycket export- och importberoende. Det betyder att bland annat omvärldens BNP och inflation är viktiga faktorer när Riksbanken utformar sin penningpolitik. För att visa ett mått på omvärldens BNP och inflation har utvecklingen i euroområdet och USA vägts samman till ett index (KIX2) som baseras på hur viktig deras handel med Sverige är.

Prognoserna för omvärldens BNP låg nära utfallen (se diagram 22). Inflationen runt om i världen sjönk efter pandemins utbrott i början av 2020. Den steg sedan kraftigt under både 2021 och 2022 för att sedan falla tillbaka under 2023. I slutet av året hade KIX2-inflationen fallit tillbaka till strax under 3 procent (se diagram 23). Under 2022 justerades inflationsprognoserna gradvis uppåt i takt med att utfallen överraskade på uppåtssidan, till stor del på grund av att energi- och livsmedelspriser steg i många länder. Prognoserna från 2022 och i synnerhet de från senare hälften av 2022 blev därmed mer träffsäkra.

#### Diagram 22. BNP i omvärlden, utfall och prognoser

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data

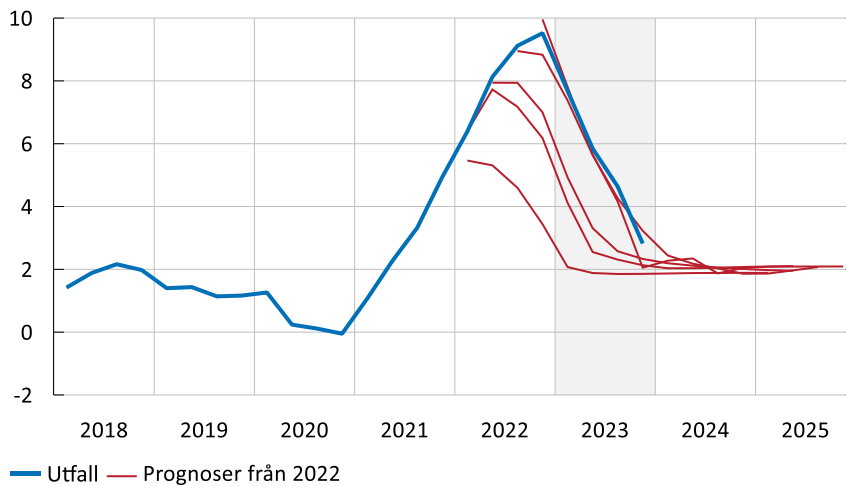


Anm. Diagrammet visar KIX2-viktad BNP. KIX2 är en sammanvägning av euroområdet (85 procent) och USA (15 procent).

Källor: Nationella källor och Riksbanken.

**Diagram 23. Inflation i omvärlden, utfall och prognoser**

Årlig procentuell förändring



Anm. Diagrammet visar KIX2-viktad inflation. KIX2 är en sammanvägning av euroområdet (85 procent) och USA (15 procent).

Källor: Nationella källor och Riksbanken.

### 3.2 Kronan försvagades mer än väntat

En viktig faktor som påverkar prisutvecklingen är växelkursen. Förändringar i växelkursen kan få snabba och direkta effekter på vissa importerade varor och tjänster. Det är dock svårt att med någon större säkerhet fastställa hur snabbt och hur stort genomslaget är från växelkursen till priserna generellt sett, eftersom det varierar över tiden beroende på konjunkturläge och andra faktorer.<sup>14</sup>

I början av 2022 började kronan trendmässig att försvagas – en trend som fortsatte under större delen av 2023. Riksbankens prognoser från 2022 indikerade dock att kronan skulle stärkas, vilket har inneburit att Riksbanken systematiskt har överskattat växelkursens styrka (se diagram 24).

Riksbankens prognoser för växelkursen baseras bland annat på en bedömning av den långsiktiga nivån på den reala växelkursen och att kronan inom en inte alltför lång tid ska börja anpassas mot denna nivå. Riksbankens beräkningar hade under en längre tid tytt på att kronan var undervärderad och att den därför borde stärkas, vilket alltså inte blev fallet. Man kan peka på flera olika faktorer som Riksbanken inte förutsåg och som kan ha bidragit till felbedömningen av kronkursen.<sup>15</sup> Den amerikanska centralbanken höjde räntan snabbare och tidigare än andra centralbanker, vilket bidrog till att många valutor försvagades mot dollarn. En annan anledning kan vara att de finansiella marknaderna präglades av en allmänt större känslighet för risker, bland annat på grund av det globala säkerhetsläget. Om aktörerna på marknaderna

<sup>14</sup> Se till exempel fördjupningen "Kronans genomslag på inflationen tycks ha varit ovanligt stort" i *Penningpolitisk rapport*, november 2023, Sveriges riksbank, där resultaten pekar på att kostnadsförändringar får större genomslag på priserna när inflationen är hög än när den är låg.

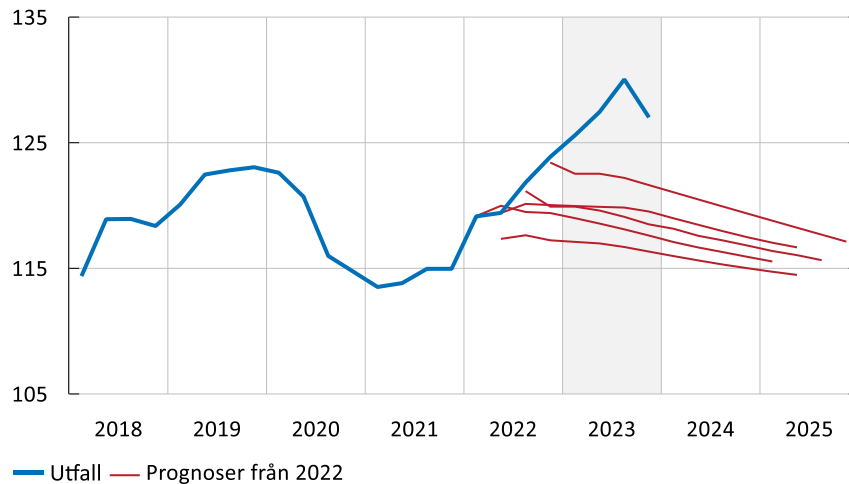
<sup>15</sup> Se fördjupningen "Kronan kommer att stärkas på sikt" i *Penningpolitisk rapport*, september 2023, Sveriges riksbank.



upplevde risker specifikt kopplade till den svenska ekonomin kan det också ha spelat in. Det finns även tecken på att de placeringsstrategier som aktörerna använde bidrog till den svaga utvecklingen av kronan.

**Diagram 24. Nominell växelkurs, KIX, utfall och prognoser**

Index, 1992-11-18 = 100



Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt av kronans växelkurs mot valutor i de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs.

Källa: Riksbanken.

### 3.3 Styrkan på arbetsmarknaden överraskade

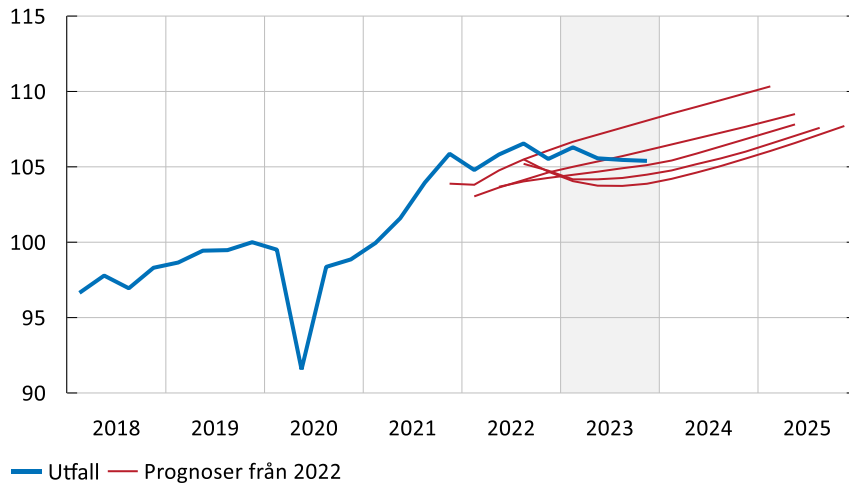
BNP-utvecklingen i Sverige var svag under 2023, men ändå något starkare än flertalet av prognoserna från 2022 (se diagram 25). Sysselsättningen utvecklades i motsats till BNP starkt. Den gynnsamma utvecklingen mattades dock av något under andra halvan av 2023, men sysselsättningsgraden var ändå på en historiskt hög nivå (se diagram 26). Flertalet prognoser underskattade den starka uppgången.<sup>16</sup>

Trots att sysselsättningen underskattades så var prognoserna för arbetslösheten förhållandevis träffsäkra. Uppgången i arbetslösheten under 2023 fångades väl av prognoserna (se diagram 27). Att arbetslöshetsprognosen var nära utfallet samtidigt som sysselsättningsutvecklingen underskattades beror på att prognoserna även underskattade utvecklingen i arbetskraften. Sammanfattningsvis underskattade flertalet av prognoserna BNP-utvecklingen samtidigt som styrkan på arbetsmarknaden överraskade.

<sup>16</sup> Omläggningen av statistiken i januari 2021 ledde till länkningar och revideringar av statistiken i flera omgångar under 2022 och 2023. Detta försvårade arbetet med prognoserna för arbetsmarknaden.

**Diagram 25. BNP, utfall och prognoser**

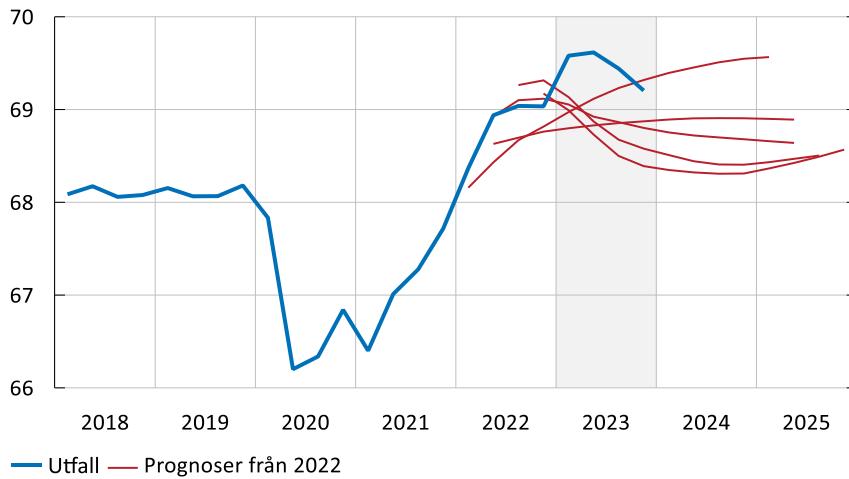
Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 26. Sysselsättningsgrad, utfall och prognoser**

Procent av befolkningen, 15-74 år, säsongrensade data

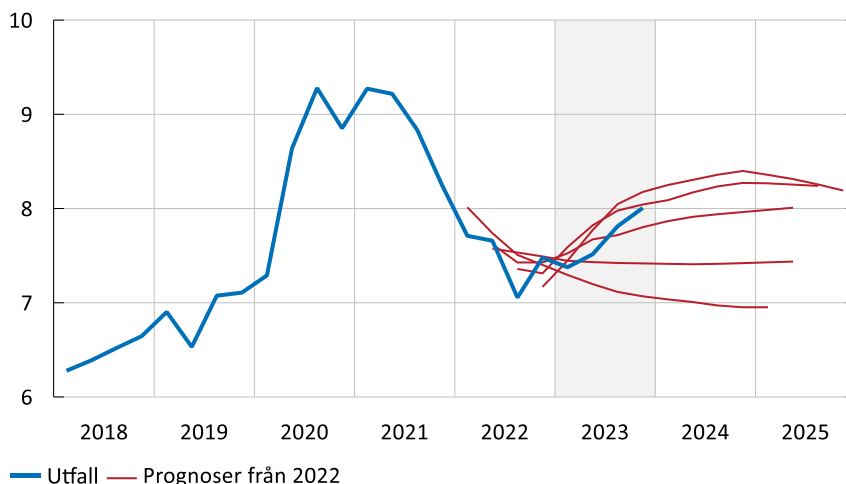


Anm. I oktober 2023 länkades serien om och reviderades av SCB för perioden 2005–2020 för det tidsseriebrott som uppstod i AKU i januari 2021. Även utfall efter 2021 reviderades då till följd av vissa korrigeringar i statistiken.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 27. Arbetslöshet, utfall och prognoser**

Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data



Anm. I oktober 2023 länkades serien om och reviderades av SCB för perioden 2005–2020 för det tidsseriebrott som uppstod i AKU i januari 2021. Även utfall efter 2021 reviderades då till följd av vissa korrigeringar i statistiken.

