



# Penningpolitiskt protokoll

april 2021



# Sammanfattning

*Återhämtningen är på god väg, men det dröjer innan inflationen mer varaktigt är nära målet på 2 procent. Det krävs därför en fortsatt expansiv penningpolitik för att stödja ekonomin och inflationen. Vid det penningpolitiska mötet den 26 april beslutade Riksbankens direktion att hålla reporäntan oförändrad på noll procent och den väntas vara kvar på den nivån de kommande åren. Riksbanken fortsätter också att köpa tillgångar inom ramen om 700 miljarder kronor och att erbjuda likviditet inom alla de program som lanserades under 2020.*

Återhämtningen fortsätter i världsekonomin trots en ökad smittspridning. Snabba och kraftfulla finans- och penningpolitiska åtgärder i omvärlden och Sverige har mildrat den ekonomiska nedgången och förhindrat en finanskris. Konjunkturutsikterna ser något ljusare ut nu än vid det penningpolitiska mötet i februari. Men ledamöterna konstaterade samtidigt att krisen har resulterat i en tudelning mellan länder, sektorer och olika grupper på arbetsmarknaden. Delar av tjänstebranscherna tyngs fortfarande av restriktionerna. Vaccinationerna som pågår är en viktig förutsättning för att smittspridningen ska dämpas, restriktionerna lättas och produktionen inom kontaktintensiva tjänstebranscher ska kunna ta fart igen.

Ledamöterna poängterade att det blir stora kast i inflationen det kommande året till följd av pandemin och volatila energipriser. I det sammanhanget påtalade man vikten av att de mer långsiktiga inflationsförväntningarna fortsätter att vara stabila vid 2 procent.

Återhämtningen i den svenska ekonomin är på god väg, men kostnadstrycket bedöms stiga relativt långsamt och, liksom i februariprognosen, dröjer det innan inflationen mer varaktigt är nära målet på 2 procent. Direktionen bedömer att det krävs en fortsatt expansiv penningpolitik de kommande åren för att ge stöd åt ekonomin och för att inflationen mer varaktigt ska ligga nära målet. Ledamöterna var därför eniga om att lämna reporäntan oförändrad på noll procent och om fördelningen av tillgångsköpen under tredje kvartalet 2021. Flera pekade på vikten av att, som aviserats, utnyttja hela ramen för värdepappersköp om 700 miljarder under 2021 och att därefter hålla innehavet ungefär oförändrat under nästa år. Detta då man inte vill riskera en oönskad åtstramning av de finansiella förhållandena.

Ledamöterna resonerade också kring hur penningpolitiken kan komma att anpassas om den ekonomiska utvecklingen blir annorlunda än i huvudscenariot. Flera konstaterade att om återhämtningen blir starkare än väntat och inflationen överstiger målet behöver det inte vara ett skäl att göra penningpolitiken mindre expansiv. Om penningpolitiken behöver göras mer expansiv pekade några ledamöter på att en räntesänkning är fullt möjlig.

På mötet lyfte några ledamöter fram riskerna kopplade till utvecklingen på bostadsmarknaden och underströk hur viktigt det är att vi i Sverige kommer till rätta med de strukturella problem som finns där.



# PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 2

DATUM: 2021-04-26

MÖTESTID: 09:00

SVERIGES RIKSBANK  
SE-103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00  
Fax +46 8 21 05 31  
registratorn@riksbank.se  
www.riksbank.se

NÄRVARANDE: Stefan Ingves, ordförande, på distans  
Cecilia Skingsley, på distans  
Anna Breman, på distans  
Martin Flodén  
Per Jansson, på distans  
Henry Ohlsson, på distans  
---  
Susanne Eberstein, ordförande riksbanksfullmäktige  
Michael Lundholm, vice ordförande riksbanksfullmäktige, på distans  
---  
Joel Birging (§ 1-3a), på distans  
Vesna Corbo, på distans  
Hans Dellmo, på distans  
Charlotta Edler, på distans  
Dag Edvardsson, på distans  
Mattias Erlandsson, på distans  
Anders Gånge, på distans  
Jesper Hansson  
Jens Iversen, på distans  
Henrik Jönsson  
Peter Kaplan, på distans  
Pernilla Meyersson, på distans  
Ann-Leena Mikiver, på distans  
Christian Nilsson, på distans  
Åsa Olli Segendorf, på distans  
Bengt Petersson, på distans  
Olof Sandstedt, på distans  
Per Selldén, på distans  
Henrik Siverbo  
Maria Sjödin, på distans  
Åsa Söder Nilsson, på distans

Det antecknades att Bengt Petersson och Henrik Siverbo skulle sammanställa utkastet till penningpolitiskt protokoll.

## §3a. Den ekonomiska utvecklingen

### Marknadsutvecklingen sedan det senaste penningpolitiska mötet

**Joel Birging**, avdelningen för marknader, inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Sedan det penningpolitiska mötet i februari har utvecklingen varit överlag positiv. Smittspridningen har varit fortsatt hög, framför allt i Europa, men det har inte påverkat sentimentet på marknaden annat än på kort sikt. Under våren har stigande räntor på amerikanska tioåriga statsobligationer varit i fokus, men ränteuppgången har nu kommit av sig något. Utvecklingen hittills bedöms främst ha drivits av beslut och förväntningar om en mycket expansiv finanspolitik, bättre utsikter för den ekonomiska utvecklingen och stigande inflationsförväntningar. Svenska och tyska tioåriga statsobligationsräntor följde inledningsvis uppgången i USA men har sedan slutet av februari varit i stort sett oförändrade.

Den amerikanska centralbanken Federal Reserve har varit tydlig med att man inväntar en återhämtning på arbetsmarknaden innan det blir aktuellt med en ändring av penningpolitiken. Inflationen kan då tillåtas att tillfälligt stiga över målet. Europeiska centralbanken (ECB) har å sin sida kommunicerat att det är för tidigt för att ha en diskussion om att dra tillbaka sitt stöd. Man har uttryckt oro för att stigande marknadsräntor ska bromsa den ekonomiska utvecklingen. Vid mötet i torsdags bekräftades att köpen i tillgångsköpsprogrammet PEPP ska genomföras i högre takt under innevarande kvartal.

Den implicita volatiliteten på den amerikanska aktiemarknaden (VIX) har nått sin lägsta nivå under pandemin. Volatiliteten på amerikanska statsobligationer har stigit med ränteuppgången, men från låga nivåer, medan valutamarknaden har varit relativt stabil.

Aktiepriser har stigit till nya rekordnivåer i USA och Sverige. Även i övriga Europa har utvecklingen varit positiv. Den har påverkats av att vaccinationerna går framåt, expansiv penning- och finanspolitik, reviderade vinstestimater och starka ekonomiska data. De högre långa räntorna på statsobligationer har ännu inte utmanat de höga aktievärderingarna. Faktorer som kan få påverkan på aktieprisutvecklingen framöver är planer på skattehöjningar i USA, geopolitisk oro och störningar i leveranskedjor.

Ränteskillnaden mellan företagsobligationer med hög kreditvärdighet och statsobligationer är nu på nivåer som rådde före pandemin i både USA, euroområdet och Sverige. Riskviljan är god och det är lätt att emittera även om det finns viss oro för hur räntorna på företagsobligationer kommer att påverkas av högre räntor på statsobligationer. Även för räntorna på svenska säkerställda obligationer och kommunobligationer har utvecklingen varit stabil med skillnader som är kvar på låga nivåer. Riksbankens tillgångsköp har varit en bidragande faktor.

Efter de senaste veckornas förstärkning är kronan nästan oförändrad jämfört med nivån vid det penningpolitiska mötet i februari. Trenden med en starkare dollar bröts i samband med att ränteuppgången stannade av, vilket har banat väg för en förstärkning av kronan.

Marknadsanalytiker väntar sig att Riksbanken lämnar penningpolitiken oförändrad vid dagens möte och att reporäntan förblir på noll procent under hela prognosperioden. Bilden är att Riksbanken har en slagsida åt det mjuka hållet och hellre gör för mycket än för lite. En räntesänkning kan bli aktuell om kronan stärks för mycket eller om inflationen utvecklas svagt framöver. Även Prosperas senaste enkätundersökning indikerar en fortsatt förväntan om oförändrad reporänta. Marknadsprissättningen har dock skiftat upp en aning vilket sannolikt hänger samman med den generella ränteuppgången som skett.

## **Den aktuella penningpolitiska beredningen – nya data och prognos**

**Olof Sandstedt**, chef för avdelningen för finansiell stabilitet, redogjorde för prisutvecklingen på bostadsmarknaden och läget i företagssektorn och banksystemet. Bostadspriserna fortsätter att öka. I mars 2021 steg bostadspriserna med 15,5 procent jämfört med mars 2020. Det är framför allt priserna på villor som driver utvecklingen. Jämfört med mars förra året har villapriserna stigit med drygt 20 procent medan motsvarande uppgång för bostadsrätter var 8 procent. Det finns flera troliga förklaringar till prisuppgången. En av de viktigaste förklaringarna hänger troligen samman med pandemins ovanliga ekonomiska effekter. Ett delvis påtvingat sparande bland hushållen har frigjort utrymme för konsumtion av bostäder samtidigt som hemarbete sannolikt fått hushållen att önska sig en större bostad. Stigande bostadspriser under pandemin är inte unikt för Sverige.

Antalet konkurser har under årets första månader varit i linje med hur det såg ut motsvarande period åren före pandemin. Stödåtgärderna och låga räntor bidrar troligtvis till det. Jämfört med tidigare kriser så som den finansiella krisen 2008-2009 och 1990-talskrisen har vi att göra med betydligt färre konkurser. Men det går inte att utesluta att konkurserna kommer att öka, till exempel om krisen blir mer utdragen, om återhämtningen tar lång tid eller om stödåtgärderna dras tillbaka för tidigt.

Under inledningen av året har utvecklingen i fastighetssektorn överlag varit stabil. Men det är fortsatt stora skillnader mellan olika fastighetsbestånd, där hotell- och vissa detaljhandelsfastigheter har det svårare medan det går bättre för bostads- och logistikfastigheter.

Bankernas finansieringskostnader är generellt låga. Räntorna på svenska säkerställda obligationer är fortsatt mycket låga där spreaden över motsvarande swapränta för femåriga obligationer

ligger runt 0 räntepunkter. Stiborräntorna, som speglar räntesatserna på korta interbanklån i Sverige och finns på olika löptider, har legat relativt oförändrade den senaste tiden där tremånadersräntan ligger strax under 0 procent. Den amerikanska motsvarigheten till Stibor, USD Libor, har också planat ut där tremånadersräntan ligger strax under 0,2 procent.

Inlåningen i bankerna är fortsatt hög vilket innebär att bankernas behov av marknadsfinansiering minskat. Bankernas kreditförluster har varit förhållandevis låga, de har god tillgång till finansiering till låga kostnader och de ligger med marginal över de regulatoriska kraven. Sammantaget bedöms de därmed fortsatt ha goda möjligheter att förse ekonomin med krediter.

**Mattias Erlandsson**, biträdande chef för avdelningen för penningpolitik, redogjorde för den ekonomiska utvecklingen sedan det penningpolitiska mötet den 9 februari och för de penningpolitiska åtgärder som avdelningen för penningpolitik bedömde skulle samla en majoritet av direktionen vid dagens möte. Den penningpolitiska beredningen har inkluderat diskussioner med direktionen om prognoserna och de penningpolitiska antagandena vid möten den 13 och 14 april samt den 16 april. Utkastet till penningpolitisk rapport diskuterades och bordlades på ett direktionsmöte den 20 april.

Erlandsson började med att konstatera att smittspridningen har ökat igen under våren, i såväl Europa som ett flertal tillväxtekonomier, inte minst, Indien. Graden av restriktioner för att dämpa smittspridningen ligger därmed kvar på hög nivå i Sverige och våra viktigaste handelsländer. Samtidigt har vaccinationerna tagit fart, framför allt i de rikare länderna. I de länder som har kommit längst med vaccinationerna, till exempel Israel och Storbritannien, märks också en tydlig dämpning av smittspridningen och restriktionerna har börjat lättas.

I Riksbankens prognos i utkastet till penningpolitisk rapport antas, i linje med bedömningen från ansvariga myndigheter, att större delen av den vuxna befolkningen i Sverige har vaccinerats mot slutet av sommaren. Detta är något senare än vi antog när vi gjorde prognosen i februari. Det väntas därmed dröja in på andra halvåret innan begränsningarna av samhällslivet lättas mer påtagligt. En viss nivå av restriktioner kommer sannolikt att finnas kvar en längre tid framöver. Men i takt med att immuniteten ökar antas rörligheten stiga i samhället under andra halvåret. Det bör dock betonas att det återstår mycket osäkerhet kring utvecklingen av pandemin, vilket bland annat diskuteras i en fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport.

Den globala ekonomin är inne i en återhämtningsfas efter det kraftiga fallet för ett år sedan. Återhämtningen inleddes det tredje kvartalet i fjol, men under vinterhalvåret har nya vågor av pandemin och ökade restriktioner dämpat återhämtningen, inte minst i euroområdet. Generellt är dock pandemins ekonomiska effekter nu mer isolerade till vissa branscher och betydligt mildare för ekonomin som helhet än för ett år sedan.



Återhämtningen är särskilt tydlig inom industrin och världshandeln av varor är nu på högre nivåer än i början av 2020. Indikatorer för företagens förtroende pekar på en fortsatt uppgång, särskilt inom industrin.

Den expansiva ekonomiska politiken har varit central för att det mycket kraftiga fallet i BNP förra året inte blev djupare och mer långvarigt och spelar även en viktig roll i återhämtningen framöver. Inte minst bidrar en mycket expansiv finanspolitik i USA till att lyfta efterfrågan, inte bara i USA utan även i andra länder. I takt med att immuniteten ökar och restriktioner lättas väntas tillväxten i omvärlden ta ytterligare fart det andra halvåret. Det finns dock stora skillnader mellan länder. I tillväxt- och utvecklingsländerna går vaccinationsprocessen betydligt långsammare och där är den ekonomiska återhämtningen på flera håll också mindre påtaglig.

I Sverige har den ekonomiska statistiken som har redovisats sedan den penningpolitiska rapporten i februari indikerat att tillväxten under det första kvartalet var lite högre än vad som väntades i prognosen i februari. Denna bild återges av såväl månadsstatistik för produktion och efterfrågan, som av enkätbaserade undersökningar, inklusive Riksbankens företagsundersökning, där företagen är mer optimistiska.

Samtidigt fortsätter läget att vara bekymmersamt för den del av tjänstesektorn vars produktion förutsätter att människor kan träffas.

Prognosförslaget i utkastet till den penningpolitiska rapporten innebär ändå en något ljusare bild av återhämtningen än i prognosen i februari. Förlängda restriktioner innebär visserligen att den snabba uppgång i konsumtionen av vissa tjänster som väntas när pandemin dämpas blir något fördröjd, men BNP-tillväxten i år väntas ändå bli 3,7 procent jämfört med 3,0 procent i februariprognosen.

Finanspolitiken är fortsatt mycket expansiv och regeringen har förlängt flera av de riktade stöden till företag och anställda som har drabbats särskilt hårt av pandemin. Att företagen i dessa branscher inte slås ut är en viktig faktor för att återhämtningen kan bli relativt snabb när väl vaccinationerna dämpar pandemins effekter.

Återhämtningen i ekonomin innebär att också arbetsmarknaden stärks. Metodförändringar i AKU-statistiken gör det visserligen svårare att bedöma utvecklingen över tid och innebär att siffrorna för sysselsättningstillväxten i år har reviderats ner påtagligt, men Riksbankens bedömning, att arbetslösheten faller framöver i takt med tillväxten i BNP ökar, kvarstår. Precis som för produktionen i olika sektorer finns stora skillnader mellan olika grupper på arbetsmarknaden och de som före pandemin var anställda i till exempel hotell- eller restaurangbranschen har fortsatt en besvärlig situation.

De utfall för KPIF-inflationen som redovisats sedan den penningpolitiska rapporten i februari visar att inflationen, som väntat, steg tydligt i januari och sedan har legat kvar på betydligt högre nivåer än i fjol. Det senaste utfallet rör mars och var 1,9 procent – i linje med prognosen från februari.

Liksom i fjol bedöms inflationsutvecklingen bli volatil i år. På kort sikt fortsätter KPIF-inflationen att stiga och bedöms bli 2,3 procent i april. Därefter bidrar metodmässiga förändringar och mindre bidrag från energipriser till en snabb nedgång mot sommaren då inflationen blir kring 1 procent. Från och med 2022 väntas inflationen stiga mer stadigt och mot slutet av prognosperioden är inflationen nära 2 procent. Viktiga faktorer bakom uppgången i inflationen är att resursutnyttjandet stiger, ett gradvis högre kostnadstryck och att växelkursen, som stärktes en del i fjol, ligger kvar på ungefär dagens nivå. Utsikterna för inflationen framöver bedöms i stora drag vara oförändrade jämfört med prognosen i februari.

Prognosen bygger på den penningpolitik som avdelningen för penningpolitik bedömer kommer att få stöd av en majoritet av direktionen vid dagens möte. Köpen av värdepapper fortsätter under året. Den aktuella planen är att köpen av värdepapper under andra halvåret i år uppgår till cirka 140 miljarder kronor vilket, givet de förfall som sker, innebär att innehavet av värdepapper under det andra halvåret kommer att öka med drygt 100 miljarder kronor. Innehavet väntas sedan vara oförändrat under åtminstone 2022. Reporäntan hålls oförändrad på noll procent och Riksbanken fortsätter att erbjuda likviditet inom alla de program som lanserades under 2020.