Källor: SCB och Riksbanken.

### 3.4 Högre inflation än förväntat

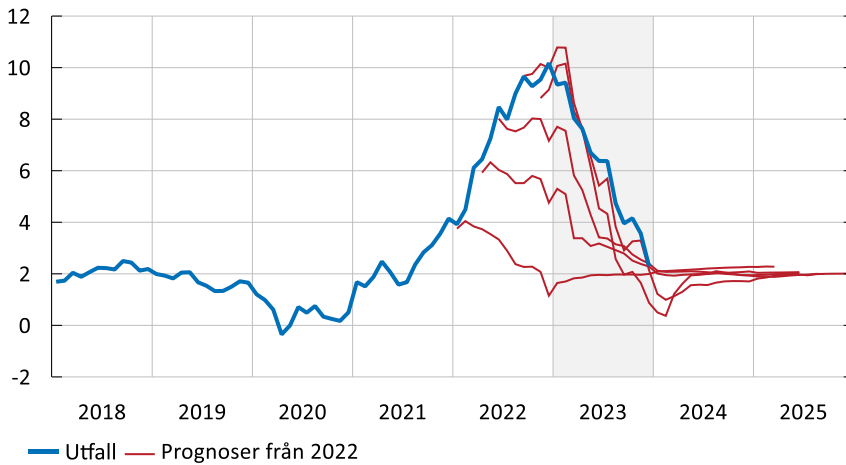
Utfall och prognosfel för den svenska inflationen – mätt med både KPIF och KPIF exklusive energi – följde i stort sett samma mönster som inflationen i omvärlden. Inflationen steg snabbt under 2022 men föll tillbaka under 2023. I slutet av 2023 var KPIF-inflationen nära målet på 2 procent (se diagram 28 och diagram 29).

Riksbanken underskattade inflationsutvecklingen för 2023, framför allt prognoserna från första hälften av 2022. I takt med att inflationen steg reviderades prognoserna upp. Prognosfelen blev därmed allt mindre, och från andra hälften av 2022 var de små för den svenska KPIF-inflationen. Att prognoserna för KPIF-inflationen var mer träffsäkra än prognoserna på KPIF exklusive energi berodde framför allt på att elpriserna ökade långsammare än väntat.

Underskattningen av inflationen under framför allt första hälften av 2022 berodde på att de utbudsproblem som hade uppstått i samband med pandemin avtog långsammare än förväntat och att styrkan i efterfrågan under återhämtningen efter pandemin underskattades. Det fick utdragna effekter som innebar att världsmarknadspriserna på råvaror, insatsvaror och livsmedel steg mer än väntat. I synnerhet steg energipriserna kraftigt, vilket till stor del berodde på olika effekter av Rysslands illegala invasion av Ukraina.

**Diagram 28. KPIF, utfall och prognoser**

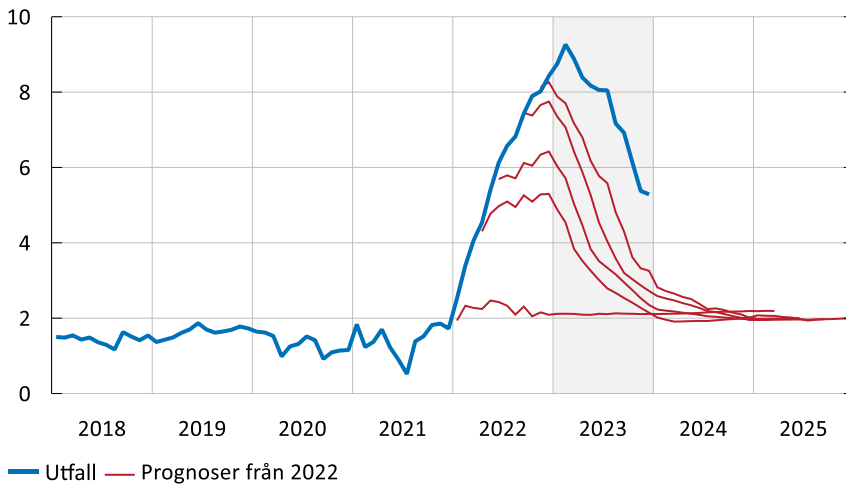
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 29. KPIF exklusive energi, utfall och prognoser**

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

### 3.5 Stora prognosfel för styrräntan

Styrräntan höjdes från 2,5 procent i början av 2023 till 4,0 procent i slutet av året. Som en följd av att inflationsprognoserna underskattade inflationstrycket blev även prognosfelen för styrräntan stora, speciellt prognoserna från början av 2022 (se diagram 30). Riksbanken reviderade upp prognoserna för styrräntan i takt med att inflationen steg allt snabbare. Men prognoserna underskattade ändå storleken på de räntehöjningar som sedan gjordes. Med tanke på att inflationsprognoserna för KPIF-inflationen från både september och november i stort sett var i linje med utfallen kan man fråga sig varför Riksbanken avvek från räntebanorna som publicerades i samband med inflationsprognoserna.

Det går att peka på flera skäl till att styrräntan behövde höjas mer än vad Riksbanken hade prognostiserat under andra halvan av 2022. Det kanske viktigaste skälet var att inflationen visade sig bli högre än prognoserna när man rensat bort energipriserna (se diagram 29). Detta sågs som ett tecken på att den underliggande inflationen – den som fångar mer trendmässiga rörelser – inte visade samma tecken på att avta som inflationen mätt med KPIF.

Andra skäl var att tjänstepriserna ökade snabbare än väntat, vilket kunde vara ett tecken på hög efterfrågan i vissa delar av ekonomin. Den oväntat svaga kronan höll troligen inflationen uppe. Dessutom innebar den historiskt sett mycket höga inflationstakten risker för att hushåll och företag skulle tappa förtroendet för inflationsmålet. Om inflationsförväntningarna skulle börja stiga och därmed påverka företagets prissättning och hushållens lönekrav skulle en så kallad pris-lönespiral kunna uppstå. En sådan utveckling blir lätt självuppfyllande så att inflationen riskerar att bli en självgenererande process som är mycket kostsam att ta sig ur, vilket erfarenheterna 1970- och 1980-talen visade.

Prognoser är ett viktigt inslag i det penningpolitiska beslutsfattandet och en bra prognos är förstås bättre än en dålig. Men den kanske viktigaste förutsättningen för en framgångsrik penningpolitik är att centralbanker är snabbfotade och agerar på överraskningar i den ekonomiska miljön genom att anpassa besluten till nya omständigheter på ett förnuftigt, systematiskt och kraftfullt sätt.<sup>17</sup> Inga prognosmakare förutsåg pandemin, men penningpolitiken var ändå framgångsrik och den kunde bidra till att mildra den ekonomiska nedgången.

För att öka träffsäkerheten i prognoserna utvecklar Riksbanken kontinuerligt sina prognosmetoder och analyser. I det arbetet ingår bland annat att analysera prisförändringar på en mängd olika produkter med hjälp av mikrodata. I Riksbankens företagsundersökningar ställs fler frågor om hur företagen sätter sina priser för att Riksbanken bättre ska förstå deras prissättningsbeteende. Bedömningarna av de indirekta effekterna av högre energipriser och växelkursens effekter på priserna ses också över. Riksbanken utbyter även erfarenheter med andra centralbanker som i många fall har gjort liknande prognosfel.<sup>18</sup>

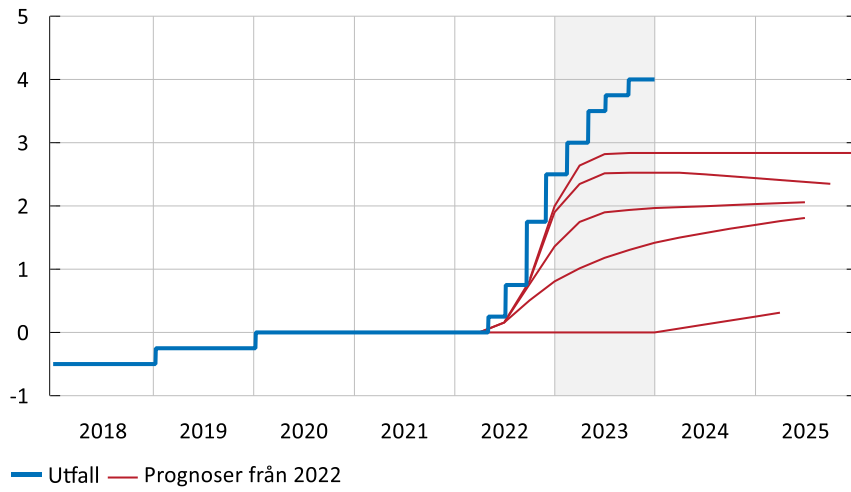
---

<sup>17</sup> Se även D. Wilcox (2024), "The pandemic era underscored how messy economic forecasting is. Here's how to deal with that." Peterson Institute for International Economics, blogginlägg 22 januari 2024.

<sup>18</sup> Se C. Håkanson och S. Laséen (2024), "Defilering in i mål eller ett dött lopp? Centralbanksmästerskapet I prognosförståelse 2021 och 2022", *Ekonomiska kommentarer* nr 1, Sveriges riksbank.

Diagram 30. Styrränta, utfall och prognoser

Procent



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken.

## 4 Viktiga penningpolitiska frågor

---

Debatten om penningpolitiken under året handlade bland annat om Riksbankens höjningar av räntan och om dessa har varit nödvändiga. En del bedömare menar att räntehöjningar inte är effektiva eftersom den höga inflationen under 2022 och 2023 i hög grad har berott på internationella prisökningar på energi och livsmedel. En relaterad diskussion utgår från att det har krävts relativt betydande räntehöjningar, men att det hade räckt om styrräntan hade stannat på en något lägre nivå än 4 procent. Hur penningpolitiken och finanspolitiken bör samspela var ett annat ämne som diskuterades, av några debattörer kopplat till frågan om huruvida delegeringen av penningpolitiken till en självständig Riksbank är ett problem. I slutet av året publicerades även Riksrevisionens granskning av Riksbankens tidigare värdepappersköp.

---

### 4.1 Syftet med inflationsmålet

Penningpolitikens främsta uppgift är att upprätthålla varaktigt låg och stabil inflation. Det är därför viktigt att det finns ett förtroende för inflationsmålet på 2 procent. Beslutet att införa inflationsmålet fattades 1993 av riksbanksfullmäktige, som då var det beslutsfattande organet i Riksbanken.<sup>19</sup> I den nya riksbankslagen som trädde i kraft den 1 januari 2023 specificeras att Riksbanken ska upprätthålla prisstabilitet genom en varaktigt låg och stabil inflation.<sup>20</sup> Inflationsmålet har ett uttalat politiskt stöd och det har även den nuvarande preciseringen av målet, det vill säga 2 procent mätt enligt KPIF.<sup>21</sup>

Det är inte möjligt att alltid hålla inflationen på 2 procent eftersom det hela tiden sker förändringar i ekonomin. Inflationen varierar därför på ett sätt som inte går att förutsäga och inte heller att motverka på kort sikt. Det viktiga är att hushåll och företag har förtroende för att avvikelser från målet inte blir alltför långvariga. De kan annars börja förvänta sig att någon annan nivå på inflationen kommer att vara den normala, eller att det kanske inte ens finns någon normal nivå.

---

<sup>19</sup> Dåvarande riksbanksfullmäktige bestod av åtta ledamöter, sju valda av riksdagen och den åttonde, riksbankschefen, utsågs av de övriga. Många av ledamöterna var aktiva politiker (se till exempel B. Dennis (2003), "Första året med flytande krona", i L. Jonung, (red.), *På jakt efter ett nytt ankare*, SNS Förlag). Dåvarande riksbanksfullmäktige var alltså i hög grad politiskt tillsatt, till skillnad från den direktion som styr Riksbanken sedan 1999.

<sup>20</sup> Den tidigare formuleringen var att Riksbanken skulle "upprätthålla ett fast penningvärde".

<sup>21</sup> *En ny riksbankslag*, regeringens proposition 2021/22:41, s. 275. För en genomgång av implikationerna för penningpolitiken av den nya riksbankslagen se fördjupningen "Den nya riksbankslagen och det penningpolitiska ramverket" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2023, Sveriges riksbank.

## **Gemensamma förväntningar bidrar till en gynnsam ekonomisk utveckling**

Inflationsmålet är tänkt att fungera som ett riktmärke för pris- och lönebildningen – det ska utgöra vad som brukar kallas ett nominellt ankare. När inflationen inte varierar så mycket och ekonomins aktörer har en gemensam bild av hur priserna kommer att utvecklas i framtiden blir det lättare att planera långsiktigt. Det förbättrar i sin tur förutsättningarna för en gynnsam ekonomisk utveckling med god tillväxt.

De flesta är överens om att en hög inflation är skadlig på flera sätt. Ett uppenbart skäl är att man får mindre varor och tjänster för samma summa pengar när man handlar och på det sättet blir fattigare, så länge inkomsterna inte ökar i samma takt som priserna. Det är något som har märkts i allas vardag de två senaste åren. Om den höga inflationen byggs in i hushållens och företagens förväntningar kan det leda till så kallade pris-lönespiraler som gör att inflationen fastnar på en hög nivå. Det blir då svårt att få ned den igen utan en kraftigt åtstramande politik. När inflationen i genomsnitt är hög tenderar den dessutom att variera mycket från år till år. Det gör det svårare att fatta ekonomiska beslut om framtiden. Hög och oväntad inflation har även en omfördelningseffekt som i allmänhet gynnar låntagare på långivares bekostnad, och överlag de som har möjlighet att på olika sätt skydda sig mot inflationen i förhållande till de som inte har den möjligheten. Erfarenheter av tidigare episoder med hög inflation, som den på 1970- och 1980-talen, visar att hög inflation kan vara mycket kostsamt för samhällsekonomin.

Det finns också goda skäl till att målet är 2 procent och inte lägre. Ett skäl är att det blir svårare att effektivt fördela resurserna i ekonomin via lönebildningen när den genomsnittliga inflationen är alltför låg. Anledningen är att det i praktiken är svårt att sänka nominella löner. Om inflationen är låg och de nominella lönerna inte kan sänkas blir det svårt att anpassa de relativa lönerna mellan olika yrken, företag och branscher. Detta gör det svårare att locka arbetskraft till de delar av ekonomin där denna gör störst nytta. I förlängningen kan detta medföra både högre arbetslöshet och sämre produktivitet utveckling. Man kan säga att en viss inflation fungerar som ett smörjmedel i ekonomin.

## **Inflationsmål på 2 procent skapar utrymme att motverka lågkonjunkturer**

En annan viktig funktion hos inflationsmålet är att det ger ett visst utrymme att motverka lågkonjunkturer och kriser med hjälp av räntesänkningar. Den funktionen har blivit allt viktigare, vilket beror på att det allmänna, globala realränteläget i världen har fallit under ett par decennier till en historiskt låg nivå. Uttryckt med nationalekonomisk terminologi har den globala reala jämviktsräntan fallit. En konsekvens av det är att även den styrränta där penningpolitiken stimulerar ekonomin har fallit, det vill säga den så kallade neutrala realräntan har fallit parallellt. En drivkraft bakom denna utveckling som ofta lyfts fram är att många länders befolkningar blivit allt äldre, vilket inneburit en uppgång i sparandet.<sup>22</sup>

---

<sup>22</sup> Se till exempel H. Lundvall (2023), "Drivkrafter bakom globala trender i den neutrala räntan", Bilaga 2 till Långtidsutredningen 2023, SOU 2023:87, för en mer detaljerad förklaring.



En inte helt ovanlig uppfattning är att centralbankerna bestämmer det allmänna reala ränteläget i ekonomin, och att räntorna har varit låga tills helt nyligen endast för att centralbankerna bedrev en expansiv penningpolitik. Men det allmänna ränteläget bestäms alltså i grunden av sådant som centralbankerna inte kan styra.

Centralbankerna sätter sina styrräntor i relation till detta underliggande allmänna ränteläge. Hur ränteläget kommer att utvecklas framöver är i dag osäkert (se vidare "Vad händer med den neutrala realräntan framöver?" i avsnitt 4.3).

Ett centralt förhållande är att den genomsnittliga nominella räntenivån påverkas av hur hög inflationen är i genomsnitt. Om den genomsnittliga inflationen är mycket låg, säg nära noll, i stället för att i genomsnitt ligga på inflationsmålet på 2 procent, då blir också räntorna i genomsnitt ungefär 2 procentenheter lägre.<sup>23</sup> Det gäller även för centralbankernas styrräntor.

Det innebär i sin tur att om inflationen och inflationsförväntningarna varaktigt ligger under målet så kommer också utrymmet att sänka räntorna att vara mindre än om de ligger på målet på 2 procent. Styrräntan kommer då att tidigare slå i den gräns där den inte kan sänkas mer och behöver ligga kvar där under längre tid. Det blir därmed svårt att göra penningpolitiken tillräckligt expansiv när ett sådant behov uppstår.<sup>24</sup> Det är kombinationen av det låga globala reala ränteläget och ambitionen att undvika att inflationen och inflationsförväntningarna fastnar på en för låg nivå som förklarar varför styrräntorna länge låg vid noll eller var negativa.

### Syftet med att penningpolitiken bedrivs självständigt

Riksbanken är en myndighet under riksdagen. Riksdagen har gett Riksbanken en självständig ställning, framför allt genom de ändringar som gjordes i riksbankslagen 1999. De innebär att de penningpolitiska besluten ska fattas av en direktion, som inte ska ta direktiv eller instruktioner från utomstående. Målet om prisstabilitet skrevs samtidigt in i lagen. Riksbanksfullmäktige, som utses av riksdagen och som tidigare fattade de penningpolitiska besluten, ska utse ledamöterna i direktionen och också ansvara för att övervaka och kontrollera direktionens arbete. Enligt den riksbankslag som trädde i kraft den 1 januari 2023 måste riksdagen även godkänna den exakta preciseringen av inflationsmålet, om Riksbanken skulle vilja ändra den. Den nuvarande preciseringen anses dock gälla tills vidare. Beslutet att delegera till Riksbanken att självständigt bedriva penningpolitiken utifrån ett givet mål har alltså fattats av riksdagen i god demokratisk ordning.<sup>25</sup>

---

<sup>23</sup> Sambandet beskrivs av den så kallade Fisherekvationen, namngiven efter den amerikanske ekonomen Irving Fisher. Fisherekvationen brukar skrivas  $i = r + \pi$ , där  $i$  är den nominella räntan,  $r$  den reala räntan och  $\pi$  (den förväntade) inflationen.

<sup>24</sup> En slutsats som många ekonomer har dragit är att inflationsmålet egentligen borde vara högre än 2 procent, eftersom det penningpolitiska utrymmet då skulle bli större. Det förs en diskussion, framför allt i forskarvärlden, om huruvida en sådan förändring är lämplig och i så fall hur och under vilka omständigheter den skulle kunna genomföras (se till exempel L. Calmfors, J. Hassler och A. Seim (2022), *Samspel för stabilitet – en ESO-rapport om rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik*, Rapport till Expertgruppen för Studier i Offentlig Ekonomi).

<sup>25</sup> Självständigheten är dessutom skyddad i bland annat Fördraget om Europeiska Unionens funktionssätt (EUF-fördraget).

Syftet med att delegera penningpolitiken till en självständig centralbank är att det finns beslut som kan vara nödvändiga att fatta för att ekonomin ska fungera väl på lång sikt, men som samtidigt är svåra för politiker att ta eftersom de påverkar allmänheten, det vill säga väljarkåren, negativt på kort sikt. Ett sådant beslut är att höja räntan, eftersom räntehöjningen gör att lånekostnaderna stiger för hushåll och företag och efterfrågan och sysselsättningen dämpas. Detta kan uppfattas som negativt även om syftet med räntehöjningen är att få ned inflationen. Beslutet kan vara särskilt svårt att fatta om inflationen stiger i ett läge där utvecklingen i ekonomin inte är särskilt stark. En centralbank med den uttryckliga uppgiften att hålla inflationen förankrad vid ett inflationsmål utsätts inte för samma tryck, utan kan lättare fatta beslut som kan uppfattas som obekväma och impopulära.

### **Självständigheten kräver att penningpolitiken följs upp och utvärderas**

En naturlig följd av självständigheten är att Riksbankens verksamhet följs upp och utvärderas. Riksdagens finansutskott utvärderar varje år penningpolitiken i ett särskilt betänkande och ordnar också regelbundet öppna utfrågningar om penningpolitiken. Riksbankens viktigaste underlag till den årliga utvärderingen är rapporten ”Redogörelse för penningpolitiken”, det vill säga denna rapport. En tid efter att den har publicerats deltar hela direktionen vid en öppen utfrågning i finansutskottet. Två externa opponenter som finansutskottet anlitat har då gett sin syn på den penningpolitik som Riksbanken har bedrivit. Som ett komplement till de egna utvärderingarna har finansutskottet ungefär vart femte år dessutom gett två utländska experter i uppdrag att utvärdera Riksbankens penningpolitik i en skriftlig rapport. Hittills har fyra sådana utvärderingar gjorts.<sup>26</sup> Riksbanken kan också granskas av Riksrevisionen, som publicerade en utvärdering av Riksbankens köp av värdepapper 2015–2021 den 6 december 2023 (se vidare avsnitt 4.2). Det finns därmed omfattande och väl etablerade rutiner för att följa upp och utvärdera den politik Riksbanken har bedrivit.