Vid dagens möte väntas direktionen fatta beslut om fördelningen av köp av värdepapper under det tredje kvartalet 2021. Detaljerna kring förslaget återges i protokollsbilaga B.

Vid dagens möte förväntas direktionen också fatta beslut om att frekvensen i erbjudandet om tre- respektive sexmånaderslån dras ner från veckovis till månadsvis. Detta sker mot bakgrund av att läget på de finansiella marknaderna har stabiliserats och att efterfrågan i programmen har varit låg under en längre tid. Om förutsättningarna ändras på nytt kan frekvensen av erbjudande av krediterna snabbt justeras. Detta förslag återges i protokollsbilaga C.

**Anders Gånge**, biträdande chef för avdelningen för marknader, informerade om att chefen för avdelningen för marknader har fattat beslut om en ny princip för fastställande av erbjuden emissionsvolym vid emittering av riksbankscertifikat. Direktionen är informerad om detta sedan tidigare. Beslutet gäller från tisdag 4 maj när villkoren för auktionen offentliggörs.

## §3b. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

### Vice riksbankschef Per Jansson:

Jag vill inleda med att säga att jag ställer mig bakom de ekonomiska bedömningarna och de penningpolitiska antagandena i utkastet till penningpolitisk rapport. Jag ställer mig också bakom övriga förslag till beslut, som inte tas upp explicit i rapportutkastet men redovisas i protokollsbilagor. Som jag brukar ska jag kommentera den aktuella inflationsbilden och inflationsutsikterna samt ge min syn på det penningpolitiska läget.

Sedan vårt senaste penningpolitiska möte i februari har vi fått tre nya inflationsutfall, för januari, februari och mars. Marsutfallet för KPIF-inflationen hamnade på 1,9 procent, vilket innebär att inflationstakten nästan har fyrfaldigats jämfört med december. Att prisökningstakten har gått upp så pass mycket beror dock i hög grad på snabbt stigande energipriser, som sedan februari lämnar ett positivt bidrag till inflationen efter att ha dämpat den i över ett år. Utfallet prickade mer eller mindre vår prognos. Exkluderas de volatila energipriserna uppgick inflationstakten i mars till 1,4 procent, att jämföra med 1,2 procent i december. Här var alltså uppgången klart mer beskedlig men det är ändå positivt att även de övriga konsumentprisernas ökningstakt har tilltagit och utfallet var bara marginellt lägre än väntat.

Den generellt sett något ljusare bilden för prisutvecklingen går också igen i Riksbankens olika mått på underliggande inflation. För de sju mått på underliggande inflation som Riksbanken regelbundet beräknar kan, jämfört med den penningpolitiska rapporten i februari, ökning noteras för fem av måtten medan bara två minskar något. Medianen ligger på 1,5 procent i mars, att jämföra med 1,2 procent vid beräkningen i samband med februarirapporten. De två mått som i en empirisk utvärdering visar sig fungera bäst för att förutspå KPIF-inflationen i framtiden, UND24 och KPIFPC, uppgick till 1,7 respektive 1,4 procent.<sup>1</sup>

Inflationsförväntningarna fortsätter, så som jag ser det, att kanske vara den allra viktigaste delen i inflationsbilden just nu. Att den för stunden uppmätta inflationen varierar en hel del och periodvis understiger inflationsmålet ganska påtagligt gör faktiskt inte så mycket, bara den stiger framöver och ekonomins aktörer också räknar med att den ska göra det. Eftersom det kommer att ta viss tid innan ekonomin har hämtat sig efter pandemin gäller det framför allt att bevaka att de mer långsiktiga inflationsförväntningarna inte avviker alltför mycket från målet.

Även vad beträffar inflationsförväntningarna har tre nya utfall publicerats sedan vårt senaste möte, Prosperas månadsundersökningar för februari och april, som bara avser

---

<sup>1</sup> Se fördjupningen "Varför mått på underliggande inflation?" i Penningpolitisk rapport oktober 2018.

penningmarknadens aktörer, och den större kvartalsenkäten för mars, som bland annat också mäter förväntningarna hos arbetsmarknadsorganisationerna. De nya undersökningarna av de mer långsiktiga, femåriga inflationsförväntningarna för penningmarknadens aktörer kännetecknas av en påfallande stabilitet. Detta är anmärkningsvärt med tanke på den volatilitet som de faktiska inflationsutfallen har uppvisat under perioden då mätningarna har gjorts. I samtliga tre nya enkäter uppgår dessa förväntningar avrundat till en decimal till 1,8 procent och tar man med fler decimaler är skillnaden mellan den högsta och lägsta siffran inte större än en dryg hundradel av en procentenhet.<sup>2</sup> Till bilden hör att även utfallet för januari låg på 1,8 procent och mätt med fler decimaler även det inom det här snäva intervallet. Att inflationsförväntningarna på fem års sikt bland penningmarknadens aktörer ligger mycket stabilt nära 2 procent är naturligtvis väldigt bra.

Resultaten i den större kvartalsenkäten för mars ger också anledning till optimism. Jämfört med den förra mätningen i december stiger femårsförväntningarna för alla grupper som ingår i undersökningen och samtliga utfall är nu på 1,8 procent eller högre. Särskilt kraftigt stiger förväntningarna för inköpscheferna i tillverkningsindustrin, från knappt 1,7 till 2 procent. Det är välkommet eftersom dessa inflationsförväntningar tidigare var på en relativt låg nivå och intressant då flera av de utbudsbegränsningar som kan tänkas driva upp inflationen, till exempel brist på halvledare och containrar, tidigt borde bli synliga för just inköpschefer i tillverkningsindustrin. De mer långsiktiga inflationsförväntningarna hos arbetsmarknadsorganisationerna, som är av extra stor betydelse i det här sammanhanget, har också gått upp tydligt och ligger nu mycket nära 2 procent. Det är förstås viktigt för inflationsmålets roll som ankare för löneutvecklingen.

Långsiktiga inflationsförväntningar kan också beräknas från prissättningen på olika finansiella marknader. Under senare tid har fokus framför allt varit på uppgången i den så kallade break-even-inflationen, beräknad från skillnaden mellan räntor på 10-åriga nominella och reala statsobligationer. Här har ökningen varit särskilt påtaglig i USA, där break-even-inflationen nu ligger strax under 2,5 procent, men uppgångar kan noteras även i Sverige och andra europeiska länder. Trenderna på de här marknaderna, som fortsatt sedan vårt förra möte i februari, är än så länge inte alls dramatiska och ses nog hittills i de berörda länderna snarast som något positivt, sammanhängande med förväntningar om en god ekonomisk återhämtning och en inflation närmare den målsatta nivån. Men det är viktigt att på det här området fortsätta att noga följa

---

<sup>2</sup> Jag fokuserar som vanligt på förväntningarna för KPI-inflationen snarare än för KPIF-inflationen, då svarsfrekvensen för KPIF-inflationen ofta är lägre.

utvecklingen, och analysera drivkrafterna bakom den, då det kan uppstå problem om trenderna förstärks eller fortgår under en längre tid.

Den stabila inflationsbilden, i kombination med bedömningar av den framtida inflationens bestämningsfaktorer som inte justerats på något avgörande sätt, gör att det i utkastet till penningpolitisk rapport nu föreslås förhållandevis små revideringar av prognosen för KPIF-inflationen, både med och utan energipriser. Under pandemin har inflationen varierat påtagligt mellan månaderna och det är troligt att detta kommer att fortsätta ännu en tid. Variationerna är stora men det är mycket viktigt att notera att de är tillfälliga, en aspekt jag strax ska återkomma till i min diskussion av penningpolitiken. Mot senare delen av prognosperioden, från och med ungefär 2023, väntas inflationen öka ganska jämnt och stabilt, för att i slutet av perioden vara i linje med inflationsmålet. Precis som i februariprognosen är det en starkare efterfrågan, snabbare löneökningar och en stigande omvärldinflation som ligger bakom den trendmässiga ökningen i inflationen under kommande år. Vissa förändringar på ekonomins utbudssida bidrar också till det tilltagande inflationstrycket.

Med detta går jag över till att ge några kommentarer kring det penningpolitiska läget. Den aktuella inflationsbilden och inflationsutsikterna, som jag just har gått igenom, är sådana att jag i dagsläget bedömer att det är lämpligt att inte göra några förändringar i utformningen av penningpolitiken, i linje med antagandena i utkastet till penningpolitisk rapport. Beslut måste emellertid fattas om hur värdepappersköpen under tredje kvartalet ska fördela sig på olika tillgångsslag, och ett förslag finns i rapportutkastet. Köpbeloppet under kvartalet föreslås uppgå till 75 miljarder kronor, vilket är något mindre än under andra kvartalet då värdepapper för 100 miljarder kronor ska förvärvas. Jag stödjer förslaget till köp av värdepapper, både vad gäller belopp och fördelning på olika tillgångsslag.