Som en konsekvens av den nya riksbankslagen ger finansutskottet från 2023 varje år dessutom externa ekonomer i uppdrag att utvärdera penningpolitiken i en skriftlig rapport. Förra året gjordes denna utvärdering av Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet (CeMoF) vid Stockholms universitet.<sup>27</sup> Författarna till rapporten deltog också vid den årliga utfrågningen i finansutskottet. I olika delar av avsnitt 4.2 nedan refereras till denna utvärdering och dess slutsatser.

## **4.2 Den penningpolitiska debatten 2023**

Förutom att penningpolitiken diskuteras internt av direktionen (kapitel 2) och i efterhand utvärderas formellt av finansutskottet så diskuteras den också mer eller mindre löpande i medierna. Att penningpolitiken intresserar, engagerar och debatteras är givetvis positivt. I detta avsnitt redogörs för olika argument som förts

---

<sup>26</sup> Den senaste, av Karnit Flug och Patrick Honohan, avsåg den penningpolitik som fördes 2015–2020 och publicerades i mars 2022.

<sup>27</sup> J. Hassler, P. Krusell och A. Seim (2023), ”Utvärdering av penningpolitiken 2022”, Rapport från riksdagen 2022/23:RFR5.

fram i den externa debatten under året. Även Riksrevisionens granskning av Riksbankens värdepappersköp, som är en del av den formella utvärderingen, tas upp.

### Har inflationen varit utbudsdriven och räntehöjningarna därför onödiga?

En diskussion som började föras 2022 och som fortsatte under 2023 handlade om att den höga inflationen enligt vissa bedömare helt eller till absolut övervägande del har varit utbudsdriven och berott på ökning av internationella priser på energi och livsmedel. Räntehöjningar är därför är meningslösa och till och med skadliga, enligt detta synsätt.<sup>28</sup>

Den här typen av kritik har framförts i samband med i princip varje styrräntehöjning sedan den första höjningen i maj 2022 och kan tolkas som att man menar att räntan inte borde ha höjts alls, eller i varje fall mycket lite. Den har därför delvis andra utgångspunkter än den kritik som går ut på att styrräntan visserligen borde ha höjts relativt mycket, men inte fullt så mycket som till 4 procent (se delavsnittet "Svår bedömning hur mycket räntan behöver höjas" nedan). Hur mycket penningpolitiken behöver stramas åt för att inflationen varaktigt ska återgå till målet är en genuint svår bedömning och en del av en bredare och mer allmän diskussion.

Under perioden med hög inflation har många försökt att förklara drivkrafterna bakom prisuppgången på ett mer detaljerat sätt, genom att försöka dela upp den i bakomliggande efterfråge- och utbudsfaktorer.<sup>29</sup> Analyserna har gjorts på lite olika sätt och ger lite olika resultat men tenderar att landa i att både efterfråge- och utbudsfaktorer har spelat en roll. De ekonometriska analyserna överensstämmer relativt väl med mer deskriptiva analyser. Hassler, Krusell och Seim (2023) drar exempelvis slutsatsen att den höga inflationen framför allt berodde på ett antal oväntade utbudsstörningar i ekonomin i kombinationen med en stark återhämtning av efterfrågan efter pandemin. En kritik som lyftes fram där var att Riksbanken om något borde ha höjt räntan tidigare än vad som blev fallet.<sup>30</sup>

<sup>28</sup> Se till exempel A. Almqvist, N. Blomqvist, T. Carlén, P. Gerlach, T. Hällö, A.-K. Löfgren och F. Söderqvist (2023), "Räntevapnet biter inte på dagens svenska inflation", DN Debatt, 12 november. För en diskussion av denna kritik se även E. Thedéen (2023), "Lärdomar från en turbulent period", anförande vid Carnegie Fonder, 12 december, Sveriges riksbank.

<sup>29</sup> Se till exempel A. H. Shapiro (2022), "How Much Do Supply and Demand Drive Inflation?", FRBSF Economic Letter 2022-15, M. Bańbura, E. Bobeica, C. Martínez Hernández (2023), "What drives core inflation? The role of supply shocks", ECB working paper no. 2875, V. Guerrieri, M. Marcussen, L. Reichlin och S. Tenreyro (2023), "The Art and Science of Patience: Relative prices and inflation", Geneva Reports on the World Economy, CEPR och R. A. De Santis (2023), "Supply chain disruption and energy supply shocks: impact on euro area output and prices", ECB working paper no. 2884. N. Kashkari (2024), "Policy Has Tightened a Lot. How Tight Is It?", February 5, Federal Reserve Bank of Minneapolis, menar att utbudseffekter varit viktiga både för uppgången och nedgången i inflationen, men att åtstramningen av penningpolitiken varit helt central för att hålla inflationsförväntningarna förankrade. Den amerikanske centralbankschefen Jerome Powell menar att en lärdom från perioden sedan 2020 är att det är svårt att separera utbudsstörningar och efterfrågestörningar i realtid och bedöma hur länge de varar (J. Powell (2023), Opening remarks at "Monetary Policy Challenges in a Global Economy," a policy panel at the 24th Jacques Polak Annual Research Conference, arrangerad av IMF, Washington, D.C., 9 november).

<sup>30</sup> Se s. 48 i J. Hassler, P. Krusell och A. Seim (2023), "Utvärdering av penningpolitiken 2022", Rapport från riksdagen 2022/23:RFR5. En utvärdering av tio centralbankers prognoser 2021–2022 görs i C. Håkansson och S. Laséen (2024), "Defilering in i mål eller ett dött lopp? Centralbanksmästerskapet i prognosförmåga 2021 och 2022", *Ekonomiska kommentarer* nr 1, Sveriges riksbank. En slutsats är att kritiken i Hassler, Krusell och Seim (2023) att Riksbanken borde ha höjt beredskapen när inflationen började stiga i omvärlden

Även om en inflationsimpuls kommer helt och hållet från utbudssidan betyder det inte att centralbanken kan avstå från att höja styrräntan och bara behöver vänta tills impulsen klingar av och inflationen återgår till målet.<sup>31</sup> Impulsen kan spridas brett i ekonomin och gradvis få allt mer fäste.<sup>32</sup> I inflationsuppgången fanns tydliga inslag av detta.

I Riksbankens företagsundersökningar hade företagen i årtal uppgett att det var mycket svårt att höja priserna, eftersom konkurrensen var hård och man då skulle förlora kunder. Detta förefaller ha ändrats i samband med att inflationen började stiga. De snabba kostnadsökningarna och den starka återhämtningen efter pandemin verkar ha skapat förutsättningar för en förändring av prissättningen i ekonomin i förhållande till det som hade dominerat under lång tid. Företagen kunde i högre grad än tidigare snabbt föra över sina kostnadsökningar till konsumenterna, som också verkar ha accepterat detta i större utsträckning än normalt.<sup>33</sup>

I diagram 31 framgår att prisuppgången i ekonomin var bred och inte bara gällde ett fåtal komponenter i KPIF-korgen. Diagrammet visar den andel av komponenterna som ökar i pris med minst 4 procent i årstakt. I mer normala fall är den strax under 20 procent, men under 2022–2023 steg den snabbt till över 80 procent. Även tjänstepriserna, som oftast påverkas mindre av internationella prisökningar på livsmedel och energi, steg kraftigt (se diagram 4 i kapitel 1).

---

kan vara relevant om man ser till prognostillfällena i november 2021 och februari 2022. Överlag är dock träffsäkerheten i Riksbankens prognoser i linje med den för andra centralbanker.

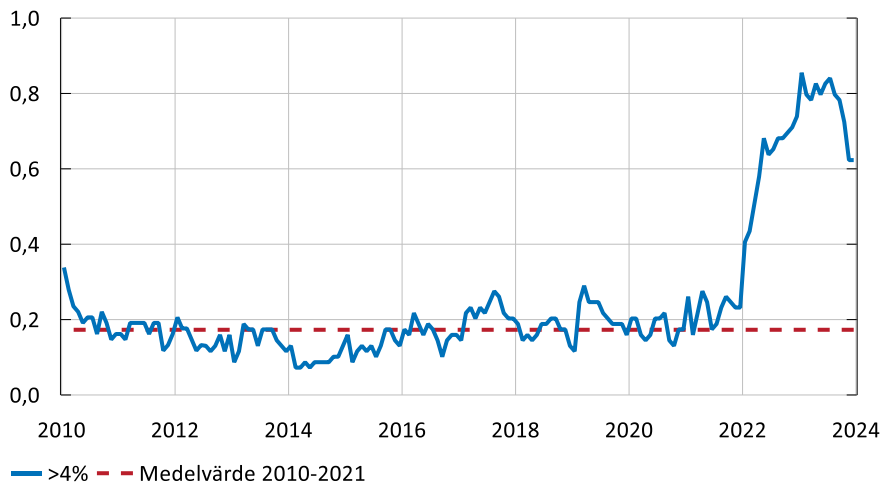
<sup>31</sup> IMF:s chefekonom Gita Gopinath menar att pandemin underströk att utbudstörningar kan ha breda, ihållande inflationseffekter och att centralbanker behöver se över robustheten i strategier som ser utbudstörningar som temporära (G. Gopinath (2023), "Crisis and Monetary Policy", *New Directions for Monetary Policy, Finance & Development*, March 2023, IMF).

<sup>32</sup> När det gäller spridningseffekter brukar man tala om indirekta effekter och andrahandseffekter ("second round effects"). Ett exempel på en indirekt effekt är när högre bränslekostnader leder till dyrare transporter och därmed till högre priser på de produkter som transporteras. Typiska andrahandseffekter är när en inflationsimpuls sprider sig till lönebildningen eller inflationsförväntningarna. Men andrahandseffekter kan även uppstå i prisbildningen, exempelvis genom att priserna på produkter med endast liten eller ingen koppling till de högre bränslekostnaderna börjar stiga. Gränsdragningen mellan indirekta effekter och andrahandseffekter inte alltid särskilt tydlig.

<sup>33</sup> Se till exempel "Prissättning hos svenska företag 2023", Specialstudie, Konjunkturinstitutet. Detta förhållande diskuteras även i J. Hassler, P. Krusell och A. Seim (2023), "Utvärdering av penningpolitiken 2022", Rapport från riksdagen 2022/23:RFR5, s. 10–11, och i "Jag har aldrig varit med om att kunderna accepterar prishöjningar så lätt", *Riksbankens företagsundersökning*, februari 2022, Sveriges riksbank.

**Diagram 31. Andelen produkter i KPIF-korgen vars priser ökar med mer än 4 procent**

Årlig procentuell förändring



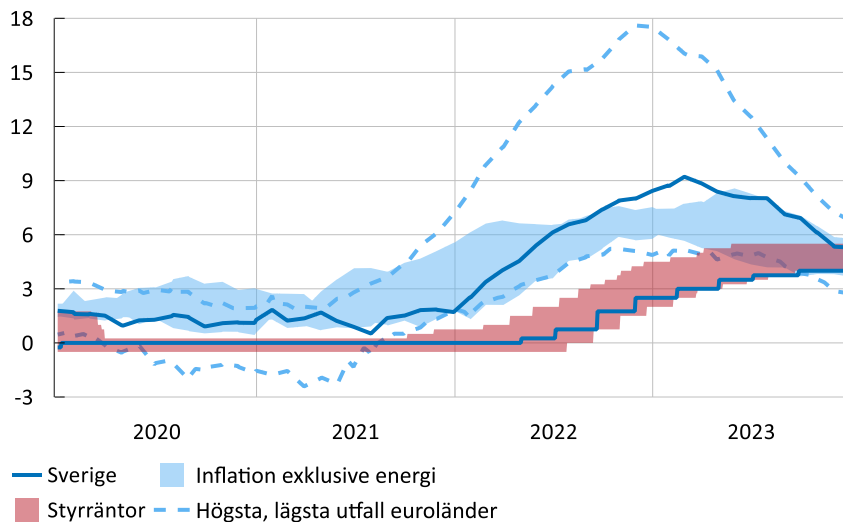
Anm. Beräknad som en oviktad andel av de årliga procentuella förändringarna på 69 produktgrupper som tillsammans utgör KPIF.

Källor: SCB och Riksbanken.

Det kan också vara informativt att sätta in penningpolitiken i Sverige i en internationell kontext. Diagram 32 visar inflationen exklusive energi och styrräntan i en rad länder som Sverige vanligtvis jämförs med.

**Diagram 32. Inflation exklusive energi och styrräntor i ett antal ekonomier**

Procent och årlig procentuell förändring



Anm. Det röda fältet visar det högsta och lägsta utfallet för styrräntan i euroområdet, USA, Storbritannien, Norge, Kanada och Nya Zeeland. Det ljusblå fältet visar det högsta och lägsta utfallet för inflation exklusive energi för samma urval av länder. De streckade ljusblå linjerna visar högsta och lägsta inflation exklusive energi i euroområdet.

Källor: Eurostat, Statistics Canada, Statistics New Zealand, Statistics Sweden, U.K. Office for National Statistics, U.S. Bureau of Labor Statistics, respektive centralbank och Riksbanken.

Från diagrammet kan man göra flera observationer. En är att inflationen började stiga vid lite olika tidpunkter i olika länder. I de underliggande data framgår exempelvis att

den steg tidigare i USA än i euroområdet och Sverige. Det framgår också att inflationen i euroländerna utvecklades mycket olika. I Litauen toppade inflationen på ungefär 17,5 procent, medan den i Luxemburg enbart steg till ungefär 5 procent. En annan observation är att centralbankerna reagerade med fördröjning på den stigande inflationen. I de underliggande data framgår att inflationen, även med energipriser exkluderade, i regel hade stigit en bit över målet innan den första räntehöjningen. Eftersom inflationen började stiga vid lite olika tidpunkter började även styrräntorna höjas vid olika tillfällen. En tredje observation är att centralbankerna ändå agerat på ett mycket likartat sätt, i såväl stora och ganska slutna ekonomier som små och öppna. Sammantaget ger detta bilden av att en ökning av inflationen successivt spred sig globalt och att centralbankerna efter hand insåg att de behövde agera för att bromsa uppgången och få inflationen att återgå till målet.

Riksbanken sticker inte på något sätt ut i denna jämförelse, vare sig när det gäller fördröjningen mellan att inflationen börjar stiga och räntan börjar höjas eller hur högt styrräntan har höjts. Om något tillhör Riksbanken de centralbanker som har höjt räntan till en förhållandevis låg nivå, trots att uppgången i inflationen i Sverige var relativt snabb och inflationstoppen relativt hög. En förklaring till det förhållandet är en relativt sett högre räntekänslighet i Sverige. Samtliga centralbanker har således betraktat perioden med hög inflation som något som krävde att penningpolitiken reagerade.

Sammanfattningsvis har inflationsuppgången alltså varit komplex och kan inte bara sägas ha berott på internationella prisökningar som Riksbanken inte kan påverka. Dels har uppgången berott på både efterfråge- och utbudsfaktorer och dels kan även inflationsimpulser som kommer från utbudssidan ge upphov till spridningseffekter som penningpolitiken behöver motverka.

### **Svår bedömning hur mycket räntan behöver höjas**

Syftet med Riksbankens räntehöjningar har varit att få inflationen tillbaka till målet inom rimlig tid, utan att bromsa in ekonomin onödigt mycket. Genom att strama åt penningpolitiken tillräckligt resolut i ett relativt tidigt skede har Riksbanken velat förhindra att en ännu kraftigare åtstramning blir nödvändig senare, när det blivit svårare att kontrollera inflationen på grund av förtroendet för inflationsmålet har försvagats. Detta skulle nämligen bli ännu kostsammare för realekonomin.

En del bedömare anser att återgången till inflationsmålet hade gått att åstadkomma med en lägre höjning av styrräntan, till exempel med 3–3,5 procent i stället för 4 procent. Det går givetvis att göra olika uppskattningar av exakt hur mycket styrräntan behöver höjas i ett läge som det som uppkom under 2022 och 2023. Detta är en genuint svår bedömning. Riksbanken bedömde att inflationstrycket i mitten av 2023 fortfarande var för högt till följd av bland annat en svag krona och snabbt stigande tjänstepriser och att räntan därför behövde höjas till 4 procent.

Hur realekonomin kommer att utvecklas framöver och när inflationen varaktigt är tillbaka på målet återstår att se. Det går förstås inte att utesluta att inflationen temporärt kommer att falla under målet och att styrräntan behöver anpassas nedåt

snabbare än vad Riksbanken räknar med. Men det kan också visa sig att inflationsnedgången bromsar in en bit över målet, vilket i stället skulle kräva en högre styrränta än väntat.<sup>34</sup>

Denna diskussion har en annan karaktär än kritiken som diskuterades ovan. Den utgår från att relativt betydande räntehöjningar har varit nödvändiga och menar därmed inte att inflationen i Sverige har berott på utbudsstyrda internationella prisökningar som gjort räntehöjningarna onödiga och skadliga. Den handlar i stället om förhållandevis begränsade skillnader i bedömningar av penningpolitiken och dess verkningsgrad.

### **Kan samspelet mellan penningpolitiken och finanspolitiken förbättras?**

En fråga som diskuterats under en tid är om samspelet mellan penningpolitiken och finanspolitiken kan förbättras.<sup>35</sup> Mer specifikt har en fråga varit om finanspolitiken bör ha en större och mer aktiv roll för att stabilisera ekonomin än vad som har varit fallet de senaste decennierna. Diskussionen kring detta aktualiserades åter mot slutet av året, inte minst eftersom frågan var ett huvudtema i Långtidsutredningen 2023 som publicerades i december.<sup>36</sup>

En viktig anledning till att denna diskussion har uppstått är de senaste decenniernas nedgång i den neutrala realräntan, vilket minskat Riksbankens möjlighet att stimulera ekonomin via styrräntan när så behövs (se avsnitt 4.1). Detta har gjort det svårare för penningpolitiken att hantera såväl konjunkturstabiliseringen som att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Långtidsutredningen menar dessutom att synen på finanspolitisk stabiliseringspolitik har kommit att bli mer positiv efter att dess effekter på ekonomin visat sig vara större än vad man tidigare trott.

Debatten om hur samspelet mellan finans- och penningpolitiken bör se ut är viktig och kommer med all sannolikhet att fortsätta. En central fråga här är vilken roll finanspolitiken bör ha för att bidra till att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet – vilket inte alltid sammanfaller med att stabilisera konjunkturen. En annan är hur man undviker att en mer aktiv stabiliseringspolitisk roll för finanspolitiken riskerar att innebära att den blir systematiskt alltför expansiv.

Debatten om samspelet mellan penningpolitiken och finanspolitiken har i vissa fall kopplats samman med frågan om huruvida Riksbankens självständiga ställning är ett demokratiskt problem.<sup>37</sup> En förklaring till att en sådan diskussion uppstått kan vara att

---

<sup>34</sup> Slutfasen i arbetet med att få ned inflationen beskrivs ibland med begreppet "the last mile problem", se till exempel I. Schnabel (2023), "The last mile", anförande vid the Annual Homer Jones Memorial Lecture, St. Louis, 2 november.

<sup>35</sup> Se till exempel P. Jansson (2021), "Är det dags att se över rollfördelningen i den makroekonomiska politiken?", anförande vid Sveriges riksbank, 8 december och L. Calmfors, J. Hassler och A. Seim (2022), "Samspel för stabilitet – en ESO-rapport om rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik", Rapport till Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi 2022:3.

<sup>36</sup> Långtidsutredningen 2023 – Finanspolitisk konjunkturstabilisering, SOU 2023:85, J. Lyhagen och H. Shahnazarian (2023), "Samspelet mellan finans- och penningpolitik i Sverige", Bilaga 5, SOU 2023:90, K. Walentin (2023), "Penning- och finanspolitisk konjunkturstabilisering", Bilaga 6, SOU 2023:91 och L. Calmfors (2023), "Nytt ramverk för finanspolitiken", SOU 2023:92.

<sup>37</sup> Se till exempel E. Odeberg (2023), "Riksbankens fria roll är problematisk", SvD Debatt, 25 oktober.

räntehöjningar ofta är impopulära och att räntan har höjts mer och snabbare än någonsin tidigare under perioden med inflationsmål. En tanke i denna diskussion är att finanspolitiken i stället ska kunna bidra till att dämpa en inflationsuppgång genom att exempelvis reglera vissa priser. Detta antas vara gynnsammare för ekonomin än att penningpolitiken (eller finanspolitiken) dämpar efterfrågan. Även diskussionen om sådana mer specifika finanspolitiska åtgärder för att försöka dämpa en uppgång i inflationen kommer sannolikt att fortsätta.<sup>38</sup>

Som beskrivs i avsnitt 4.1 har beslutet att delegera till Riksbanken att självständigt bedriva penningpolitiken utifrån ett givet mål fattats av riksdagen i god demokratisk ordning. Där framgår också att det finns omfattande och väl etablerade rutiner för att följa upp och utvärdera den politik som Riksbanken bedriver, i enlighet med vad denna självständighet kräver.

### Riksrevisionens granskning av värdepappersköpen

Den 6 december 2023 offentliggjorde Riksrevisionen en granskning av Riksbankens köp av värdepapper 2015–2021.<sup>39</sup> Riksbanken avslutade sina nettoköp av värdepapper i slutet av 2021 och under 2022 inriktades köpen på att kompensera för de papper som förföll. Från 2023 genomförde Riksbanken inga köp utan började sälja av sitt innehav. Riksrevisionens granskning avser alltså Riksbankens politik för ett antal år sedan, men den kan ändå vara värd att behandla i denna redogörelse eftersom den publicerades förra året och tar upp en del principiella frågor kring penningpolitik genom värdepappersköp som skulle kunna bli aktuella framöver.

I korthet menar Riksrevisionen att de värdepappersköp som Riksbanken gjorde i inledningen av pandemin var effektiva för att minska oron i ekonomin och stabilisera de finansiella marknaderna i samband med pandemins utbrott, men att det därutöver är svårt att belägga att köpen överlag har haft särskilt stor effekt på inflationen.<sup>40</sup> Samtidigt har köpen till följd av den överraskande snabba inflations- och räntepågången lett till stora förluster som påverkar Riksbankens resultat och statens finanser. De kan dessutom exempelvis ha bidragit till att marknaden för statsobligationer har fungerat sämre när Riksbanken köpt en stor del av den utestående obligationsstocken.