Precis som vid vårt senaste möte i februari väntar vi oss att det kommer att ta två till tre år innan inflationen mer varaktigt är nära inflationsmålet. Så även den här gången går det att argumentera för att en mer expansiv penningpolitik hade varit önskvärd. Och ska penningpolitiken nu göras mer expansiv så handlar det för mig, som jag redan betonat flera gånger tidigare, om att vi måste använda vårt räntevapen. Att bara köpa mer värdepapper kommer, så som jag ser det, inte att vara tillräckligt. Men på den här punkten håller jag fast vid min tidigare slutsats: Problemen som vi har när det gäller att klara inflationsmålet är just nu dessbättre inte tillräckligt allvarliga för att det ska vara värt att använda det utrymme för en sänkt reporänta som vi har kvar. Av stor betydelse i sammanhanget är här att utrymmet för sänkt reporänta som jag ser framför mig att vi har är begränsat till ett par, tre, kanske maximalt fyra sänkningar med 25 räntepunkter och att det för stunden inte finns några tecken på att

förtroendet för inflationsmålet är på väg att vika, tvärtom så har det stärkts lite grann på senare tid.

Att förtroendet för inflationsmålet är intakt, vilket understryks av stabila långsiktiga inflationsförväntningar nära 2 procent, kommer att bli mycket viktigt under de kommande månaderna när inflationen varierar kraftigt upp och ner. Enligt vår prognos kommer KPIF-inflationen att stiga till 2,3 procent i april och därefter falla tillbaka snabbt till som lägst 0,8 procent i juli. Inflationen rensad för energipriser beräknas då till och med bli ännu lägre, bara 0,3 procent. Men så länge man har klart för sig att vi här har att göra med tillfälliga variationer i inflationen har Riksbanken alla förutsättningar att, som det brukar heta, ”se igenom” dessa inflationssvängningar utan att behöva ändra penningpolitiken. I ett gynnsamt scenario, där de ekonomiska aktörerna inser att vi inte har att göra med annat än tillfälliga inflationsvariationer, bör då varken de finansiella förhållandena eller inflationsförväntningarna på lite längre sikt påverkas särskilt mycket.

### **Förste vice riksbankschef Cecilia Skingsley:**

Jag ställer mig bakom de ekonomiska bedömningarna och prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport, inklusive förslagen att lämna reporäntan och reporäntebanan oförändrade. Jag ställer mig också bakom förslagen till beslut i protokollsbilaga B om inriktningen för fortsatta köp av värdepapper, samt protokollsbilaga C om ändrad frekvens för krediter utgivna på tre respektive sex månader.

Därutöver vill jag ge några kommentarer om konjunkturutsikterna, riskbilden, den aktuella penningpolitiska planen och utsikterna för reporäntan som policyverktyg framöver.

Ett drygt år in i pandemin innebär vaccinationer och fortsatt expansiv ekonomisk politik goda förutsättningar för en global ekonomisk återhämtning. Men utvecklingen är svårbedömd och riskerna stora både på upp- och nedsidan, vilket jag ska återkomma till.

I Sverige påverkades delar av konsumtionen och produktionen kraftigt under första kvartalet och när detta möte hålls har smittspridningen varit hög under lång tid sett i en internationell jämförelse. Jämfört med februari har ändå de ekonomiska utsikterna ljusnat.

Den inkomna inflationsstatistiken fortsätter att vara ryckig med både besvikelser och framsteg. Det är också notabelt hur ryckigt den väntas fortsätta. Enligt prognos kommer inflationen mätt med KPIF redovisa ett utfall på över 2 procent denna månad, för att i juli månad ligga lägre än 1 procent. Bakom de stora svängningarna, som beskrivs närmare i utkastet till penningpolitisk rapport, finns mätstörningar som uppstår i pandemins kölvatten.

Inflationen påverkas också av olika flaskhalsar som uppstår när industrin snabbt växlar upp takten. Prisförändringar som utlöses av tillfälliga utbudsstörningar, till exempel sådana som tillskrivs transportproblemen i Suezkanalen nyligen, är normalt sådant som penningpolitik inte hanterar. Eventuella mer långsiktiga utbudsförändringar som pandemin kan föra med sig, i den mån de uppstår, är emellertid svårare att hantera. Vad det kan betyda för framtida penningpolitiska ställningstaganden är för tidigt att uttala sig om.

Det finns också anledning att vara vaksam på den medelfristiga styrkan i inflationstrycket. Att tillväxtutsikterna har reviderats upp i utkastet till penningpolitisk rapport utan att inflationsutsikterna förbättrats är en observation vi behöver återkomma till.

En positiv faktor är att inflationsförväntningarna fortsätter att utvecklas åt rätt håll, trots det stökiga statistikinflödet för faktisk inflation. Inflationsförväntningarna föll tydligt under fjolåret men återhämtar sig nu på ett lika tydligt sätt. Jag tar det som intäkt för att det var riktigt att agera snabbt och kraftfullt i krisens inledning för att snabbt lindra effekten av konjunkturfallet. Det är vidare sannolikt att återhämtningen för svenska inflationsförväntningarna influeras av stigande förväntningar gällande inflationen i USA.

Om utkastet till penningpolitisk bedömning vill jag säga följande: Dryga 13 månader efter att WHO deklarerade att det nya coronaviruset utlöste en pandemi är det nu tydligt att många sektorer i ekonomin, inte minst den exportorienterade industrin, håller på att återhämta sig. Istället är det mer kontaktintensiva tjänstesektorer som lider mest av de pandemirelaterade restriktionerna. De tjänstesektorer jag tänker på är visserligen inte den mest kapitalintensiva delen av näringslivet, men den ekonomiska aktiviteten har varit nedpressad under lång tid och företagen i den delen av ekonomin är fortsatt stressade. Risken för konkurser i stor skala kan inte uteslutas, om minskad penningpolitisk stimulans nu försämrar kreditvillkoren för denna utsatta del av ekonomin.

Det är helt enkelt för tidigt att på något substantiellt sätt ändra den lagda penningpolitiska planen om oförändrad styrränta enligt prognosen för de kommande tre åren, samt att använda hela ramen för värdepappersköp och därefter hålla den portföljen intakt under åtminstone det kommande året. Däremot är det välkommet att ta ett mindre steg genom att sänka frekvensen på tre- respektive sexmånaderskrediter inom ramen för marknadsoperationer. Dessa faciliteter tillsattes för att fungera som en broms för bankernas finansieringskostnader. Med fast ränta och obegränsad volym kan banker lita på att detta alternativ, att låna i Riksbanken mot säkerheter, finns tillgängligt om marknadsfinansiering skulle bli dyr i jämförelse. Då marknadsfinansieringen varit tillräckligt prismässigt attraktiv har intresset för att låna i Riksbankens faciliteter varit låg

under lång tid. Detta steg, att glesa ut erbjudanden om tre- och sexmånaderslån kommer behöva utvärderas noga innan det kan bli aktuellt med ytterligare justeringar.

Riskerna gällande konjunkturbedömningen är stora både på upp- och nedsidan och är dessutom av väldigt skilda karaktärer. Det här beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport, både i kapitel 1 och i en särskild fördjupning om alternativa scenarier för återhämtningen. För mig är det tydligt på vilken sida det blir svårast att hamna: I valet mellan att penningpolitiken visar sig bli expansiv under för lång tid respektive för kort tid föredrar jag risken att expansionen pågår för länge. En situation där inflationen skjuter över 2-procentsmålet går att hantera med nuvarande policyverktyg. Den omvända situationen där det visar sig att penningpolitiken stramats åt för tidigt blir betydligt svårare att hantera. Det blir som att jaga en fallande sten, eller mer konkret, en fallande inflation. Erfarenheterna från mitten av 2010-talet, när inflationen var för låg länge, visar att det kan krävas betydande penningpolitiska insatser under lång tid för att vända utvecklingen. Den situationen bör Riksbanken inte hamna i igen.

Avslutningsvis vill jag säga några ord om Riksbankens viktigaste styrränta, nämligen reporäntan.

Med nuvarande utsikter kommer reporäntan att ligga på som allra högst noll procent ett decennium, räknat från när reporäntan sänktes till noll procent i oktober 2014.

Att centralbanker har verktyg som både är kraftfulla och snabbt kan sättas in för att lindra lågkonjunkturer är ett bra inslag i den samlade verktygslådan av ekonomisk politik. Att snabbt kunna lindra lågkonjunkturer är bra eftersom de hårdast brukar drabba de grupper i samhället som har de sämsta förutsättningarna att hantera dem: nämligen typiskt sett personer utan fast anställning, lågutbildade, lågavlönade och nyanlända från andra länder.

Även om det enligt min mening, och också uppmärksammas i utkastet till penningpolitisk rapport, finns utrymme att återigen sänka reporäntan till negativ nivå, är det ett faktum att själva reporäntan har kommit i skymundan i rollen som primärt verktyg för penningpolitiken.

För att reporäntan ska kunna återgå till att vara ett mer kraftfullt policyverktyg behöver det nominella genomsnittliga ränteläget i ekonomin stiga till en högre nivå och för det krävs en högre genomsnittlig inflation. I ett anförande förra året utvecklade jag mina tankar om hur en högre genomsnittlig inflation skulle vara önskvärd och på vilket sätt man kan ta sig dit för att återge reporäntan något av dess forna glans som primärt verktyg för penningpolitiken.<sup>3</sup> Får man till den här utvecklingen byggs det upp ett utrymme att använda reporäntan när framtida konjunkturedgångar uppstår. Det skulle jag välkomna. Det utesluter inte att även framtida

---

<sup>3</sup> <https://www.riksbank.se/sv/press-och-publicerat/tal-och-presentationer/20202/skingslev-rantan-onskvard-som-penningpolitiskt-verktyg-aven-i-framtiden/>



lågkonjunkturer också kan behöva hanteras med den typ av verktyg, det vill säga värdepappersköp och extraordinära likviditetsfaciliteter, som Riksbanken använder genom den nuvarande krisen.

Applicerat på dagens situation är det enligt min mening inte ett bekymmer om inflationsåterhämtningen går snabbare än prognostiserat. Inte heller är det ett bekymmer om inflationen överstiger målet på 2 procent under en period eftersom det kan bidra till att inflationsförväntningarna blir bättre förankrade nära målet. Med starkare förankring av inflationsförväntningarna kommer nämligen pris- och lönebildningen att fungera bättre.

### **Vice riksbankschef Anna Breman:**

Jag stödjer förslaget om storlek och fördelning av värdepappersköpen under tredje kvartalet, förslaget om ändrad frekvens på krediter på tre och sex månader, att behålla reporäntan oförändrad, samt den föreslagna reporäntebanan och den prognos som finns i utkastet till penningpolitisk rapport.

Låt mig börja med att kommentera den ekonomiska utvecklingen för att sedan gå in i de penningpolitiska övervägandena. Idag vill jag särskilt betona utvecklingen på bostadsmarknaden och min syn hur det påverkar svensk ekonomi och penningpolitiken.

Den återhämtningen som nu har påbörjats är ojämn mellan olika sektorer och olika länder. En bred återhämtning i svensk ekonomi bygger på att vaccineringsarna fortlöper och att stora delar av omvärlden också vaccineras. Det är först då vi kan vänta oss en varaktig uppgång även inom de branscher som drabbats hårdast av pandemin. Denna tudelade återhämtning, där delar av svensk ekonomin går på högvarv samtidigt som andra fortsätter kämpa i motvind, gör det extra svårt att bedöma resursutnyttjandet under kommande år. Och det samlade resursutnyttjandet i hela ekonomin är viktig för en uppgång i inflationen på sikt.

Inflationen har stigit i inledningen av året i linje med förväntningar. Underliggande inflationsmått har också stigit något och inflationsförväntningarna har varit stabila, men volatiliteten är hög och väntas bestå. Jag kommer därför att fortsätta att fokusera på underliggande inflation och inflationsförväntningar snarare än enskilda månadsutfall. Om återhämtningen skulle bli starkare än väntat och inflationen skjuter över målet behöver det inte vara ett skäl att göra penningpolitiken mindre expansiv då det kan bidra till att stabilisera de långsiktiga inflationsförväntningarna.

Jag anser fortfarande att ramen för tillgångsköpen kunde ha varit något mindre under andra halvan av 2021, men jag stödjer den samlade inriktningen på penningpolitiken. Nuvarande räntenivåer reflekterar förväntningar om att Riksbankens åtgärder bibehålls. En oväntat tidig

nedtrappning riskerar att orsaka en finansiell åtstramning och att negativa effekter av krisen biter sig fast. Jag står också bakom bedömningen att nettoköpen fortlöper till slutet av 2021 och att innehaven upprätthålls genom återinvesteringar under 2022.

Det finns dock risker i omvärlden och i Sverige som är viktiga att följa som både kan leda till en starkare och en svagare utveckling för global och svensk ekonomi. Brist på vacciner globalt och en svag ekonomisk utveckling i många tillväxtländer är en viktig risk. Idag vill jag dock särskilt lyfta fram utvecklingen på bostadsmarknaden.

Efter en kortvarig nedgång i bostadspriserna i början av pandemin har priserna stigit i Sverige, liksom i många andra länder. Det utmärkande för denna trend är att villapriserna har stigit betydligt mer än priserna på lägenheter. Jag vill varmt rekommendera den fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport som ingående analyserar olika faktorer som kan förklara denna utveckling. Jag delar slutsatserna i analysen.

I mina kommentarer idag vill jag lyfta fram effekterna av en dåligt fungerande bostadsmarknad med snabbt stigande priser. Det försämrar arbetsmarknadens funktionssätt, skapar konjunktürkänslig och ojämn produktion i bostadsbyggandet och ökar sårbarheter kopplade till hushållens skuldsättning. I förlängningen är det en risk mot både finansiell stabilitet och prisstabilitet. Det är därför önskvärt med en bred diskussion om vilka policyverktyg som bäst kan motverka dessa risker.

Låt mig börja med att konstatera att ökad skuldsättning kan skapa sårbarheter även om förmögenheterna samtidigt stiger ännu mer än skulderna eftersom det sannolikt är yngre hushåll som ökar sin belåning medan förmögenheterna ackumuleras bland relativt äldre hushåll. I Sverige finns dock ingen statistik efter 2007 där vi kan se tillgångar och skulder på individnivå. Det innebär att vi inte kan göra en ordentlig analys av hur sårbara hushållen är för nedgång i bostadspriser eller stigande räntor. Bättre data behövs och det är välkommet att en utredning nu har tillsats för att möjliggöra detta.

Vidare till penningpolitiken; sedan pandemin bröt ut har Riksbanken valt att inleda köp av säkerställda obligationer. Köpen bidrog till att motverka den uppgång i räntan på säkerställda obligationer som vi såg i krisens början. I kombination med en oförändrad reporänta har köpen medfört att de bostadsräntor som hushållen möter har varit stabila under pandemin. En oväntad nedtrappning av köpen, eller en tidigarelagd räntehöjning, skulle medföra stigande räntekostnader för hushåll och motverka den återhämtning som påbörjats. Arbetslösheten riskerar då att stiga med negativa konsekvenser för inflationen. Nackdelarna med en sådan åtstramande penningpolitik överväger fördelarna. Min bedömning är att fortsatta obligationsköp

och reporäntebanan, som indikerar oförändrad reporänta under prognosperioden, är en väl avvägd penningpolitik i dagsläget.

Med det sagt vill jag dock säga att det är min förhoppning att nästa steg blir en räntehöjning snarare än en räntesänkning. Men, en förhoppning är inte detsamma som en prognos. En räntesänkning är fortfarande fullt möjlig. Min bedömning att det är ungefär lika troligt att nästa steg blir en räntesänkning som en räntehöjning.

För att hantera risker med en snabb prisuppgång på bostadsmarknaden är makrotillsynsåtgärder mer lämpade än penningpolitiken. Men även makrotillsyn kan ha negativa sidoeffekter. Och varken återinförda amorteringskrav eller en räntehöjning kan ersätta behovet av reformer för en bättre fungerande bostadsmarknad. Det är endast reformer inom bostads- och skattepolitiken som varaktigt kan motverka att obalanser mellan utbud och efterfrågan leder till de kraftigt stigande priser vi nu ser.

Avslutningsvis vill jag betona hur viktig bostadsmarknaden är för arbetsmarknaden. Det är främst yngre hushåll och de med lägst inkomster som drabbas när en dåligt fungerande bostadsmarknad försvårar möjligheterna att flytta till jobb och utbildning. Det är samma hushåll som har drabbats hårdast av arbetslöshet under pandemin. Redan innan pandemin fanns en tendens till nettoutflyttning från storstadsområden, både i Sverige<sup>4</sup> och utomlands<sup>5</sup>, en utflyttning som främst drivs av unga hushåll. Denna trend kan nu förstärkas när pandemin har skapat bättre möjligheter till distansarbete.

Detta är ett exempel på hur pandemin har accelererat trender som var på gång redan innan krisen. Andra exempel är digitalisering av tjänstesektorn, ökad e-handel och ett ökat fokus på klimatrisker och grön omställning. Hur dessa strukturförändringar påverkar tillväxt, arbetsmarknad och inflation kommer vara centralt att analysera för att få en bra prognos för svensk ekonomi och inflation under kommande år.