Granskningen mynnar ut i tre huvudsakliga rekommendationer. För det första menar Riksrevisionen att Riksbanken bör undvika att köpa tillgångar med primärt syfte att påverka inflationen. För det andra bör även stora långsiktiga innehav av statsobligationer undvikas så att det finns möjlighet att köpa sådana vid framtida finansiella kriser. För det tredje menar Riksrevisionen att även om tillgångsköpen överlag genomförts på ett transparent sätt och med ett gediget beslutsunderlag, så finns det utrymme för förbättringar inför liknande situationer i framtiden.

---

<sup>38</sup> För en översikt av teori och erfarenheter kring prisregleringar se I. Häkkinen Skans, D. Lööv och A. Westermark (2024), "Effekter av prisregleringar", Staff memo, februari 2024, Sveriges riksbank.

<sup>39</sup> "Riksbankens tillgångsköp – dyrköpta erfarenheter", RiR 2023:21, Riksrevisionen.

<sup>40</sup> Även J. Hassler, P. Krusell och A. Seim (2023), "Utvärdering av penningpolitiken 2022", Rapport från riksdagen 2022/23:RFR5, gör bedömningen att effekterna i normala tider är begränsade.



Riksrevisionen rekommenderar därför att kostnader och sidoeffekter för eventuella framtida tillgångsköp ska redovisas till allmänheten och riksdagen på ett tydligare sätt.

I ett yttrande konstaterar Riksbanken att Riksrevisionens granskning innehåller viktiga observationer och slutsatser som Riksbanken kommer att beakta i sitt fortsatta arbete.<sup>41</sup> Riksbanken instämmer i att det råder betydligt större osäkerhet om vilka effekter tillgångsköp har på inflationen i situationer när de finansiella marknaderna fungerar normalt, jämfört med i kristider.

Riksbanken ser tillgångsköp som ett alternativ under ovanligt svåra penningpolitiska omständigheter, vilket innebär att tröskeln för sådana åtgärder kommer att vara hög. Det gäller särskilt köp av privata värdepapper, där riksbankslagen kräver att det ska föreligga synnerliga skäl.

Det kan dock även i framtiden uppstå situationer där köp av värdepapper bedöms vara ett lämpligt sätt att påverka inflationen. En rimlig slutsats är att effekterna av en sådan åtgärd beror på förutsättningar som kan ändras från situation till situation. Under normala omständigheter är styrräntan det huvudsakliga verktyget inom penningpolitiken. När styrräntan kommit nära sin nedre gräns och när trovärdigheten för inflationsmålet är hotad är dock alla åtgärder förknippade med svårigheter, det gäller värdepappersköp såväl som alternativa sätt att stimulera ekonomin – som negativ styrränta eller mer expansiv finanspolitik.

När det gäller rekommendationen att Riksbanken bör undvika stora långsiktiga innehav av statsobligationer, så att det finns möjlighet att köpa sådana vid framtida finansiella kriser, kan konstateras att en gradvis krympning av innehavet till betydligt lägre nivåer, genom såväl förfall som aktiva försäljningar, har inletts och förväntas fortsätta. Vilken nivå av innehav som kan anses lämpligt under normala omständigheter är en fråga som Riksbanken avser att återkomma till. Beträffande kostnader och sidoeffekter av eventuella tillgångsköp- och försäljningar i framtiden instämmer Riksbanken i att dessa bör redovisas tydligare.

### **Olika syn på penningpolitiken i debatten och forskningen**

Det penningpolitiska ramverket, lagstiftningen och den praktiska penningpolitiken baseras på huvudfråan i den ekonomiska forskningen – den kärna av kunskap som de flesta som forskar i ämnet är överens om. Denna beskrevs översiktligt i avsnitt 4.1. Det är viktigt att även de formella utvärderingar av penningpolitiken som görs avspeglar denna kunskapskärna.

Ett förhållande som inte har uppmärksamats särskilt mycket är att det kan vara stor skillnad mellan hur man ser på penningpolitiken i delar av den mediala debatten och hur man ser på den inom forskningen och den faktiska politiken. Det kan gälla helt grundläggande aspekter som de förutsättningar under vilken penningpolitiken

---

<sup>41</sup> "Riksbankens yttrande med anledning av Riksrevisionens granskning av Riksbankens tillgångsköp", publicerad 2 februari 2024, Sveriges riksbank.

bedrivs, varför Riksbanken har den uppgift den har och ibland till och med vilken uppgiften är.<sup>42</sup>

Det finns faktorer som är centrala i formella utvärderingar av penningpolitiken och det tankegod som det penningpolitiska ramverket bygger på, men som ofta utelämnas när penningpolitik diskuteras i den allmänna debatten i medierna. En sådan är den neutrala realräntan, som diskuterades i avsnitt 4.1. Om den neutrala räntan inte finns med i analysen när penningpolitiken debatteras kan slutsatserna bli ganska annorlunda än om den gör det. Exempelvis har det som ibland beskrivs som *lågräntepolitik* i debatten ofta snarare handlat om att penningpolitiken *har verkat i en lågräntemiljö*, som den varken kan påverka eller bortse i från.

Om den neutrala räntan finns med i analysen så ger detta också ett annat perspektiv på den tidigare negativa styrräntan. Eftersom den neutrala räntan var historiskt låg behövde styrräntan sänkas under noll för att penningpolitiken skulle bli tillräckligt expansiv. Eftersom låga neutrala räntor var ett globalt fenomen var Riksbanken också långt ifrån den enda centralbanken med negativ styrränta.

Även slutsatserna om exempelvis penningpolitikens betydelse för tillgångspriserna kan bli annorlunda. Ett inte ovanligt argument i debatten är att de höga priserna på bostäder beror på att Riksbanken har bedrivit en expansiv penningpolitik. Men svenska bostadspriser har stigit mer eller mindre trendmässigt sedan mitten av 1990-talet. Hassler, Krusell och Seim (2023) konstaterar att det i huvudsak är de sedan decennier trendmässigt fallande realräntorna, och den låga *neutrala* realränta som har blivit följden, som har fått bostadspriserna att stiga så kraftigt under så lång tid. Att penningpolitiken har varit expansiv under begränsade tidsperioder har spelat en relativt underordnad roll.<sup>43</sup>

Det är heller inte ovanligt att även Riksbankens huvuduppgift att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet hamnar i skymundan, och ibland utelämnas helt, när penningpolitiken diskuteras. Man kan exempelvis mena att Riksbanken ska fokusera på att hålla kronkursen stabil eller stärka den, undvika en mycket låg styrränta av olika skäl eller inrikta penningpolitiken på att bromsa stigande tillgångspriser eller på att kortsiktigt stabilisera konjunkturen.

Om argumenten inte utgår från det rådande penningpolitiska ramverket och inte heller redogör för vilket alternativt ramverk som man menar hade varit att föredra så

---

<sup>42</sup> Detta förhållande uppmärksammades dock i J. Hassler, P. Krusell och A. Seim (2023), "Utvärdering av penningpolitiken 2022", Rapport från riksdagen 2022/23:RFR5, s. 51–52. En diskussion kring denna fråga har också uppstått i tidskriften Ekonomisk Debatt, se M. Apel och P. Jansson (2023), "Penningpolitik i forskningen och den allmänna debatten", Ekonomisk Debatt nr. 7 2023, F.N.G. Andersson och L. Jonung (2023), "Svar på kommentarer om penningpolitiken", Ekonomisk Debatt nr. 8 2023 och M. Apel och P. Jansson (2024), "Replik till Andersson och Jonung", Ekonomisk Debatt nr. 1 2024. Se även P. Jansson (2023), "Om glappet i den penningpolitiska debatten", anförande vid Danske Bank, 12 december.

<sup>43</sup> Ränteläget är givetvis inte den enda faktorn som påverkar bostadsprisernas utveckling. Exempelvis har Sverige, Tyskland och Finland haft ungefär samma räntor (både real styrränta och neutral ränta) men bostadsprisutvecklingen länderna emellan har länge skiljt sig åt ganska mycket, med betydligt mindre branta trender i priserna i Tyskland och Finland än i Sverige. Ett skäl till detta, som Riksbanken lyft fram under lång tid, är att den svenska bostadsmarknaden lider av stora strukturella problem, på både utbuds- och efterfrågesidan.

riskerar diskussionen att blir oklar och mindre konstruktiv. Det kan exempelvis vara svårt att avgöra om kritiken avser den politik som Riksbanken har bedrivit eller det ramverk som penningpolitiken har att hålla sig till.<sup>44</sup>

## 4.3 Frågor inför framtiden

### Vad händer med den neutrala realräntan framöver?

En viktig fråga i såväl centralbanksvärlden som bland akademiska forskare är hur den neutrala realräntan kommer att utvecklas framöver. Som framgick i avsnitt 4.1 är detta centralt för penningpolitiken. Om den neutrala räntan exempelvis skulle stiga så minskar risken att styrräntan slår i sin nedre gräns när den behöver sänkas i en lågkonjunktur eller om inflationen riskerar att bli varaktigt mycket låg. Om den neutrala räntan däremot fortsätter vara lika låg så ökar sannolikheten att centralbankerna även framöver kommer att ha svårt att använda styrräntan för att stabilisera resursutnyttjandet och nå inflationsmålet.

Det finns flera teorier kring varför den neutrala realräntan har fallit trendmässigt de senaste decennierna.<sup>45</sup> Utbudet av sparande har ökat globalt, bland annat beroende på att sparandet i vissa länder i Asien har varit mycket högt och att världens befolkning har åldrats. En stor andel medelålders och äldre människor innebär ett högt sparande. Detta har bidragit till att pressa ner den reala räntan på tillgångar som betraktas som säkra, exempelvis amerikanska och tyska statsobligationer.

Samtidigt har avkastningskravet på riskfyllda tillgångar, som aktier och bostäder, varit fortsatt ganska högt. Det jämförelsevis höga avkastningskravet på riskfyllda tillgångar kan förklara varför investeringarna inte har ökat särskilt mycket på global nivå, trots att den reala räntan har sjunkit avsevärt.

Det finns ett par tänkbara förklaringar till att de reala räntorna på säkra tillgångar och avkastningskravet på riskfyllda placeringar har utvecklats på så olika sätt. En sådan förklaring är att det råder en kronisk brist på riskfria tillgångar eftersom det bara är ett fåtal, relativt långsamt växande länder som kan tillhandahålla dem. En annan tänkbar och kompletterande förklaring handlar om ökad riskaversion. Även den skulle kunna förklaras av demografiska faktorer, nämligen att stora åldersgrupper som antingen befinner sig relativt nära slutet av arbetslivet eller redan har gått i pension föredrar säkra placeringar framför mer riskabla.

Osäkerheten kring den neutrala realräntans utveckling framöver är betydande. En del bedömare menar att den kommer att stiga, bland annat till följd av stora investeringar

---

<sup>44</sup> I en penningpolitisk översiktsartikel i Ekonomisk Debatt menar Göran Hjelm att "en konstruktiv diskussion skulle främjas av om åsikter inom rådande, nu tydligare, institutionella struktur särskiljs från åsikter inom ramen för alternativa ramverk" (G. Hjelm, 2024, "Penningpolitikens gränsöverskridande natur – ramverk, samspel och grunder för en konstruktiv debatt", Ekonomisk Debatt nr. 1).