Låt mig sammanfatta. Det finns anledningar att vara optimistisk att återhämtningen i svensk ekonomi kan bli stark och att inflationen gradvis stiger mot målet. Men det finns varken nytillkommen positiv eller negativ information som är tillräcklig för att ändra inriktningen på penningpolitiken vid dagens möte. Att dra tillbaka Riksbankens nuvarande åtgärder för tidigt

---

<sup>4</sup> <https://www.svt.se/nyheter/ekonomi/trenden-haller-i-sig-fler-flyttar-fran-stockholm-an-till>

<sup>5</sup> <https://voxeu.org/article/doughnut-effect-covid-19-cities> och <https://www.nytimes.com/2020/04/19/us/coronavirus-moving-city-future.html>

riskerar att hämma den återhämtning som påbörjats. Och, det är fortfarande viktigt att ha en hög beredskap för att använda alla våra verktyg om utvecklingen skulle bli sämre än väntat.

### **Vice riksbankschef Martin Flodén:**

Jag ställer mig bakom förslagen till beslut i utkastet till den penningpolitiska rapporten och protokollsbilagorna. Jag ställer mig även bakom de prognoser och analyser som presenteras där.

Mellan våra penningpolitiska möten i november 2020 och februari i år förbättrades utsikterna för den ekonomiska utvecklingen trots att utvecklingen för pandemin överraskade negativt. I USA steg långräntor och marknadsprissatta inflationsförväntningar snabbt i spåren av förbättrade ekonomiska utsikter och beslut och förväntningar om en mycket expansiv finanspolitik. De högre räntorna och inflationsförväntningarna fick viss spridning även till Sverige.

Allt detta har förstärkts efter vårt möte i februari, om än i långsammare takt. I Sverige utvecklas många delar av näringslivet fortsatt starkt trots att den snabba smittspridning har inneburit att regeringen upprepade gånger har förlängt de coronarelaterade restriktionerna. Långräntorna fortsatte att stiga i USA och Europa under februari men har sedan stabiliserats. De marknadsprissatta inflationsförväntningarna i Sverige sjönk visserligen påtagligt efter det överraskande låga inflationsutfallet i februari men de steg igen efter det högre inflationsutfallet i mars och är nu aningen högre än vid februarimötet.

Trots den lite starkare ekonomiska utvecklingen och de något högre långsiktiga inflationsförväntningarna bedömer jag att behovet av en expansiv penningpolitik är oförändrat. Inflationstrycket är svagt och den genomsnittliga inflationen kommer sannolikt att ligga under målet de kommande åren trots den expansiva penningpolitiken. Bilden av resursutnyttjandet är lite mer komplicerad eftersom det är stor skillnad mellan olika sektorer, men arbetslösheten väntas förbli hög under hela prognosperioden. En starkare ekonomisk utveckling och högre inflationsförväntningar bidrar därför till bättre måluppfyllelse och motiverar inte en stramare penningpolitik.

Vid det förra penningpolitiska mötet menade jag att stabiliseringspolitiken i såväl Sverige som omvärlden så här långt har varit anmärkningsvärt framgångsrik i sin hantering av pandemins konsekvenser. Jag ska upprepa några av mina argument eftersom detta har implikationer för hur jag tycker att penningpolitiken ska bedrivas framöver. Pandemin har fått omfattande ekonomiska konsekvenser. Vi befinner oss nu i en väldigt speciell ekonomisk kris där vissa sektorer har drabbats mycket hårt medan andra utvecklas ganska väl. Att jag anser att stabiliseringspolitiken har varit framgångsrik beror på att spridningseffekterna från de direkt drabbade sektorerna till ekonomin i bredare bemärkelse har blivit små. Det finns en optimism i ekonomin vilket bland annat indikeras av att delar av hushållens konsumtion har hållits uppe, att företagen i många sektorer har fortsatt att producera och investera samt att aktie- och bostadsmarknaderna har

utvecklats starkt. Allt detta beskrivs väl i utkastet till penningpolitisk rapport, se bland annat diagram 36, diagram 38 och fördjupningen om bostadspriserna.

Genom att reagera snabbt och kraftfullt när pandemin slog till bidrog stabiliseringspolitiken till att finansmarknaderna fortsatte att fungera och att en finanskris därmed inte ledde till en djupare ekonomisk kris. Stabiliseringspolitiken har också på olika sätt bidragit till att upprätthålla framtidstron och därmed konsumtions- och investeringsviljan.

Den här tolkningen av konjunkturförloppet har konsekvenser för min syn på penningpolitiken.

Det är oundvikligt att pandemin och restriktionerna medför kraftigt minskad aktivitet i vissa sektorer. Aktörer i de drabbade sektorerna kan få, och får, riktat stöd från finanspolitiken.

Penningpolitiken kan däremot enbart ge ett brett och allmänt stöd till ekonomin.

Penningpolitiken kan visserligen göras en aning mer expansiv men både styrräntan och tillgångsköpen är nära sina effektiva gränser och en ytterligare expansion riskerar att medföra negativa sidoeffekter. Mot den bakgrunden i kombination med att stora delar av ekonomin nu utvecklas förhållandevis starkt anser jag att det behövs en ganska tydlig försämring av de ekonomiska utsikterna för att jag ska förespråka en penningpolitisk expansion. En räntesänkning skulle kunna bli aktuell till exempel om efterfrågan försvagas brett i ekonomin samtidigt som förtroendet för inflationsmålet försämras. Men i hanteringen av ett sådant scenario skulle även finanspolitiken spela en viktig roll. Ytterligare tillgångsköp utöver de vi har kommunicerat skulle kunna bli aktuellt främst om det uppstår oro på finansmarknaderna så att risk- och löptidspremier stiger på ett omotiverat sätt.

Om utvecklingen i stället blir bättre än i vårt huvudscenario bedömer jag att en penningpolitisk reaktion är ännu mer avlägsen. I en av fördjupningarna i rapportutkastet visar vi ett scenario där den ekonomiska återhämtningen blir snabbare och starkare än i huvudscenariot men där penningpolitiken ändå är densamma. Inflationen blir då högre och arbetslösheten lägre under hela prognosperioden. Men eftersom inflationen i huvudscenariot ligger under målet och arbetslösheten är hög blir måluppfyllelsen bättre i alternativscenariot med en snabb återhämtning och oförändrad penningpolitik. Jag skulle se positivt på en inflation som blir ännu högre än i det här alternativscenariot. En räntehöjning blir knappast motiverad förrän inflationstrycket och inflationsförväntningarna tyder på att inflationen annars varaktigt skulle hamna tydligt över målet.

Avslutningsvis vill jag upprepa ytterligare en punkt från förra mötet. Vid det penningpolitiska mötet i november 2020 reserverade jag mig mot beslutet att utöka ramen för tillgångsköp med 200 miljarder kronor och förlänga programmet till slutet av 2021. Jag bedömer fortfarande att vi hade kunnat upprätthålla lika expansiva förhållanden med ett mindre omfattande köpprogram, men jag ställer mig ändå bakom dagens beslut. Beslutet idag handlar främst om hur köpen ska fördelas på olika tillgångsslag givet det tidigare rambeslutet och givet den tidigare

kommunikationen att vi planerar att utnyttja hela ramen. Att ändra det beslut som tidigare fattats och den plan vi tidigare kommunicerat skulle leda till förvirring och osäkerhet.

### **Vice riksbankschef Henry Ohlsson:**

Inledningsvis vill jag säga att jag ställer mig bakom att lämna reporäntan oförändrad vid noll och att hålla reporäntebanan horisontell under prognosperioden. Vidare ställer jag mig bakom förslagen vad gäller värdepappersköp under tredje kvartalet 2021 och att sänka frekvenserna för erbjudanden om tre- och sexmånaderslån.

Jag inleder med att diskutera pandemin. Sett till antalet avlidna kulminerade den andra vågen i mitten av januari 2021 då antalet avlidna av covid-19 uppgick till ca 95 personer per dag.<sup>6</sup> Sedan dess har antalet avlidna minskat kontinuerligt. Den senaste tiden har i genomsnitt färre än 20 personer avlidit varje dag. Den stora nedgången är givetvis glädjande. Endast en handfull länder i Europa har för närvarande ett lägre antal avlidna i förhållande till befolkningen än Sverige.

Men bilden är splittrad. Antalet intensivvårdade på grund av covid-19 under den andra vågen nådde sin topp i mitten av januari 2021 med cirka 350 intensivvårdade på grund av covid-19 per dag.<sup>7</sup> Sjuka som behövde intensivvård minskade sedan fram till början av mars då det skedde en vändning uppåt. Antalet smittade har också ökat. Den senaste veckan har antalet i intensivvård på grund av covid-19 börjat falla. Om detta skulle visa sig vara ett trendbrott är det givetvis välkommet.

I takt med att fler blir vaccinerade mot covid-19 och fler har blivit immuna genom att ha haft infektionen är det rimligt att förvänta sig att antalet smittade och antalet som behöver intensivvård kommer att minska. Den senaste siffran för antalet vaccinerade är att fler än 2 miljoner svenskar har fått minst en dos. Det motsvarar 25 procent av den vuxna befolkningen. De senaste veckorna har i genomsnitt nära 1 procent av den vuxna befolkningen vaccinerats varje veckodag.

Oavsett detta anser jag att det, utifrån ekonomisk utgångspunkt, mest intressanta är att sambandet mellan pandemins omfattning och den ekonomiska aktiviteten uppenbart inte är

---

<sup>6</sup> Jag har beräknat det genomsnittliga antalet avlidna av covid-19 under de senaste 30 dagarna för varje dag baserat på data från Folkhälsomyndigheten.

<sup>7</sup> Jag har beräknat det genomsnittliga antalet i intensivvård på grund av covid-19 under de senaste 30 dagarna för varje dag baserat på data från Intensivvårdsregistret.

stabil. Den ekonomiska utvecklingen under våren 2021 har inte alls samvarierat med pandemin på samma sätt som den gjorde under våren 2020.

Svensk BNP väntas stiga med 3,7 procent under 2021 jämfört med 2020 enligt utkastet till penningpolitisk rapport. Detta är en avsevärd upprevidering jämfört med den penningpolitiska rapporten i februari då BNP-tillväxten under 2021 prognosticerades till 3,0 procent.

KPIF är målvariabel för penningpolitiken sedan 2017. Vid den senaste inflationsmätningen i mars låg den årliga ökningstakten för KPIF på 1,9 procent. Mycket talar dock för att inflationstakten inte kommer att kontinuerligt vara på denna nivå under resten av året. Det glidande medelvärdet över tolv månader för KPIF-inflationen låg på 0,7 procent i mars. Detta är en uppgång, men vi är en bra bit från målet på 2 procent.

Samtidigt är inflationsstatistiken svårtolkad under den nuvarande ekonomiska krisen. För vissa tjänster finns det helt enkelt inga priser. Istället måste de saknade priserna uppskattas. Hushållens konsumtionsmönster ändrades väsentligt under 2020. SCB har försökt ta hänsyn till detta genom att justera vikterna som används när konsumentprisindex beräknas i år. Det återstår att se hur väl dessa vikter överensstämmer med årets faktiska konsumtionsmönster. Forskningen visar också att imputeringar och ändrade konsumtionsmönster medför att inflationsstatistiken tenderar att underskatta den faktiska utvecklingen av levnadskostnaderna.

Enligt den senaste månadsstatistiken från Arbetsförmedlingen var det genomsnittliga antalet inskrivna arbetslösa i relation till den registerbaserade arbetskraften 8,4 procent i mars 2021. Det var en ökning med 0,8 procentenheter jämfört med samma månad ett år tidigare då motsvarande tal låg på 7,6 procent. Samtidigt är det en minskning jämfört med slutet av 2020 och början av 2021.

Medlemmarna i arbetslöshetskassorna kan anses ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden. I mars 2021 låg andelen öppet arbetslösa medlemmar i arbetslöshetskassorna på 4,7 procent. Samma månad ett år tidigare var andelen 3,4 procent. Ökningen under det senaste året har varit hela 1,3 procentenheter.

De hotell- och restauranganställdas arbetslöshetskassa skiljer sig mycket kraftigt från övriga arbetslöshetskassor. I mars 2021 var andelen öppet arbetslösa medlemmar i den arbetslöshetskassan 13,1 procent. Arbetslösheten brukar vara hög i denna bransch. Som jämförelse låg månadsandelarna för öppet arbetslösa medlemmar i hotell- och restauranganställdas arbetslöshetskassa i början av 2020 på strax över 10 procent. Men vi talar

ändå om en ökning på 3 procentenheter. En mycket viktig bidragande orsak till detta är givetvis de restriktioner som regering och myndigheter har ålagt de aktuella branscherna.

Den ökade arbetslöshet som den ekonomiska krisen har medfört är givetvis oönskad. Många arbetslösa är väl rustade och kommer att ha goda möjligheter att komma i arbete när den ekonomiska aktiviteten vänder uppåt. Andra behöver arbetsmarknadspolitiska åtgärder som stärker deras humankapital för att kunna komma i arbete.

Sverige är en liten öppen ekonomi. Vi är beroende av den ekonomiska aktiviteten och politiken i omvärlden. Under våren 2020 vidtogs drakoniska åtgärder runt om i världen, åtgärder som kraftigt minskade den ekonomiska aktiviteten. Situationen är inte densamma nu. Prognosen för den KIX-vägda (handelsvägda) tillväxten i omvärlden under 2021 är 4,6 procent i utkastet till penningpolitisk rapport. I samma utkast redovisas en prognos för 2022 på 4,1 procent. Detta är höga tal som vittnar om en stark återgång efter ett svårt 2020.

Världshandeln med varor minskade med upp till drygt 15 procent i årstakt vissa månader under våren 2020. Den senast tillgängliga månadsmätningen för februari 2021 visar glädjande på en ökning med 5,3 procent i årstakt. Detta är givetvis mycket positivt för ett utrikeshandelsberoende land som Sverige.

Den KIX-vägda inflationstakten i omvärlden var 1,1 procent under 2020. Prognosen för 2021 i utkastet till penningpolitisk rapport är betydligt högre, 2,0 procent. Detta är en upprevidering jämfört med februari månads penningpolitiska rapport då den vägda inflationsprognosen för omvärlden var 1,7 procent.

Jag övergår nu till mina penningpolitiska överväganden. Inflationsförväntningarna är ett viktigt element för att bedöma penningpolitikens trovärdighet när det gäller att nå inflationsmålet. Det är en viktig observation att inflationsförväntningarna på fem års sikt bland aktörer på penningmarknaden har legat på kring 1,8 procent i de senaste månadsmätningarna och detta trots de ekonomiska svårigheterna under 2020.

Riksbanken beslutade under 2020 om en rad penningpolitiska åtgärder. När finansiella marknader inte fungerar som normalt hotas kreditförsörjningen i ekonomin. Åtgärderna har haft två effekter. Kreditförsörjningen har underlättats eftersom Riksbanken på dessa sätt tillfört mer pengar till det finansiella systemet. När mängden pengar ökat har marknadsräntorna på så sätt hållits låga. Resultatet har, med andra ord, blivit både tryggad kreditförsörjning och expansiv penningpolitik.

Sammanfattningsvis, jag ställer mig bakom att lämna reporäntan oförändrad vid noll och att hålla reporäntebanan horisontell under prognosperioden. Vidare ställer jag mig bakom förslagen vad



gäller värdepappersköp under tredje kvartalet 2021 och att sänka frekvenserna för erbjudanden om tre- och sexmånaderslån. Konjunkturbilden och prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport ställer jag mig också bakom.

Dixi!

### **Riksbankschef Stefan Ingves:**

Jag ställer mig bakom utkastet till penningpolitisk rapport och de prognoser som beskrivs i utkastet, och förslaget att lämna reporäntan på noll procent. Jag ställer mig också bakom förslagen om hur Riksbankens obligationsköp skall genomföras under det tredje kvartalet till ett sammanlagt nominellt belopp om 75 miljarder kronor och förslaget om ändrad frekvens på krediter på tre och sex månader. Tillsammans innebär dessa åtgärder att vi bibehåller penningpolitikens expansivitet, vilket behövs för att ge stöd åt den fortsatta ekonomiska återhämtningen och till att inflationen på sikt stiger till inflationsmålet på 2 procent. Givet de nedåtrisker som finns i kombination med vår inflationsprognos är det viktigt att vi fortsätter att fullfölja vår nuvarande strategi.

Sedan det förra penningpolitiska mötet i mitten av februari har smittspridningen av covid-19 åter ökat, både i Sverige och på global nivå, vilket inneburit att flera prognoser på kort sikt har reviderats ned. Men på sikt ser utvecklingen något ljusare ut än den gjorde i vår bedömning i februari. Det hänger samman med att vaccinationsprogrammen i de flesta utvecklade ekonomier kommit igång vilket haft synlig effekt på framför allt antalet avlidna. Vaccinationer tillsammans med omfattande ekonomisk-politiskt stöd från regeringar och centralbanker har inneburit en tilltagande optimism i världsekonomin. Den KIX-vägda BNP-tillväxten bland våra viktiga handelspartners är förvisso något lägre i år jämfört med bedömningen i februari (vilket hänger samman med den sämre utvecklingen under det första halvåret i år) men högre både 2022 och 2023. Med stigande BNP-tillväxt stiger också resursutnyttjandet på global nivå och den KIX-viktade inflationen väntas stiga från drygt 1 procent ifjol till runt 2 procent under de kommande åren.

Men återhämtningen går olika fort i olika länder och de regionala tillväxtskillnaderna väntas bli förhållandevis stora. I år väntas den amerikanska ekonomin växa med 6,5 procent, vilket hör till de högsta tillväxttalen under de senaste femtio åren. Kina väntas få den högsta tillväxten på tio år, 8,5 procent. För euroområdet som helhet väntas lägre tillväxttal, cirka 4 procent i år, och bakom denna siffra döljer sig stora skillnader mellan hur återhämtningen ser ut i olika länder i

euroområdet och den baseffekt som följer av euroområdets kraftigt krympande BNP under fjolåret.