<sup>45</sup> För en genomgång av litteraturen och referenser se H. Lundvall (2023), "Drivkrafter bakom globala trender i den neutrala räntan", Bilaga 2 till Långtidsutredningen 2023, SOU 2023:87.

knutna till exempelvis klimatomställningen.<sup>46</sup> Men flertalet analyser indikerar att den kommer att förbli låg eller eventuellt till och med sjunka ytterligare under kommande decennier. En bidragande orsak till detta är demografiska framskrivningar som visar att världens befolkning kommer att fortsätta åldras på ett sätt som talar för att sparandet kommer att fortsätta vara högt i förhållande till investeringsbehoven.

För att hantera möjliga problem med en fortsatt mycket låg neutral realränta har flera förslag lyfts fram, som att höja inflationsmålet – vilket skulle öka räntesänkingsutrymmet på ett liknande sätt som om den neutrala realräntan skulle stiga – eller att ge finanspolitiken en mer uttalad stabiliseringspolitisk uppgift än tidigare, när penningpolitikens möjligheter har begränsats (se ”Kan samspelet mellan penningpolitiken och finanspolitiken förbättras?” i avsnitt 4.2).<sup>47</sup> Vad som kommer att ske med den neutrala realräntan och hur en eventuell fortsatt lågräntemiljö bör hanteras är en diskussion som med stor sannolikhet kommer att fortsätta.

---

<sup>46</sup> Se till exempel Larry Summers, Peterson Institute for International Economics (2023), ”Summers and Blanchard debate the future of interest rates”, Unedited Transcript, 7 mars, 2023.

<sup>47</sup> Dessa förslag diskuteras i Långtidsutredningen 2023 – Finanspolitisk konjunkturstabilisering och K. Walentin (2023), ”Penning- och finanspolitisk konjunkturstabilisering”, Bilaga 6 till Långtidsutredningen 2023, SOU 2023:91.

## FÖRDJUPNING – Alternativa scenarier i den penningpolitiska rapporten

---

En lärdom i Redogörelse för penningpolitiken 2022 var att Riksbanken skulle kunna använda scenarier i större utsträckning i sin penningpolitiska analys och kommunikation. Under 2023 publicerade därför Riksbanken löpande scenarier i den penningpolitiska rapporten från april och framåt.

Syftet med scenarierna var att illustrera att utvecklingen var osäker, att peka på osäkerhetsfaktorer som Riksbanken hade särskilt fokus på och att indikera hur den penningpolitiska planen skulle kunna behöva förändras om osäkerhetsfaktorerna materialiseras. I den här fördjupningen beskrivs de scenarier som Riksbanken använde sig av och hur de integrerades i penningpolitiken.

Scenarierna var viktiga för den penningpolitiska kommunikationen av flera skäl. Ett centralt budskap var att om inflationen blev oväntat hög skulle det betraktas som ett större problem än om den blev oväntat låg. Det betydde att penningpolitiken snabbt skulle stramas åt ytterligare om inflationen överraskade på uppsidan, medan en lite mer avvaktande hållning skulle gälla vid överraskningar på nedsidan. De olika scenarierna illustrerade samtidigt att inflationen kan bli oväntat hög eller låg av flera olika skäl, vilket gör det svårt att säga på förhand exakt hur penningpolitiken skulle reagera.

---

### Mer symmetrisk riskbild kring inflationen under 2023

Riksbanken publicerade scenarier vid ett par tillfällen under 2022, även om de inte var en del av den löpande analysen och kommunikationen på samma sätt som under 2023. Under 2022 hade inflationen genomgående blivit högre än förväntat, vilket gjorde att scenarierna då var fokuserade på en oväntat hög inflation. Under våren 2023 kunde Riksbanken konstatera att riskbilden kring hur inflationen skulle utvecklas hade blivit mer symmetrisk, alltså att sannolikheten för en oväntat låg och oväntat hög inflation hade blivit mer likartad. Därför visades i de penningpolitiska rapporterna från april och framåt två scenarier: ett med en oväntat hög inflation och ett med en oväntat låg.<sup>48</sup> De faktorer som i scenarierna drev inflationsutvecklingen varierade däremot mellan de penningpolitiska rapporterna.

---

<sup>48</sup> Scenarierna baserades på simuleringar i Riksbankens makroekonomiska modell MAJA.

Några av osäkerhetsfaktorerna som Riksbanken identifierade under 2023 avseende den svenska inflationsutvecklingen var

- inflationsförväntningarna bland hushåll och företag
- lönebildningen
- kronans utveckling och växelkursens genomslag på inflationen
- globala utbudsstörningar
- företagens prissättningsbeteende
- konjunkturrisiker som indirekt påverkar inflationen

## En översikt av scenarierna under april–november

I den penningpolitiska rapporten i april konstaterade Riksbanken att den faktiska inflationen hade börjat sjunka tillbaka och att överenskommelsen kring ett nytt industriavtal hade minskat risken för en pris-lönespiral ganska påtagligt. Den mer balanserade riskbilden kring inflationen motiverade att diskutera möjligheterna till både en oväntat hög och en oväntat låg inflation.

I scenariot med en oväntat hög inflation antogs de bidragande orsakerna till utvecklingen vara inflationsförväntningarnas utveckling och företagens prissättningsbeteende. Även om de långsiktiga inflationsförväntningarna hade varit förankrade kring målet under perioden med hög inflation var de kortsiktiga förväntningarna fortsatt på höga nivåer. Samtidigt visade enkäter, exempelvis Riksbankens egen företagsundersökning, att många företag planerade att höja sina priser ovanligt mycket. I scenariot antogs att realekonomin skulle utvecklas i linje med prognosen.

Om penningpolitiken inte skulle reagera på den oväntat höga inflationen antogs att förtroendet för inflationsmålet skulle försvagas, så att pris- och lönebildningen påverkades negativt. Inflationen skulle då bli varaktigt högre än målet under de kommande åren. Om penningpolitiken däremot direkt stramades åt mer än i huvudscenariot skulle det finnas goda möjligheter att stabilisera inflationen kring målet. Ekonomins aktörer skulle då fortsätta ha tilltro till att Riksbanken skulle få ner inflationen till målet inom en rimlig tid, och företagens prishöjningar skulle därmed mattas av. Den högre styrräntan skulle dock också dämpa den realekonomiska utvecklingen. Men jämfört med att inte reagera med penningpolitiken inledningsvis, och i stället behöva höja styrräntan i ett senare skede, bedömdes de realekonomiska kostnaderna vara små.

Det fanns i april allt starkare indikationer på att de största prisökningarna var förbi. Priserna på energi och råvaror hade sjunkit påtagligt. Dessutom hade efterfrågan i den svenska ekonomin bromsat in tydligt. En betydande del av de tidigare stora kostnadsökningarna hade vältrats över till konsumentledet. Men det kunde samtidigt inte uteslutas att snabbt sjunkande kostnader på motsvarande sätt skulle kunna ge en större dämpande effekt än normalt på konsumentpriserna, så att inflationen blev oväntat låg. I det alternativa scenariot med lägre inflation antogs också realekonomin

utvecklas svagare än i prognosen, eftersom en svagare efterfrågan skulle göra det svårare för företagen att höja sina priser. Riksbanken hade tidigare kommunicerat att en lägre inflation än väntat vore ett betydligt mindre problem än en fortsatt oväntat hög inflation. Därför skulle det sannolikt krävas att inflationen blir lägre än väntat under en lite längre period innan penningpolitiken skulle läggas om.

**I den penningpolitiska rapporten i juni** tog scenariot med högre inflation än väntat sin utgångspunkt i en oväntat svag krona, kombinerad med ett större växelkursgenomslag. Scenariot med lägre inflation än väntat liknade det som presenterades i april.

I scenariot med en oväntat hög inflation antogs att kronan skulle fortsätta att försvagas i kombination med ett större växelkursgenomslag på importpriser och inflationen. Liksom i april bedömde Riksbanken att det skulle finnas starka skäl för penningpolitiken att reagera med en högre styrränta om inflationen visade sig bli oväntat hög. En viktig poäng som Riksbanken lyfte fram var att den stramare penningpolitik som stabiliserar inflationen kring målet inte innebar att kronans kurs kom tillbaka till samma nivå som i prognosen. Det avspeglade att penningpolitiken fokuserar på inflationsmålet och inte på att uppnå en specifik nivå på kronkursen. Den högre styrräntan skulle också dämpa realekonomin. Men precis som i april bedömdes de realekonomiska kostnaderna skulle bli små om man reagerade direkt jämfört med att avvakta och behöva höja styrräntan i ett senare skede.

Scenariot med lägre inflation liknade det i april i betydande utsträckning och hörde samman med företagens prissättningsbeteende: Snabbt sjunkande kostnader skulle kunna ge en större dämpande effekt än normalt på konsumentpriserna. I det alternativa scenariot antogs även att realekonomin skulle utvecklas svagare än i prognosen. Precis som tidigare bedömdes att det sannolikt skulle krävas att inflationen blev lägre än väntat under en lite längre period innan styrräntan sänktes.

**I den penningpolitiska rapporten i september** var scenarierna på ett tydligare sätt än tidigare kopplade till riskerna för den realekonomiska utvecklingen. Scenariot med oväntat hög inflation antogs då vara resultatet av förnyade utbudsstörningar i den globala ekonomin. I det scenariot antogs att den realekonomiska utvecklingen skulle bli svagare än i prognosen samtidigt som inflationen blev högre, alltså det normala mönstret vid utbudsstörningar. Scenariot med oväntat låg inflation var istället kopplat till en svagare efterfrågan i ekonomin.

Även om utbudsstörningar i teorin innebär en avvägning mellan att hantera en svagare realekonomi och en högre inflation, antogs att penningpolitiken behövde reagera direkt om inflationen blev oväntat hög, för att på så vis minska risken för att förtroendet för inflationsmålet skulle försvagas. Ett konkret alternativ visades där Riksbanken inledningsvis inte reagerade med en stramare penningpolitik, men i stället tvingades göra det så småningom. Även om realekonomin på kort sikt skulle ha utvecklas starkare, så skulle utvecklingen på längre sikt ha blivit svagare i det alternativet. Det hänger samman med att det skulle ha krävts stora räntehöjningar för att återställa förtroendet för inflationsmålet när inflationsförväntningarna väl hade börjat driva iväg uppåt.

Scenariot med lägre inflation än väntat antogs vara relaterat till att efterfrågan blev svagare än i Riksbankens prognos. Det skulle kunna ha orsakats av både globala och inhemska faktorer. När efterfrågan sjunker minskar bland annat möjligheterna för företagen att föra över sina ökade kostnader till konsumentpriserna. Inflationen skulle därför bli lägre. Precis som tidigare antogs att det då skulle dröja en tid innan styrräntan skulle sänkas, även om inflationen blev oväntat låg.

**I den penningpolitiska rapporten i november** utgick scenariot med en oväntat hög inflation återigen från företagens prissättning. Det antogs att företagen ökade sina marginaler för att upprätthålla sin lönsamhet. På så vis blev inflationen oväntat hög. Det andra scenariot var återigen kopplat till risker för en svagare efterfrågan.

I scenariot med oväntat hög inflation antogs att företagen inte anpassade sina priser efter sina kostnader utan i stället ökade sina marginaler. Genom att i ett tidigt skede höja styrräntan skulle Riksbanken dels dämpa efterfrågan så att företagen inte kunde höja priserna som planerat, dels undvika att den högre inflationen gav upphov till högre inflationsförväntningar och en stigande löneökningstakt i ekonomin. Precis som tidigare framhövs att de realekonomiska kostnaderna av att strama åt penningpolitiken på kort sikt var mindre än vinsterna på längre sikt.