I Sverige har den ekonomiska återhämtningen blivit något starkare än väntat, ökad smittspridning till trots. Redan i vår förra rapport konstaterades att de negativa effekterna på ekonomin av olika slags restriktioner blivit svagare jämfört med våren 2020, ett tecken på att många företag och hushåll funnit sätt att producera och konsumera trots pandemin. I år och nästa år väntas tillväxttal på över 3,5 procent, men bakom dessa aggregerade siffror finns stora skillnader mellan olika branscher och verksamhetsområden. Medan industriproduktionen återhämtade sig snabbt efter stora tapp våren 2020 har delar av tjänsteproduktionen fortfarande långt kvar till förkrisnivåer. Produktion inom hotell och restaurangnäringen, exempel på så kallade kontaktnära branscher, är fortfarande 30 procent lägre än före pandemin.

Arbetslösheten steg ifjol och ligger nu på cirka 8,5 procent enligt statistik från Arbetsförmedlingen. Även bakom denna siffra finns stora skillnader. Uppgången i arbetslösheten har främst drabbat unga samt utrikesfödda, sannolikt en effekt av att dessa grupper står för en stor del av sysselsättningen inom de kontaktnära branscherna. Utkastet till penningpolitisk rapport innehåller flera diagram som visar hur krisen drabbat olika grupper i samhället på olika sätt, både i Sverige och utomlands.

Inflationstakten mätt med KPIF föll under 2020, bland annat på grund av fallande energipriser. I år väntar vi oss en högre inflation i takt med återhämtningen fortskrider och att resursutnyttjandet stiger. Men inflationen kommer att vara volatil och enskilda månader kan avvika ganska kraftigt, både uppåt och nedåt, från den uppåtgående trenden. Vår prognos är att inflationen stiger från ett genomsnitt på 1,5 procent i år, till 2 procent mot slutet av prognosperioden. Samtidigt är det betryggande att inflationsförväntningarna förefaller vara förankrade.

Som jag varit inne på ser konjunkturutsikterna något ljusare ut. Men det råder fortfarande stor osäkerhet om den ekonomiska återhämtningen i Sverige och globalt, och risker för bakslag finns.

Ett viktigt antagande bakom vår prognos om en ljusare bild av den globala konjunkturen är att vaccinationsprogrammen löper på utan nya komplikationer. Men som vi sett under våren kan oväntade problem uppstå, och det går inte att utesluta att ytterligare förseningar inträffar. Men det bekymmersamma på sikt, både ekonomiskt men framför allt mänskligt, är att det fortfarande är främst utvecklade ekonomier som kommit igång med vaccinationer. I stora delar av världen ser det ut att dröja en lång tid innan en tillräckligt stor andel av befolkningen är vaccinerad. Och

så länge som det förhåller sig så kommer covid-19 fortsatta att vara ett utdraget problem för världssamfundet och en riskfaktor i världsekonomin.

En annan slags risk är om vi ser en sämre utveckling i euroområdet än i våra prognoser, även om vaccinationerna går som önskat. Flera av euroländerna brottas med strukturella obalanser inom ekonomin och den finansiella sektorn, vilket kan hämma den ekonomiska återhämtningen, och samtidigt är det ju så att handelsvägt med euroområdet är utvecklingen av utomordentligt stor betydelse för oss.

Det är nu lite mer än ett år sedan som WHO slog fast att spridningen av det nya viruset hade utvecklats till en pandemi. De omfattande restriktioner som infördes för att bromsa smittspridningen ledde till en kraftig inbromsning i den ekonomiska aktiviteten i världsekonomin. Regeringar och centralbanker på olika håll i världen har under det senaste året vidtagit historiskt omfattande åtgärder för att mildra de negativa effekterna på ekonomin och förhindra en finansiell kris. Som det ser ut nu har åtgärderna fungerat. Att utvecklingen i svensk ekonomi inte blev så allvarlig som vi befارade för ett år sedan hänger mycket samman med att utvecklingen i omvärlden blev bättre än väntat. Och den svenska regeringen har via olika slags stödåtgärder dämpat effekter på bland annat sysselsättningen och hållit uppe den ekonomiska aktiviteten i Sverige.

Riksbanken har under det gångna året bidragit till återhämtningen via flera olika slags åtgärder för att trygga kreditgivningen och hålla räntor till företag och hushåll låga. Våra åtgärder liknar de som vidtagits av andra centralbanker, det vill säga olika slags tillgångsköp och faciliteter för att tillföra likviditet till ekonomin. Vår uppgift framöver är att se till att ränteläget hålls lågt så att återhämtningen kan fortgå och inflationen stiga mot vårt mål. Penningpolitiken har fungerat, vi har mycket aktivt stöttat den makroekonomiska utvecklingen samtidigt som pandemin inte transformerats till en finanskris. Skulle den ekonomiska utvecklingen åter bli sämre finns flera sätt att öka penningpolitikens expansivitet. Reporäntan kan sänkas, även om utrymmet för sänkningar kanske inte är så stort. Vi kan skala upp våra tillgångsköp och vidta nya åtgärder för att främja kreditgivningen. I ett internationellt perspektiv har de balansräkningsåtgärder som Riksbanken hittills vidtagit inte varit ovanligt stora eller udda sammansatta. Storleken på vår balansräkning i procent av BNP är mindre än vad som är fallet för ECB, Federal Reserve och Bank of England (se diagram 11 i utkastet till penningpolitisk rapport). Så ett betydande utrymme finns för mer penningpolitisk stimulans, om situationen så kräver det.

Så några ord om policymixen i Sverige. Den ekonomiska krisen har slagit olika hårt inom olika sektorer i svensk ekonomi. Flera sektorer och branscher har fortfarande en lång väg tillbaka till mer normala nivåer. För att stödja enskilda branscher eller särskilda grupper av arbetslösa krävs

riktade åtgärder, för vilket finanspolitik är ett bättre alternativ än penningpolitiska lättnader som oftast verkar mera brett. Riksbanken bidrar till den ekonomiska återhämtningen genom att hålla ränteläget lågt. Det låga ränteläget, tillsammans med starka offentliga finanser gör det möjligt för omfattande ekonomisk-politiskt stöd under lång tid så att svensk ekonomi går tillbaka till ett mer normalt läge. Om vi har rätt i vår prognos förs svensk ekonomi tillbaka till den tillväxtbana vi föreställde oss före pandemin. Skulle så bli fallet är det en ganska unik händelse där de ekonomiska skadorna på svensk ekonomi är förhållandevis temporära. Det till skillnad från stora finansiella kriser som tenderar att vara mycket svårare att hämta igen. Notera dock att vi enbart räknar med en återgång till den gamla tillväxtbanan vilket innebär att pandemin, utöver lidandet, förblir en evig kostnad för folkhushållet.

Till sist några ord om bostadsmarknaden och hushållens skulder som ökat ytterligare under det senaste året. Hushållen är nu mer känsliga för prisfall på bostadsmarknaden och för stigande räntor. För att bromsa tillväxttakten i skuldsättningen och därmed hantera denna ökade risk stödjer jag Finansinspektionens förslag att inte förlänga möjligheten till undantag från amorteringskravet. Eftersom vi ännu inte så att säga har facit är det svårt att veta hur det kommer sig att bostadspriserna stigit så mycket (se fördjupningen i utkastet till penningpolitisk rapport). Nedstängningar och restriktioner har skapat en slags ransonering av vissa typer av konsumtion, till exempel resor, samtidigt som arbetslösheten förblivit låg och köpkraften god för köpstarka grupper. Efterfrågan skall ta vägen någonstans, det är billigt att låna, och då pressas bostadspriserna upp. Konsekvensen är att hushållens lån växer ytterligare och spänningarna mellan ins och outs på bostadsmarknaden förstärks. Det gör det än mer angeläget att lösa de strukturella problem som vi har på bostadsmarknaden. Stora skulder och strukturella problem förblir en växande risk i svensk ekonomi även efter det att pandemin lagt sig.

## §4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade

- att behålla reporäntan oförändrad på noll procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 28 april 2021,
- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- om penningpolitiska åtgärder och att dessa åtgärder ska tillämpas i enlighet med vad som anges i protokollsbilaga B och C,
- att offentliggöra det penningpolitiska beslutet och den penningpolitiska rapporten med motivering i ett pressmeddelande tisdagen den 27 april 2021 kl. 9:30,
- att publicera protokollet från dagens sammanträde måndagen den 10 maj 2021 kl. 9:30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Bengt Petersson

Henrik Siverbo

Justeras:

Stefan Ingves

Cecilia Skingsley

Anna Breman

Martin Flodén

Per Jansson

Henry Ohlsson



**SVERIGES RIKSBANK**  
103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)  
Tel 08 - 787 00 00  
Fax 08 - 21 05 31  
registratorn@riksbank.se  
www.riksbank.se