Liksom i september antogs anledningen till att inflationen blev lägre än i huvudscenariot vara en oväntat svag efterfrågan. Att såväl efterfrågan som inflationen blev lägre än väntat innebar i teorin entydigt att penningpolitiken skulle behöva bli mer expansiv. Men i den rådande situationen komplicerades avvägningen ändå av att inflationen under en period hade legat högt över målet. Därför antogs i scenariot att Riksbanken inte omedelbart skulle börja sänka räntan utan vänta en tid med detta.

## Scenarierna har varit användbara i den penningpolitiska analysen och kommunikationen

Ett viktigt budskap från de olika scenarierna var att Riksbanken skulle reagera med penningpolitiken på ett annorlunda sätt om inflationen blev oväntat hög i förhållande till om den blev oväntat låg. Det beror på den besvärliga perioden med en inflation högt över målet. Ytterligare ett viktigt budskap var vikten av att reagera i tid om inflationen skulle bli oväntat hög. De kostnader som är förknippade med att avvakta och i stället behöva höja räntan senare kan bli mycket höga för ekonomin.

Riksbanken bedömer att scenarierna har varit mycket viktiga för att beskriva för allmänheten att den ekonomiska utvecklingen är osäker och att penningpolitiken kan behöva reagera om utsikterna visar sig avvika från tidigare bedömningar. På så vis kan aktörerna i ekonomin vara bättre förberedda på att penningpolitiken kan förändras. Samtidigt har Riksbanken varit noga med att påpeka att det är svårt att veta exakt hur man kommer att agera i framtiden om inflationen avviker från prognosen. De olika scenarierna har tydligt illustrerat att inflationen kan bli högre eller lägre än väntat av olika skäl och med olika konsekvenser för den reala ekonomin.



# FÖRDJUPNING – Riksbankens penningpolitiska utvecklingsarbete

---

Att förstå inflationens drivkrafter och analysera hur ekonomin påverkas när styrräntan och värdepappersinnehavet förändras var fokus för Riksbankens penningpolitiska utvecklingsarbete 2023. En viktig fråga var i vilken utsträckning företagens prissättningsbeteende har förändrats under de senaste åren med hög inflation. I syfte att bättre förstå den aggregerade inflationen studerade Riksbanken vad som kunde förklara kronans försvagning och om genomslaget från kostnadsförändringar, såsom förändringar i växelkursen, är större när inflationen och efterfrågan är hög. Det fanns tecken på att förändringen i växelkursen har påverkat konsumentpriserna ovanligt snabbt det senaste året. Annan fördjupad analys handlade bland annat om den oväntat starka arbetsmarknaden och hushållens likvida buffert av sparande. Riksbankens analysarbete fortsatte också att fördjupas genom internationellt samarbete.

---

## Fokus på inflationens drivkrafter och penningpolitikens effekter

Det var viktigt för Riksbanken att under 2023 utveckla analysen för att bättre förstå företagens prissättningsbeteende och hur det kan påverka inflationsutsikterna. Forskningsprojekt har använt mikrodata som innehåller information om finansiella variabler och företagens priser för att studera både hur penningpolitikens effekter skiljer sig åt mellan olika hushåll och vilka makroekonomiska slutsatser som kan dras av företagens prissättning. Riksbanken analyserade med hjälp av mikrodata hur priser för enskilda produkter förändras och hur förändringar i producentpriser påverkar konsumentpriser. Att inflationens drivkrafter analyserades noggrant inför de penningpolitiska besluten 2023 framgår också av de fördjupningar som publicerades i de penningpolitiska rapporterna. I ljuset av att inflationen under 2022 blev så överraskande hög fanns det en påtaglig osäkerhet kring inflationsutsikterna och Riksbanken undersökte och drog lärdomar från de stora prognosfelen för att bättre förstå inflationsutvecklingen framöver.

En viktig fråga var i vilken utsträckning företagens prissättningsbeteende har förändrats under de senaste åren med hög inflation. Det är tydligt att sambanden mellan producentpriser och konsumentpriser, mellan energipriser och konsumentpriser och mellan växelkurs och inflation inte har följt historiska mönster. Växelkursen är en av många faktorer som påverkar inflationen eftersom den påverkar priset på det som importeras. I syfte att bättre förstå den aggregerade inflationen studerade Riksbanken därför vad som kunde förklara varför kronan försvagats relativt mycket

och vad som talade för att den skulle stärkas framöver. I olika studier analyserades också om genomslaget från kostnadsförändringar, såsom förändringar i växelkursen, är större när till exempel inflationen och efterfrågan är hög. Det fanns tecken på att förändringen i växelkursen hade påverkat konsumentpriserna ovanligt snabbt det senaste året. Riksbankens företagsintervjuer var också viktiga för att få en fördjupad förståelse av företagens bedömning av konjunkturläget och tidiga och tillförlitliga signaler om ekonomins utveckling.

Riksbanken analyserade också hur konjunkturen och inflationen påverkas när styrräntan och värdepappersinnehavet förändras, arbetsmarknadens sätt att fungera och samspelet mellan penningpolitiken och finanspolitiken.

Att arbetsmarknaden initialt var så stark trots att den höga inflationen lett till åtstramningar i penningpolitiken och trots att BNP-tillväxten dämpats har överraskat många bedömare. Analysen pekade på att bland annat hushållens starka vilja att konsumera tjänster efter pandemin kunde vara en förklaring. Företagen valde också att fortsätta anställa trots att efterfrågan avtog, förmodligen för att de tidigare haft stor brist på arbetskraft. Dessutom hade reallönerna krympt och även detta kan ha bidragit till den höga efterfrågan på arbetskraft.

Ett viktigt analysområde har handlat om hushållens sparande som steg kraftigt under inledningen av pandemin. Påtvingade restriktioner och ändrade beteendemönster innebar att hushållen byggde upp en likvid buffert. Riksbankens analys indikerade att hushållen under 2023 fortfarande hade kvar en stor del av denna buffert och om hushållen skulle använda mer av den till konsumtion skulle efterfrågan kunna utvecklas starkare än i Riksbankens prognos.

Bland Riksbankens övriga utvecklingsarbete under året med bäring på penningpolitik kan också nämnas att beskriva och analysera förändringarna i den nya riksbankslagen och vad den innebär för det penningpolitiska arbetet i praktiken.

Riksbankens analysarbete fortsatte att fördjupas genom internationellt samarbete. I januari ordnades ett internationellt symposium i Stockholm som bland annat behandlade centralbankers oberoende och mandat och hur oberoendet påverkas av behovet av global samordning av olika policyåtgärder. Riksbanken deltar i ett globalt nätverk för centralbanker där man under året bland annat diskuterade frågan om hur klimatförändringarna kan påverka penningpolitiken. Riksbanken arrangerade även flera vetenskapliga konferenser. På en av konferenserna diskuterade forskare vilka utmaningar och möjligheter som klimatförändringar innebär för centralbanker. På en annan konferens presenterades forskning om geoekonomi och hur ekonomier påverkas av störningar till energipriser och av ekonomiska sanktioner. På ytterligare en konferens presenterade kvinnliga forskare uppsatser inom makroekonomi respektive finansiell ekonomi.

En viktig kommitté för Riksbankens internationella samarbete är Working Party 3, som är en arbetsgrupp inom OECD där de största ekonomierna deltar. Från varje land deltar en ledamot från finansdepartementet och en från centralbanken. Under 2023 diskuterade man bland annat effekterna av Rysslands invasion av Ukraina, orsakerna till den höga inflationen och lämplig ekonomisk politik för att möta olika utmaningar

på arbetsmarknaden. Även utformningen av finanspolitiken diskuterades, till exempel lärdomarna av stimulanserna under pandemin, finanspolitikens roll för den höga inflationen samt samspelet mellan finanspolitik och penningpolitik vid hög inflation. Riksbanken samarbetar också med andra centralbanker inom European System of Central Banks (ESCB), genom att delta i en rad undergrupper. Främst gäller utvecklingsarbetet i dessa arbetsgrupper prognoser, offentliga finanser, och ekonometri och modeller.

## Tabell 2. Penningpolitiskt relaterade studier gjorda 2023

Publiceringsår är 2023 om inget annat anges

<b>Fördjupningar i den penningpolitiska rapporten</b>
"Den nya riksbankslagen och det penningpolitiska ramverket", februari
"Hur snabbt kommer inflationen att falla?", april
"Stark arbetsmarknad i Sverige och omvärlden", juni
"Kronan kommer att stärkas på sikt", september
"Hushållens sparande ökade tydligt under pandemin", september
"Kronans genomslag på inflationen tycks ha varit ovanligt stort", november
<b>Ekonomiska kommentarer</b>
C.-J. Belfrage, J. Hansson och A. Vredin, "Hur ska man se på kronans utveckling?", nr 3
H. Lovéus, "Nya indikatorer på resursutnyttjandet", nr 4
N. Holmer, "Företagsundersökningens nya konjunkturindikator – en tidig temperaturmätare på konjunkturen", nr 5
I. Häkkinen Skans och P. Wasén, "Arbetskraften, sysselsättningen och förändringar i befolkningens sammansättning", nr 6
<b>Penning- och valutapolitik</b>
P. Holmberg och T. P. Tangerås, "Den svenska elmarknaden – idag och i framtiden", nr 1
<b>Staff memo</b>
Y. Akkaya, C.-J. Belfrage, P. Di Casola and I. Strid, "The macroeconomic effects of Riksbank asset purchases during the pandemic: simulations using a DSGE model", februari
M. Kilström and R. Nilavongse, "Monetary policy transmission and the cash-flow channel via nominal and real interest rates", augusti
M. Lindskog och H. Lovéus, "Importpriser, arbetskostnader och vinster – vilken roll har de spelat i inflationsdynamiken?", september
L. Thomas, "Global Currents, Local Waves: The Foreign Influences Shaping Sweden's Economy", oktober
M. Beechey Österholm och P. Gustafsson, "Estimating the effect of Riksbank government bond purchases on bond term premia and yields", december
<b>Riksbanksstudier</b>
"Utvärdering av Riksbankens prognoser", nr 2 30 mars

---

**Working papers**

---

S. Laséen, "Central bank asset purchases: Insights from quantitative easing auctions of government bonds", nr 419

C. Olovsson and D. Vestin, "Greenflation?", nr 420

Y. Akkaya, C.-J. Belfrage, P. Di Casola och I. Strid, "Effects of foreign and domestic central bank government bond purchases in a small open economy DSGE model: Evidence from Sweden before and during the coronavirus pandemic", nr 421

N. Amberg, T. Jacobson, V. Quadrini och A. Rogantini Picco, "Dynamic Credit Constraints: Theory and Evidence from Credit Lines", nr 422

E. Ahlander, M. Carlsson och M. Klein, "Price Pass-Through Along the Supply Chain: Evidence from PPI and CPI Microdata", nr 426

M. Blix Grimaldi och S. Kapoor, "Fed QE and bank lending behaviour: a heterogeneity analysis of asset purchases", nr 428

E. Bylund, J. Iversen och A. Vredin, "Monetary policy in Sweden after the end of Bretton Woods", nr 429

---



**SVERIGES RIKSBANK**

Tel 08 - 787 00 00

[registratorn@riksbank.se](mailto:registratorn@riksbank.se)

[www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK