



Penningpolitiskt protokoll

November 2021

Sammanfattning

För att inflationen ska vara nära inflationsmålet på lite sikt behöver penningpolitiken ge ett fortsatt stöd till ekonomin. Vid det penningpolitiska mötet den 24 november beslutade Riksbankens direktion därför att hålla reporäntan oförändrad på noll procent och att under första kvartalet 2022 köpa obligationer för att kompensera för kommande förfall i Riksbankens värdepappersinnehav.

Ledamöterna noterade att konjunkturen är stark och att de kraftiga svängningarna i den globala efterfrågan har resulterat i flaskhalsar i produktionen. Dessa har också lett till stora uppgångar i råvaru- och transportpriser, samt till snabbt stigande producentpriser. I de flesta länder har konsumentpriserna stigit, men direktionens ledamöter konstaterade att det finns tydliga skillnader i utvecklingen mellan olika länder. I USA har det till exempel skett en bredare prisuppgång medan inflationsuppgången i euroområdet och Sverige främst har drivits av snabbt stigande energipriser.

Ledamöterna diskuterade inflationens drivkrafter och om den högre inflationstakten kan förväntas vara tillfällig eller mer varaktig. De konstaterade att i prognosen faller KPIF-inflationen tillbaka till en ganska låg nivå under nästa år, när bidraget från energipriserna minskar och balansen mellan efterfråge- och utbudsförhållandena förbättras. För att inflationen varaktigt ska vara nära inflationsmålet behövs en mer bestående uppgång i kostnadstrycket. Därför behöver de finansiella förhållandena vara fortsatt expansiva.

Alla ledamöter stod bakom beslutet att behålla reporäntan oförändrad på noll procent och att köpa obligationer under första kvartalet för att kompensera för kommande förfall. Prognosen för reporäntan indikerar att räntan kommer att höjas under den senare delen av 2024 och prognosen för innehavet av värdepapper är att det kommer att vara ungefär oförändrat under 2022 och därefter gradvis minska. Några ledamöter framförde nyanser kring innehavet och ansåg att det skulle kunna bli aktuellt att trappa ner köpen ytterligare under nästa år.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 5

DATUM: 2021-11-24

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
Cecilia Skingsley
Anna Breman
Martin Flodén
Per Jansson
Henry Ohlsson

Susanne Eberstein, ordförande, riksbanksfullmäktige
Michael Lundholm, vice ordförande, riksbanksfullmäktige, på distans

Johan Almenberg, på distans (§ 1-3a)
Joel Birging (§ 1-3a)
Vesna Corbo, på distans (§ 1-3a)
Hans Dellmo, på distans (§ 1-3a)
Charlotta Edler
Dag Edvardsson, på distans (§ 1-3a)
Paul Elger
Mattias Erlandsson
Anders Gånge
Jesper Hansson
Jens Iversen, på distans (§ 1-3a)
Maria Johansson (§ 1-3a)
Peter Kaplan, på distans (§ 1-3a)
Henrik Lundvall
Pernilla Meyersson
Ann-Leena Mikiver
Marianne Nessén, på distans (§ 1-3a)
Åsa Olli Segendorf, på distans (§ 1-3a)
Olof Sandstedt, på distans (§ 1-3a)
Maria Sjödin

Det antecknades att Paul Elger och Henrik Lundvall 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 utvecklingen på räntemarknaden, som varit i fokus på de finansiella marknaderna den senaste tiden. En högre inflation än väntat runt om i världen har medfört att marknadsanalytiker har börjat gå mot att beskriva den höga inflationen som mer ihållande från att tidigare ha beskrivit den som tillfällig. Den amerikanska centralbanken (Federal Reserve) har beslutat att minska sina tillgångsköp och allt fler marknadsanalytiker pekar på att nedtrappningen av innehavet kan komma att snabbas på framöver. Vid det penningpolitiska mötet i oktober fortsatte Europeiska centralbanken (ECB) att kommunicera att köptakten i pandemiprogrammet (PEPP) skulle sänkas något i det fjärde kvartalet. Samtidigt har ECB kommunicerat att viktiga beslut väntas vid mötet i december. Framöver förväntas PEPP inte förlängas längre än till mars 2022 medan det tillgångsköpsprogram som påbörjades före pandemin (APP) kan komma att utökas eller så kan ett nytt tillgångsköpsprogram tillkomma.

Det har varit stora rörelser i statsobligationsräntor med kort löptid när centralbanker såsom de i Kanada, Australien och Norge har stramat åt sin penningpolitik. Särskilt den brittiska centralbanken (Bank of England) har fått uppmärksamhet på finansmarknaderna. Efter att marknaden tidigare uppfattade det som att penningpolitiken skulle stramas åt lämnade Bank of England penningpolitiken oförändrad vid sitt möte i november.

Birging konstaterade därefter att de långsiktiga inflationsförväntningarna baserade på marknadsmått för euroområdet och USA hade stigit.

Börserna har också stigit överlag, kanske framför allt till följd av en stark rapportsäsong där oron för att marginalerna skulle falla till följd av högre insatspriser och problem i leverantörskedjor ej hade förverkligats. Likväl pekar marknadsanalytikerna fortsatt på att denna risk kan realiseras i det fjärde kvartalet. De senaste dagarna har utvecklingen präglats av en växande oro angående pandemins utveckling. Implicit volatilitet har fortsatt att sjunka och VIX-måttet är nu på de lägsta nivåerna under pandemin.

Den svenska kronan stärktes tydligt i oktober gentemot en sammanvägd korg (KIX-viktat) av andra valutor. Marknadsanalytiker pekade på en ökad efterfrågan på kronan länkad till nyintroduktioner på börserna, en stark börsutveckling och en svagare euro. Därefter försvagades kronan återigen och handlar nu ungefär på samma nivåer som vid det penningpolitiska mötet i september. På valutamarknaden internationellt har särskilt dollarn stärkts i spåren av att Federal

Reserve väntas föra en stramare politik jämfört med exempelvis ECB och en oro angående pandemins utveckling.

Marknadsanalytiker tror att Riksbanken lämnar reporäntan oförändrad vid dagens möte och reporäntebanan väntas samtidigt visa en höjning vid slutet av prognoshorisonten.

Terminsprissättningen på räntemarknaden har stigit sedan septembermötet och indikerar nu att reporäntan är 0,25 procent i slutet av 2022. Riksbanken väntas presentera tillgångsköp för att kompensera för kommande förfall under 2022. Flera analytiker tror att balansräkningen minskar under andra halvåret 2022, men att ett sådant beslut inte tas vid dagens möte. Vidare råder det delade åsikter kring hur värdepappersköpen kommer att fördelas på olika tillgångsslag.

Den aktuella penningpolitiska beredningen – nya data och prognos

Olof Sandstedt, chef för avdelningen för finansiell stabilitet, redogjorde för den senaste statistiken över bostadspriserna, läget inom företagssektorn och bankernas finansiering. Bostadspriserna fortsätter att stiga i snabb takt, även om det skett en nedgång i ökningstakten det senaste halvåret. Mellan oktober 2020 och oktober 2021 steg priserna i riket med 10,8 procent.¹

Konkurserna bland svenska företag har under hösten minskat, vilket bland annat beror på den fortsatta ekonomiska återhämtningen. Det är dock fullt tänkbart att det efter en period med få konkurser sker en ökning och därmed normalisering i antalet konkurser, som en konsekvens av den förnyelse som brukar ske inom näringslivet.

I fastighetssektorn har det skett en återhämtning de senaste månaderna. Läget har överlag förbättrats för fastighetsbolag med exponering mot de branscher som drabbats särskilt hårt under pandemin.

Bankernas finansieringskostnader är fortsatt låga. Räntorna på svenska säkerställda obligationer har visserligen stigit under hösten, i linje med den allmänna uppgången i räntorna på obligationer med längre löptider. Men uppgången har varit begränsad och den senaste tiden har räntorna fallit tillbaka något. Skillnaden är alltså liten mellan räntorna på säkerställda obligationer och riskfria räntor med motsvarande löptid.²

Apropå statistiken över företagskonkurser efterfrågade förste vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** mer information om läget för svenska företag med låg lönsamhet och om antalet företagsnedläggningar. Vice riksbankschef **Per Jansson** fyllde i med att fråga om utvecklingen inom företagssektorn i Europa och om tillförlitligheten i statistiken över antalet konkurser i EU.

¹ Här avses HOX Sverige som publiceras av Valueguard.

² Med riskfria räntor avses i detta fall räntor på swappar.

Jansson kommenterade också det faktum att svenska bostadspriser nu stiger i en långsammare takt. Han menade att utvecklingen ger stöd åt slutsatsen att den tidigare höga prisökningstakten inte främst berodde på den expansiva penningpolitiken och framförde att det finns behov av ytterligare analys av bostadsprisutvecklingen.

Mattias Erlandsson, biträdande chef för avdelningen för penningpolitik, redogjorde för den ekonomiska utvecklingen sedan det penningpolitiska mötet den 20 september 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 27 oktober samt den 11, 12 och 16 november. Utkastet till penningpolitisk rapport diskuterades och bordlades vid direktionens möte den 18 november.

Erlandsson började med att konstatera att inflationsuppgången i Sverige och omvärlden varit en viktig fråga i beredningen inför dagens möte. Riksbankens analys av orsakerna bakom den högre inflationen, som redovisas i en fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport, har varit central för bedömningen av hur varaktig uppgången blir i olika länder. Det faktum att prisökningstakten har stigit i många länder innebär inte att utvecklingen ser likadan ut överallt. Exempelvis har prisuppgången varit snabbare och bredare i USA än i euroområdet och Sverige. Även om det går att förklara orsakerna bakom inflationsuppgången finns det icke desto mindre en betydande osäkerhet om hur inflationen kommer att utvecklas under de kommande åren.

En relaterad fråga, som också har diskuterats särskilt ingående under beredningen, är utformningen av penningpolitiken i omvärlden och hur detta påverkar den svenska ekonomin.

I många av de länder som är viktiga för Sveriges utrikeshandel har BNP i stora drag återhämtat det fall i den ekonomiska aktiviteten som inträffade våren 2020. Konjunkturutsikterna för omvärlden är också goda, även om tillväxten framöver väntas bli lägre än den varit de senaste kvartalen. I den prognos som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport antas att pandemin inte påverkar BNP-tillväxten särskilt mycket i det innevarande och de kommande kvartalen. I Europa har dock smittspridningen ökat igen och om utvecklingen förvärras, så att fler restriktioner införs, kan den ekonomiska aktiviteten komma att dämpas mer påtagligt under en tid.

De tvära kast i efterfrågan och dess sammansättning som skett under pandemin har skapat obalanser mellan efterfrågan och utbud. Efter den ekonomiska krisens inledande och mest turbulenta fas steg efterfrågan på varor kraftigt, samtidigt som en del produktionsanläggningar och hamnar fortfarande hölls stängda. Detta ledde till flaskhalsar i produktionen av vissa typer av varor, till exempel råvaror och andra insatsvaror, och till snabba prisuppgångar. Även

fraktpriserna steg kraftigt. När ekonomierna senare öppnades upp igen så steg efterfrågan på många tjänster ovanligt snabbt. Uppgången var särskilt tydlig i de tjänstebranscher som påverkats hårt av pandemin och där uppstod brist på arbetskraft. Riksbankens bedömning är att obalanserna i dagsläget dämpar BNP och att de kommer att fortsätta att göra det nästa år, även om effekten då gradvis blir mindre.

Inflationen har de senaste månaderna stigit snabbt, i synnerhet i USA men även i Europa. I euroområdet beror den högre inflationen i huvudsak på högre energipriser. Den underliggande prisökningstakten har visserligen också ökat men är nära ECB:s inflationsmål på 2 procent. Energipriserna har stigit också i USA och där är inflationsuppgången dessutom bredare. Den underliggande prisökningstakten i USA är nu runt 4,5 procent. Bidragande orsaker är snabba prisuppgångar på framför allt varor och i viss utsträckning även på livsmedel och hyror. I USA finns det alltså tecken på att högre priser i producentledet påverkar priserna på ganska breda kategorier av varor och tjänster i konsumentledet. Dessutom har löneökningstakten stigit i USA.

Under de kommande åren väntas energipriserna inte öka ytterligare, från dagens höga nivåer, och det innebär att inflationen i euroområdet sjunker tillbaka under 2 procent mot slutet av 2022. Eftersom prisökningarna är bredare i USA väntas det ta längre tid innan den amerikanska inflationen åter är nära 2 procent. Utvecklingen i Storbritannien liknar i viss utsträckning den i USA, med en tydlig uppgång i den underliggande inflationen.

De snabba inflationsuppgångarna i USA och Storbritannien, och de tecken som där finns på en något mer långvarig period med hög inflation, har påverkat förväntningarna på hur penningpolitiken kommer att utformas framöver. Marknadens aktörer förväntar sig nu att centralbankerna i Storbritannien och USA under det närmaste året gör penningpolitiken mindre expansiv. Marknadsförväntningarna på ECB:s styrränta för de kommande tre åren har också stigit något, men i mindre utsträckning än i USA och Storbritannien.

Den prognos för svensk ekonomi som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport är i stora drag densamma som i den penningpolitiska rapporten från september. Svensk BNP har stigit snabbt och är nu i linje med den trendmässiga utveckling som prognostiserades före pandemins utbrott. Resursutnyttjandet bedöms sammantaget vara ungefär normalt i dagsläget.

Den starka ekonomiska utvecklingen i Sverige avspeglas också i indikatorer för efterfrågan på arbetskraft. Företagens anställningsplaner, bristtalen och antalet lediga jobb är alla på höga nivåer, och detta talar för att sysselsättningen kommer att fortsätta att stiga snabbt den närmaste tiden. I Sverige har utbudet av arbetskraft ökat under krisen, till skillnad från utvecklingen i flera andra länder, och detta bidrar till att arbetslösheten fortfarande är hög. I

prognosen sjunker arbetslösheten gradvis de närmaste åren och väntas 2024 vara cirka 7 procent.

Sedan det penningpolitiska mötet i september har SCB redovisat utfall för inflationen i september och oktober. I oktober var KPIF-inflationen 3,1 procent, vilket var en tiondel högre jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten från september. Stigande energipriser bidrar tydligt till att inflationen stiger; mätt med KPIF exklusive energi var inflationen i oktober 1,8 procent. Sveriges konsumentpriser utvecklas alltså på ett sätt som mer liknar utvecklingen i euroområdet än den i USA.

Den nya information som blivit tillgänglig sedan det penningpolitiska mötet i september har inte föranlett några betydande revideringar av inflationsprognosen. Visserligen väntas obalanserna mellan efterfrågan och utbud nu bli lite mer omfattande och utdragna, jämfört med bedömningen från september, och detta har bidragit till att prognosen för inflationen mätt med KPIF exklusive energi har reviderats upp något 2022 och 2023. Men bidraget till inflationen från energipriserna har samtidigt skrivits ned och förändringen i prognosen för KPIF-inflationen är därför liten.

Prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport bygger på den penningpolitik som bedöms samla en majoritet av direktion vid dagens möte. I korthet innebär det ett beslut om att hålla reporäntan oförändrad på noll procent, en prognos för reporäntan som indikerar en höjning under den senare delen av 2024 och en prognos om oförändrat innehav av värdepapper för 2022, som därefter minskar gradvis. Dessutom väntas direktionen vid dagens möte fatta ett beslut om att Riksbanken under det första kvartalet 2022 ska köpa värdepapper för ett nominellt belopp om 37 miljarder kronor. Syftet med dessa köp, som beskrivs i detalj i bilaga B till protokollet, är att kompensera för kommande förfall.

§3b. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef Per Jansson:

Jag ska börja med att kommentera den aktuella inflationsbilden och inflationsutsikterna. I det sammanhanget kommer jag också att säga några ord om hur jag ser på risken för att inflationen i Sverige under en längre tid biter sig fast på en nivå tydligt högre än vårt inflationsmål. Jag rundar sedan av mitt inlägg med några synpunkter på det penningpolitiska läget.

Sedan vårt senaste penningpolitiska möte i september har vi fått två nya inflationsutfall, för september och oktober. Det senaste utfallet för oktober redovisade en KPIF-inflation på 3,1 procent och en KPIF-inflation exklusive energipriser på 1,8 procent. Bägge inflationsmåten

steg cirka 0,1 procentenheter snabbare än väntat. För KPIF-inflationen var noteringen den högsta hittills sedan pandemins utbrott. Inflationen rensad för energipriser har också stigit de senaste månaderna men uppgången är än så länge inte alls dramatisk och den genomsnittliga nivån för KPIF-inflationen exklusive energipriser är så här långt under 2021 fortfarande ungefär densamma som under 2020 och tydligt lägre än under 2019.

Att inflationstrycket nu stiger något syns också i Riksbankens olika mått på underliggande inflation. Samtliga sju mått som vi regelbundet följer är i dagsläget högre än vid vårt möte i september och måttens median uppgår för stunden till 2,1 procent, att jämföra med 1,7 procent vid septembermötet. De två mått som i en empirisk utvärdering visar sig fungera bäst för att förutspå KPIF-inflationen i framtiden, UND24 och KPIFPC, ligger på 2,4 respektive 1,5 procent.³ Precis som tidigare fortsätter våra mått på underliggande inflation att vara ovanligt volatila och ha svårt att ge en tydlig bild av den mer trendmässiga prisutvecklingen. Men en övergripande slutsats är ändå att inflationstrycket mer generellt så här långt knappast kan sägas ha stigit på ett oroväckande sätt.

Även vad beträffar inflationsförväntningarna har två nya utfall publicerats sedan vårt senaste möte, Prosperas månadsundersökningar för oktober och november som avser penningmarknadens aktörer. Den lågfrekventa trenden uppåt i de mer långsiktiga, femåriga inflationsförväntningarna bland penningmarknadens aktörer hittills i år fortsätter glädjande nog. I både oktober och november uppgick förväntningarna på fem års sikt bland dessa aktörer till 2 procent, vilket är ungefär en tiondel av en procentenhet högre än vid vårt förra beslutsmöte.⁴

Att inflationsmålet är trovärdigt och den just nu ovanligt höga uppmätta inflationen förväntas falla tillbaka bekräftas också av mer långsiktiga inflationsförväntningar beräknade från marknadsprissättningen på finansiella kontrakt. Dessa ligger visserligen lite över både de enkätbaserade förväntningarna och inflationsmålet men jag tycker inte att det är något att oroa sig över mot bakgrund av att skillnaden inte är stor och den snabba trenden uppåt från början av året i dessa förväntningar har mattats av rätt tydligt under senare tid. Till bilden hör också att de varierar ganska mycket över tiden.

Går vi över till den uppdaterade prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport föreslås vissa upprevideringar av inflationsutsikterna fram till ungefär mitten av 2023. Dessa hänger mycket samman med att den obalans som har uppstått mellan efterfråge- och utbudsförhållanden under pandemin nu väntas bli lite större och hålla i sig under längre tid. Även om det, som jag just varit inne på, så här långt i Sverige är svårt att se några tydliga tecken på att en bestående hög

³ Se fördjupningen "Varför mått på underliggande inflation?" i Penningpolitisk rapport oktober 2018.

⁴ Jag fokuserar som vanligt på förväntningarna för KPI-inflationen snarare än för KPIF-inflationen, då svarsfrekvensen för KPIF-inflationen ofta är lägre.

inflation är på väg att etablera sig tycker jag att erfarenheten från utvecklingen i flera andra länder talar för att en sådan prognosjustering nu är befogad. Det är också viktigt att notera att upprevideringen av prognosen inte är större än att KPIF-inflationen exklusive energipriser når en topp på drygt 2,2 procent strax före sommaren nästa år.

Under andra halvan av nästa år väntas inflationen successivt falla tillbaka när energiprisbidraget till prisökningarna minskar och balansen mellan efterfråge- och utbudsförhållandena förbättras. Inflationen blir som lägst en bit in på hösten, med en KPIF-inflation på strax under 1,3 procent och en KPIF-inflation exklusive energipriser på knappt 1,7 procent. Jämfört med bedömningen i september beräknas inflationen vid den tiden nu vara en till två tiondelar av en procentenhet högre.

Från och med andra halvan av 2023 är prognosjusteringarna små. Det fortsätter därmed, precis som i den tidigare prognosen, att dröja till senare delen av prognosperioden innan inflationen mer stabilt ligger nära inflationsmålet. Drivkrafterna bakom den trendmässiga ökningen i inflationen är alltså de inhemska efterfråge- och kostnadsförhållandena samt den stigande omvärldsinflationen. Att växelkursen för kronan antas vara relativt oförändrad framöver är också av viss betydelse. Jag ställer mig bakom prognoserna för inflationen och den ekonomiska utvecklingen i övrigt i utkastet till penningpolitisk rapport.

Låt mig innan jag fortsätter med mina synpunkter på det penningpolitiska läget något utveckla mina tankar kring varför jag i dagsläget känner mig så övertygad om att inflationsuppgången i Sverige verkligen kommer att vara tillfällig och inte heller bli så stor som den har blivit i en del andra länder. Den 15 november publicerades en artikel av Larry Summers, USA:s finansminister 1999-2001, i The Washington Post där han anförde fem förändringar i amerikansk ekonomi som enligt honom nu innebär att risken för en mer varaktigt hög inflation är betydligt större.⁵ Det är intressant att fundera på dessa argument i ett svenskt sammanhang.

Det första argumentet går ut på att prisökningarna i amerikansk ekonomi inte längre kan ses som begränsade till några få sektorer. I Sverige är emellertid den bilden fortfarande i allra högsta grad intakt. Som visas i en utmärkt fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport är det egentligen bara tjänsteprisutvecklingen som här hos oss har tagit fart på ett mer tydligt sätt.⁶ Och inte ens för den här prisgruppen är uppgången särskilt dramatisk, från 2 procent i genomsnitt 2019 till 3 procent just nu. Ökningstakten för livsmedelspriser och framför allt varupriser, som tillsammans utgör nästan halva korgen i konsumentprisindex, är fortfarande klart dämpad.

⁵ <https://www.washingtonpost.com/opinions/2021/11/15/inflation-its-past-time-team-transitory-stand-down/>

⁶ Se fördjupningen "En högre inflation – tillfälligt eller varaktigt?" i utkastet till penningpolitisk rapport.

Det andra argumentet handlar om att prisstegringarna i vissa specifika sektorer, i USA framför allt begagnade bilar och varaktiga varor mer generellt, inte har fallit tillbaka så som man tidigare räknade med. I Sverige är det dock svårt att över huvud taget hitta sådana specifika sektorer. Som visas i en tabell i fördjupningen finns förvisso några varor och tjänster som kännetecknas av en relativt snabb prisuppgång men det är få och även om de slås ihop har de en liten betydelse för den sammanlagda konsumentprisutvecklingen.

Det tredje argumentet siktar in sig på arbetsmarknaden och noterar att de amerikanska löneökningarna har blivit klart större än väntat. Det här är givetvis en viktig faktor att följa även i Sverige men hos oss kan konstateras att löneutvecklingen kommer att fortsätta att präglas av avtalade löner som ökar med i genomsnitt cirka 2 procent årligen fram till och med första kvartalet 2023. Till bilden hör också att löneglidningen under lång tid har varit mycket måttlig. Det är förvisso så att bristen på arbetskraft ökar på sina håll också i Sverige och att det mot den bakgrunden är troligt att löneglidningen framöver kommer att tillta lite grann. Men vi är förstas ändå långt ifrån ett läge att få "double-digit pay increases" som enligt Larry Summers nu är allt mer vanligt förekommande i USA.

Det fjärde argumentet påpekar att inflationsförväntningarna i USA fortsätter att stiga snabbt och nu ligger påtagligt över Federal Reserves inflationsmål. Att det på den här punkten ser helt annorlunda ut i Sverige har jag redan berört i min genomgång av den aktuella inflationsbilden.

Det femte argumentet, slutligen, noterar att inflationen i många andra länder också har stigit rejält, för att nu ligga på högre nivåer än vad vi har sett på mycket länge. Till skillnad från de övriga fyra argumenten är det här förstas ett argument som också är giltigt för oss i Sverige. Eftersom Sverige är en mycket öppen ekonomi med stor handel med andra länder är det säkert till och med ännu viktigare för oss än för den amerikanska ekonomin. Med detta sagt har jag ändå svårt att se att det skulle kunna uppstå några mer allvarliga inflationsproblem utan att också vår inhemska ekonomi börjar bidra mer i den riktningen. Och när allt kommer omkring är det ju heller inte på långa vägar avgjort att den internationella inflationen måste fortsätta att vara hög under lång tid. Det kan i sammanhanget vara värt att påpeka att det faktiskt också alltså finns delade meningar när det gäller den amerikanska inflationen, väl illustrerat av följande påpekande för ett par veckor sedan från Olivier Blanchard, chefekonom vid Internationella valutafonden 2008-2015: "The worriers are ahead, but there is a second half, and nobody has won yet."⁷

Därmed kommer jag till mina synpunkter på det penningpolitiska läget. När det gäller våra värdepappersköp är vår plan alltså att det program för köp som inleddes i mars 2020 ska löpa

⁷ <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/us-inflation-running-high-what-should-we-worry-about-now>

ut den 31 december i år. Under första kvartalet 2022 föreslås att vi ska köpa värdepapper för 37 miljarder kronor för att kompensera för kommande förfall. Jag ställer mig bakom detta förslag till beslut samt de detaljer kring köpen som redovisas i protokollsbilaga B. Jag ställer mig också bakom prognosen att innehavet ska hållas ungefär oförändrat under 2022 och därefter minskas gradvis. Det kan konstateras att beslutet för köpen under första kvartalet 2022 innebär att köptakten jämfört med fjärde kvartalet i år nästan halveras. I relativa termer ökar köpen av framför allt statsobligationer och kommunobligationer, vilket jag tycker är bra eftersom behovet av att stötta de privata marknadernas funktionalitet har minskat och det nu mer handlar om att se till att de finansiella förhållandena är fortsatt expansiva.

Går vi över till räntesidan är förslaget att behålla reporäntan på noll procent. Det förslaget till beslut ställer jag mig bakom. Däremot är jag tveksam till den upprevidering av prognosen för reporäntan som föreslås under 2024. Skälet till min tveksamhet är, som jag redan varit inne på i både juni och september, att jag inte kan se att inflationsdynamiken i ett lite längre tidsperspektiv motiverar en sådan revidering. Inflationen väntas bara öka med några hundradelar av en procentenhet mellan det tredje och det fjärde kvartalet 2024 och plana ut på en nivå marginellt över 2 procent. Villkoret som vi anger i utkastet till penningpolitisk rapport, att en mindre expansiv penningpolitik bara blir aktuell om inflationen påtagligt och varaktigt väntas överstiga inflationsmålet, är därmed för mig inte uppfyllt.

Inflationsprognosen skulle gissningsvis bli densamma även om räntebanan inte skulle börja luta uppåt i slutet av prognosperioden. Möjligen kan man då argumentera för att det är ett bra läge att passa på att börja normalisera reporäntan. Hur hög reporäntan ska vara på sikt är svårt att säga men om man tror att den ska vara positiv är väl kanske en höjning ett välkommet steg i sig. Problemet här är bara att detta resonemang inte tar in den riskbild kring inflationsutvecklingen som förmedlas av vår egen prognos: KPIF-inflationen väntas under andra halvan av nästa år vara låg och ligga ganska långt under inflationsmålet. Med hänsyn till den bedömningen tycker jag inte att det nu är ett bra läge att passa på att justera upp prognosen för reporäntan. Det kommer att bli svårt nog att klara av att få upp inflationen till målet på sikt, även utan en högre reporäntebana.

Med allt detta sagt tänker jag nu ändå inte reservera mig mot prognosen för reporäntan. Att försiktigt höja ränteprognosen i slutet av prognosperioden kommer i nuvarande läge knappast att leda till några större effekter på de finansiella förhållandena i Sverige eller uppfattas som konstigt med tanke på den pågående diskussionen om inflationsriskerna. Det kommer också att finnas gott om tid att återkomma till denna fråga innan den blir skarp.

Vice riksbankschef Anna Breman:

Jag ställer mig bakom förslaget att behålla reporäntan oförändrad, reporäntebanan och den prognos som finns i utkastet till penningpolitisk rapport. Programmet för köp av värdepapper löper ut vid årsskiftet. Jag stödjer därför även förslaget att köpa obligationer till ett belopp om 37 miljarder i första kvartalet 2022 för att kompensera för kommande förfall.

Sedan det senaste penningpolitiska mötet har återhämtningen i svensk och global ekonomi fortsatt, men framöver väntas tillväxten gå in i en lugnare takt. I närtid dämpas återhämtningen av bland annat höga energipriser, flaskhalsar i produktionen, och att smittspridningen har ökat igen. Samtidigt har inflationen stigit i Sverige och i omvärlden.

I Sverige har utfallen för inflationen varit i linje med Riksbankens prognos, men i både euroområdet och USA har inflationsuppgången varit större än väntat. I utkastet till penningpolitisk rapport finns en detaljerad och välgjord analys av vad som driver inflationen i Sverige och i omvärlden. Jag kommer därför inte gå igenom siffrorna för utfallen. Istället vill jag ge min syn på hur prognosen och riskbilden för inflationen påverkar de penningpolitiska övervägandena framöver.

Inflationen ligger nu nära Riksbankens mål under hela prognosperioden och inflationsförväntningarna är väl förankrade i linje med inflationsmålet. Även om inflationen under enstaka månader är tydligt över målet väntas KPIF-inflationen för helåret 2021 bli 2,3 procent. Sedan väntas inflationen falla tillbaka under 2022 innan den stiger och förväntas vara nära målet på några års sikt.

Prognosen får stöd av att det främst är stora svängningar i energipriser som drivit upp inflationen. Ökningstakten i varupriserna har varit låg och stabil, trots störningar i globala värdekedjor och ökade kostnader för insatsvaror. Däremot har ökningstakten i tjänstepriserna stigit under de senaste månaderna. Tjänstepriser reflekterar det inhemska resursutnyttjandet i något större utsträckning än energi- och varupriser. Framöver bör vi vara uppmärksamma på om det underliggande inflationstrycket stiger mer än väntat.

För att få en bra bild av vad som driver inflationen under prognosperioden behöver vi fortsätta att utveckla inflationsprognoserna. Låt mig nämna tre områden som jag tror kommer vara extra viktiga under kommande år som inte var lika mycket i fokus för några år sedan: pandemins långsiktiga effekter, klimatförändringar och finanspolitik.

För det första, pandemins kortsiktiga effekter på mätproblem med inflationen, restriktioner och utbudsstörningar är väl analyserade. Dessa kommer att klinga av över tid. Men min bedömning är att pandemin även på längre sikt kommer att leda till förändrade beteenden hos hushåll och

företag som kan påverka inflationen. Det kan exempelvis ske genom ändrade globala värdekedjor, en tilltagande globalisering av tjänstesektorn och ändrade konsumtionsmönster bland hushåll.

För det andra, klimatförändringar påverkar inflationen redan idag i flera länder; forskning visar exempelvis att mer frekvent extremväder leder till högre livsmedelspriser och energipriser.⁸

Under kommande år är det möjligt att nödvändiga policyåtgärder för att motverka klimatförändringar också kan påverka inflationen, exempelvis genom att fler länder inför koldioxidskatter och/eller handel med utsläppsrätter. Inflationen kan också bli mer volatil och svår att prognostisera när allt fler länder och sektorer påverkas av både extremväder och klimatåtgärder.⁹

För det tredje, i en värld med låga globala realräntor (se fördjupning i den penningpolitiska rapporten), behövs mer analys av samspelet mellan finanspolitik och penningpolitik och hur det påverkar inflationen. Många länder har under pandemin gått mot en mer expansiv finanspolitik. För utsikterna för inflationen spelar det roll om finanspolitiken snabbt stramas åt eller om den behåller en mer expansiv inriktning. Innehållet i finanspolitiken spelar också roll, exempelvis om länder fokuserar på kortsiktiga konjunkturstimulanser eller om de istället satsar på strukturreformer som stärker ekonomins långsiktiga tillväxtpotential. Finanspolitiken i omvärlden och dess effekter på inflationen kan påverka Sverige genom importerad inflation.

För Riksbanken innebär det att vi kommer att behöva fortsätta att utveckla vår analys inom dessa områden för att prognostisera vad som driver inflationen. Relaterat till detta är utvecklingen i global realräntor, vilket påverkar centralbankers handlingsutrymme och de penningpolitiska verktygen. Jag vill varmt rekommendera båda fördjupningarna i utkastet till den penningpolitiska rapporten som läsvärda exempel på denna typ av analys.

Det leder mig in på de penningpolitiska övervägandena vid dagens möte. Jag tycker att det är en väl avvägd penningpolitik att gradvis gå mot en mindre expansiv penningpolitik under prognosperioden. De beslut och den prognos för penningpolitiken vi har vid dagens möte är konsistent med en inflation som är vid målet även på längre sikt. Jag stödjer därför att lämna styrräntan oförändrad vid dagens möte och att reporäntebanan signalerar en höjning först efter att obligationsköpen har trappats ned ytterligare.

⁸ Se exempelvis A. Heinen, J. Khadan, och E. Strobl (2019), "The Inflationary Costs of Extreme Weather in Developing Countries", *The Economic Journal*, 129 (1619), sid. 1327-1342. H.S. Kim, C. Matthes, och T. Phan. (2021), "Extreme Weather and the Macroeconomy", Working Paper No 21-14, Federal Reserve Bank of Richmond. M. Parker, (2018), "The impact of disasters on inflation", *Economics of Disasters and Climate Change*, 2(1), sid. 21-48. G. Peersman (2018), "International food commodity prices and missing (dis)inflation in the euro area", CESifo Working Paper, No 7338, CESifo.

⁹ Mer information och referenser till forskning kring detta finns i mitt anförande till ECB Forum i Sintra den 29 september.

Vid det förra penningpolitiska mötet avslutades flera av de krisåtgärder som infördes under mars 2020. Med dagens beslut tas ytterligare några steg i denna riktning då programmet för köp av obligationer löper ut vid årsskiftet och vi inte längre kommer att erbjuda köp av företagscertifikat. Under 2022 förfaller dock drygt 150 miljarder av Riksbankens samlade innehav av obligationer. För att kompensera för kommande förfall återinvesteras 37 miljarder under det första kvartalet, vilket är nära den nivå på 38,5 miljarder per kvartal som skulle krävas för att fullt ut kompensera för förfall under 2022.

De 37 miljarderna fördelas mellan köp av stats- och kommunobligationer för totalt 24 miljarder att jämföra med köp av privata värdepapper (säkerställda och företagsobligationer) som uppgår till totalt 13 miljarder. I takt med att konjunkturen stärkts har behovet att stötta marknadernas funktionalitet minskat. Det är därför rimligt att Riksbankens köp i högre utsträckning inriktas på värdepapper utgivna av stat och kommuner. Om denna fördelning av återinvesteringar upprätthålls innebär det att innehavet av privata värdepapper trappas ned snabbare än innehavet av obligationer utgivna av stat och kommun.

Vår prognos för innehavet av värdepapper är att det kommer att vara ungefär oförändrat under 2022 och att det därefter gradvis ska minska. Min bedömning är att det kan vara lämpligt att trappa ner på återinvesteringarna ytterligare under 2022, men att det är rimligt att fatta beslut för ett kvartal i taget.

Låt mig sammanfatta genom att upprepa något jag lyft fram vid de senaste mötena; både reporäntebanan och planen för återinvesteringar är en prognos och inte ett löfte. Vi kommer att anpassa penningpolitiken till förändrade konjunktur- och inflationsutsikter om så behövs. Det är rimligt att fokus för tillfället är på risk för högre inflation. Men de senaste årens tvära kast i både tillväxt och inflation medför att det för mig är viktigt att påminna om att vi alltid har beredskap att justera expansiviteten i båda riktningarna.

Förste vice riksbankschef Cecilia Skingsley:

Jag ställer mig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad samt utkastet till ny penningpolitisk rapport, inklusive prognosen för reporäntan. Jag ställer mig också bakom förslagen till beslut enligt protokollsbilaga B om köp av värdepapper under första kvartalet 2022.

De senaste två åren har pandemin lett till dramatiska svängningar i den globala ekonomin. Efterfrågan på såväl varor som tjänster har varierat snabbt. Produktionen och varuhandeln har begränsats av brist på insatsvaror och av att fraktbolagen har haft svårt att anpassa sitt utbud till efterfrågan.

När efterfrågan på tjänster har ökat snabbt har det på många håll uppstått flaskhalsar även i tjänsteproduktionen, eftersom personal har flyttat till andra sektorer eller lämnat arbetskraften. Utbudsstörningarna skapar motvind för tillväxten under det andra halvåret i år men under nästkommande år väntas dessa problem avta gradvis, när konsumtionsmönstren blir mer normala, efterfrågan växer långsammare och produktionskapaciteten anpassas.

Förutsättningarna för en fortsatt god konjunktur de närmaste åren bedöms överlag vara goda – såväl i Sverige som i omvärlden.

De dramatiska svängningarna i den ekonomiska aktiviteten har också smittat av sig på prisutvecklingen. Svårigheterna att möta den snabbt stigande efterfrågan på varor har lett till kraftiga uppgångar i råvaru- och transportpriser, vilket också med viss fördröjning medfört att producentpriserna stigit. Svag prisutveckling tidigare under pandemin har också reverserats när verksamheter öppnat upp. I USA har varupriserna stigit snabbt, liksom också priserna i vissa tjänstebranscher som var stängda under pandemin. Detta har medfört att även kärninflationen har ökat påtagligt.

I Sverige och euroområdet har effekterna på konsumentpriserna hittills huvudsakligen begränsats till snabbt stigande energipriser. Prisuppgångarna har försämrat köpkraften för hushållen, men ett högre sparande under de tidigare nedstängningsperioderna ger ändå hyggliga förutsättningar för fortsatt god konsumtion.

Den svenska inflationen har stigit och nådde i oktober 3,1 procent. De höga energipriserna prognostiseras hålla KPIF-inflationen hög även under kommande månader. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi uppgick till 1,8 procent, och medianen av de sju mått på underliggande inflation som Riksbanken löpande följer låg på 2,1 procent.

Tidigare erfarenheter talar för att den nuvarande höga inflationen inte kan åtgärdas genom att penningpolitiken görs stramare i närtid. Penningpolitiken verkar ju med fördröjning. Den bästa insatsen för den ekonomiska utvecklingen gör penningpolitiken istället genom att stabilisera inflationen framåt i tiden.

För att bedöma om penningpolitiken behöver ändras blir nyckelfrågan därför följande: vad talar för att den nuvarande inflationstakten blir varaktig?

För att redogöra för min syn på detta tar jag upp två centrala faktorer: energipriserna och det allmänna kostnadstrycket.

Till att börja med drivs den faktiska inflationen upp av energipriserna. För att bedöma energiprisernas utveckling framåt är terminspriserna på energimarknaderna en viktig ledtråd. Dessa indikerar att priserna inte väntas fortsätta stiga framöver. Bidraget från energipriserna till

inflationen sjunker därmed under loppet av 2022, vilket är en viktig anledning till att inflationen i Sverige väntas sjunka tillbaka under 2-procentsmålet igen.

Men även inflationen mätt med KPIF exklusive energi har stigit till nivåer nära målet. Det handlar bland annat om indirekta effekter från de högre energipriserna. För att inflationen mer varaktigt ska vara nära 2 procent behövs däremot en mer bestående uppgång i kostnadstrycket. I USA har löneökningstakten växlat upp, men i andra länder som är viktiga för svensk handel finns få tecken på högre löneinflation. Generellt avviker inte löneförväntningarna från det normala. För svensk del krävs lönekrav på högre nivåer än vad som nu ligger i Riksbankens prognoser, för att risken för varaktigt högt kostnadstryck ska materialiseras. I dagsläget går det inte att göra gällande att denna grundläggande faktor för kostnadstrycket egentligen har förändrats.

Riksbankens huvudscenario bygger på bedömningen att de prishöjningar som observerats på senare tid är kopplade till pandemin och därför inte kommer att följas av nya prishöjningar när utbudet och efterfrågan stabiliserats.

Inflationsförväntningarna har också stigit, men i huvudsak handlar det om förväntningar på kortsiktig inflation och jag bedömer att de mer långsiktiga inflationsförväntningarna i Sverige fortfarande är tillfredsställande.

När jag blickar ut i ett längre perspektiv, 12-24 månader ut från i dag, noterar jag att genomsnittsinflationen väntas ligga på 1,69 procent för KPIF och på 1,85 procent för KPIF rensat för energipriser.

Utifrån den samlade inflationsbilden vill jag nu beskriva min penningpolitiska bedömning som ligger till grund för dagens ställningstagande.

Till att börja med så vill jag säga att är jag ödmjuk. Även om pandemin antas ha marginella effekter på svensk efterfrågan framöver är den alltså en stor riskfaktor. Inflationsutvecklingen har i många länder gett upphov till de svåraste penningpolitiska avvägningarna vi har sett på lång tid. De internationella finansiella förhållandena är fortsatt expansiva och kreditförsörjningen fungerar väl. Men inflationsutvecklingen skiljer sig mellan länder, vilket lämnar utrymme för många olika penningpolitiska ställningstaganden. Så även om den makroekonomiska prognosen som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport bedöms som den mest sannolika, kan den internationella händelseutvecklingen ändå överraska och leda till volatilitet som också påverkar svenska förhållanden och ytterst svensk penningpolitik.

Riksbanken har under coronakrisen köpt olika typer av tillgångar. Syftet har varit att hålla ränteläget allmänt lågt, men också att säkerställa att funktionaliteten upprätthålls på alla marknader så att penningpolitikens genomslag fungerar. Det var något som inte var fallet på

marknaden för företagsobligationer under en längre tid 2020. De nuvarande konjunktur- och inflationsutsikterna ger i vart fall övertygande argument att vid årsskiftet avsluta det köpprogram som initierades i mars 2020.

Därefter förordar jag en försiktig approach. Givet inflationsprognosen för de kommande tre åren behöver värdepappersinnehavet vara oförändrat under 2022. När en avveckling av portföljen väl inleds behöver den ske gradvis och på ett förutsägbart sätt.

Givet att kostnadstrycket gradvis stiger under prognosperioden är en högre reporänta efter 2023 fullt rimlig.

Ändras konjunkturutsikterna på ett sådant sätt att en annan penningpolitik är motiverad, än den som beslutas idag, ser jag att reporäntan är det primära verktyget, framför att göra specifika ändringar i värdepappersportföljen, utöver prognostiserad neddragning. Skälet till detta är att vi har mer kunskap om hur styrränteförändringar påverkar den samlade ekonomin jämfört med köp, förvaltning och förfall av räntebärande värdepapper.

Avslutningsvis vill jag lyfta fram den fördjupning om globala realräntor som finns med i utkastet till penningpolitisk rapport. Den ger en god överblick över drivkrafterna för realräntor. Analysen stärker mig i min uppfattning att det är viktigt att inte ha för bråttom med en penningpolitisk åtstramning.

Skälet, i korthet, är att på lång sikt bestäms nivån på reporäntan av den internationella realräntan plus nivån på inflationsmålet. Med varaktigt låg realränta får Riksbanken i en framtida lågkonjunktur svårt att stimulera ekonomin tillräckligt mycket enbart med hjälp av reporäntan. Med det begränsade svängrummet är det därför viktigt att inte ha för bråttom att strama åt. Utrymmet att rätta till det, om det skulle visa sig felaktig, är helt enkelt mycket begränsat.

Riksbankschef Stefan Ingves:

Jag ställer mig bakom de bedömningar som görs i utkastet till penningpolitisk rapport, det vill säga att lämna reporäntan kvar på noll procent och att under det första kvartalet 2022 köpa svenska obligationer utgivna av staten, kommuner, regioner, Kommuninvest, icke-finansiella företag och säkerställda obligationer till ett nominellt belopp om 37 miljarder kronor, samt att köpa statskuldväxlar så att Riksbankens innehav upprätthålls kring 20 miljarder kronor.

Värdepappersköpen genomförs för att kompensera för värdepapper som förfaller, och innebär att Riksbanken fortsätter att ha en närvaro i marknaden även efter att det program för köp av värdepapper som inleddes i mars 2020 löper ut nu i slutet av året. Jag ställer mig också bakom förslaget till reporäntebana, som ligger kvar på noll under större delen av prognosperioden, och med en viss uppgång under senare delen av 2024. Sammantaget innebär det här att

penningpolitiken, i dess olika delar, ger fortsatt stöd åt den ekonomiska utvecklingen och att inflationen på sikt utvecklas i linje med vårt inflationsmål.

Coronapandemin fortsätter att vara en central omvärldsfaktor för den globala ekonomiska utvecklingen. Jämfört med situationen för ett år sedan är nu läget i många delar av världen väsentligt mycket bättre tack vare vaccinationsprogrammen. Men vi behöver nog räkna med att pandemin kan fortsätta att påverka den ekonomiska utvecklingen på olika håll i världen - ibland mer, ibland mindre - under flera år framöver. Skälet till det är att smittspridningen fortfarande inte är under kontroll, vare sig i Europa eller andra delar av världen. Men för de avancerade ekonomierna är effekterna på den ekonomiska utvecklingen väsentligt mycket mindre nu än i början av pandemin. I vår prognos antas pandemin ha små effekter på efterfrågan framöver.

Den ekonomiska utvecklingen präglas fortfarande av den stora ekonomiska chock som pandemin innebar. De höga tillväxtsiffror som vi sett under 2021 är i mångt och mycket en anpassning tillbaka till tidigare tillväxtbanor, och inte ett tecken på att högre tillväxttakter varaktigt är att vänta framöver. Och utbudet på flera marknader har haft svårt att svara mot en snabbt stigande efterfrågan. Resultatet har blivit högre priser på till exempel energi, vilket i sin tur lett till inflationsuppgångar globalt. Men i stora drag ser den ekonomiska utvecklingen i vår omvärld gynnsam ut.

Tillväxten i de länder som är Sveriges viktigaste handelspartners (KIX-länderna) väntas i år vara över 5 procent, och över 4 procent 2022. Utbudsbegränsningar och flaskhalsar ger i några länder en extra skjuts åt inflationstakten i år och under 2022. I takt med att utbudsstörningarna gradvis klingar av väntar vi oss att den KIX-vägd inflationen går tillbaka till ca 2 procent under prognosperioden.

I Sverige ser den ekonomiska utvecklingen stark ut. Efterfrågan har stigit snabbt under året. Men på olika håll finns utbudsproblem, med brist på insatsvaror och arbetskraft. Det är svårt att veta hur länge begränsningarna kommer att bestå men vår bedömning är att situationen gradvis normaliseras under 2022. För helåret 2021 väntar vi oss nu en tillväxt på drygt 4,5 procent, nästa år 3,8 procent och en mera vanlig tillväxt kring 2 procent 2023.

Utvecklingen på arbetsmarknaden ser också stark ut. Sysselsättningen steg snabbt under det tredje kvartalet och ligger nu över nivån före pandemin. Anställningsplaner fortsätter att peka på en god efterfrågan på arbetskraft. Men arbetslösheten fortsätter att vara hög, även om olika statistikkällor fortfarande ger olika bild av utvecklingen. Enligt AKU är arbetslösheten fortfarande högre än före pandemin, medan statistik från Arbetsförmedlingen tyder på att arbetslösheten är tillbaka på nivåer som rådde före krisen. Oavsett statistikkälla är det särskilt viktigt att långtidsarbetslösheten inte biter sig fast på höga nivåer.

Det senaste utfallet för KPIF-inflationen mätte 3,1 procent, vilket var i linje med vår prognos från den penningpolitiska rapporten i september. En stor del av uppgången i inflationen under det gångna året kan förklaras av snabbt stigande energipriser. I vår prognos antar vi att energipriserna ligger kvar på höga nivåer vilket innebär att KPIF-inflationen väntas ligga kring 3 procent under resten av året och första hälften av 2022, för att sedan falla under vårt mål på två procent. Därefter, under 2023 och 2024 stiger inflationen åter till 2 procent i takt med att vi räknar med en fortsatt god ekonomisk utveckling. Vår prognos för KPIF-inflationen innebär med andra ord en rätt krokig bana, vilket beror på den mycket ojämna utvecklingen av energipriser.

Låt mig kort nämna något om osäkerheten i prognosen. De ekonomiska effekterna av pandemin är numera milda i Sverige och andra utvecklade ekonomier, vilket beror på högre vaccinationsgrad och större vana att arbeta även med de restriktioner som finns kvar. Och pandemin är därför inte längre lika dominerande som källa till osäkerhet. Osäkerheten i våra ekonomiska prognoser har skiftat fokus och gäller nu bland annat inflationen i de stora ekonomierna. I vår prognos antar vi att den inflationsuppgång som skett i år inte är permanent. Men skulle till exempel långsiktiga inflationsförväntningar stiga kan den faktiska inflationen bita sig kvar på höga nivåer. Detta gäller kanske främst USA, där inflationsuppgången är mer bred än i till exempel euroområdet, och där omfattande finanspolitiska åtgärder haft stor effekt på efterfrågan.

Låt mig nu säga några ord om den svenska penningpolitiken. Man skulle kunna säga att den nu mera tydligt går in i en ny fas. Bakom oss ligger en period präglad av pandemin, först med akuta krisåtgärder för att i ett kritiskt läge stabilisera finansiella marknader och kreditförsörjningen, därefter med alltmer framåtblickande åtgärder för att behålla expansiva finansiella förhållanden i syfte att bidra till den ekonomiska återhämtningen. Nu går vi tillbaka till lite mer direkt fokus på inflationsutvecklingen, även om alla åtgärder som Riksbanken vidtog under pandemin också bidrog till att säkra förtroendet för inflationsmålet. Den expansiva penningpolitik som beskrivs i utkastet för penningpolitisk rapport behövs för att se till att inflationen varaktigt utvecklas i linje med vårt inflationsmål på två procent. Och penningpolitiken består av flera delar, dels att vi bibehåller storleken på innehavet av obligationer under 2022, dels att reporäntan hålls kvar på noll procent under större delen av prognosperioden.

Den räntebana som finns med i utkastet till penningpolitisk rapport indikerar att reporäntan sakta börjar höjas i slutet av prognosperioden. Det är förstås oerhört svårt att göra precisa prognoser så långt in i framtiden. Men det speglar en slags förväntan om normalitet, och att en reporänta på noll procent inte är normal på längre sikt. Det kan vara värt att notera att om reporäntan höjs under det fjärde kvartalet 2024 är reporäntan då över noll för första gången på

10 år. Räntan sänktes som bekant till noll i oktober 2014, var negativ från februari 2015 till december 2019, och har varit noll sedan dess.

Låt mig avslutningsvis kort resonera om några viktiga förutsättningar för svensk penningpolitik. En sådan är omvärldsutvecklingen, och där har jag redan varit inne på att vi antar att omvärldsinflationen endast tillfälligt är hög. Men skulle penningpolitiken i omvärlden bli mindre expansiv än vad som nu antas i utkastet till penningpolitisk rapport finns, enligt min mening, inga skäl att snabbt lägga om svensk penningpolitik. Med vår historia av låg svensk inflation behöver penningpolitiken fortsättningsvis vara fokuserad på att se till att inflationen varaktigt utvecklas i linje med inflationsmålet. Det sker med en kombination av nollränta och en stegvis och försiktig reduktion av våra balansräkningsåtgärder.

Vice riksbankschef Henry Ohlsson:

Inledningsvis vill jag säga att jag ställer mig bakom att lämna reporäntan oförändrad vid noll och att hålla reporäntebanan horisontell de kommande åren för att sedan låta den stiga under senare delen av 2024. Jag ställer mig också bakom förslagen vad gäller värdepappersköp som finns i protokollsbilaga B.

Den ekonomiska situationen i Sverige har kontinuerligt förbättrats under 2021. De branscher som har varit begränsade i sina verksamheter av de restriktioner som regering och myndigheter har ålagt dem har nu kunnat utvecklas på samma goda sätt som övriga branscher.

Svensk BNP väntas stiga med 4,7 procent under 2021 jämfört med 2020 enligt utkastet till penningpolitisk rapport. För 2022 är prognosen för tillväxten 3,8 procent. Detta är en upprevidering jämfört med den penningpolitiska rapporten i september då BNP-tillväxten under 2022 prognosticerades till 3,6 procent.

En fundamental utgångspunkt för penningpolitiken är att KPIF är målvariabel för penningpolitiken sedan 2017. Vid den senaste inflationsmätningen i oktober låg den årliga ökningstakten för KPIF på 3,1 procent. Det glidande medelvärdet över tolv månader för KPIF-inflationen låg på 1,8 procent i oktober. Det är under inflationsmålet på 2 procent men det glidande medelvärdet har stigit trendmässigt och snabbt hittills under året. Om man skriver fram det glidande tolv månadersmedelvärdet med de månatliga prognoserna för KPIF-inflationen i utkastet till penningpolitisk rapport stiger det glidande medelvärdet över 2 procent redan i november. Givet prognosen för KPIF-inflationen blir det glidande medelvärdet klart över 2 procent under hela 2022.

Enligt den senaste månadsstatistiken från Arbetsförmedlingen var det genomsnittliga antalet inskrivna arbetslösa i relation till den registerbaserade arbetskraften 7,3 procent i oktober 2021.

Det var en minskning med hela 1,5 procentenheter jämfört med samma månad ett år tidigare då motsvarande tal låg på 8,8 procent. Efter en topp under andra halvåret 2020 är arbetslösheten klart lägre än för ett år sedan. I ett historiskt perspektiv är nedgången snabbare än vid tidigare förbättringar av läget på arbetsmarknaden.

Medlemmarna i arbetslöshetskassorna kan anses ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden. I oktober 2021 låg andelen öppet arbetslösa medlemmar i arbetslöshetskassorna på 2,8 procent. Samma månad ett år tidigare var andelen 4,1 procent. Efter en topp under andra halvåret 2020 är arbetslösheten mätt på detta sätt också klart lägre än för ett år sedan.

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 5,2 procent i utkastet till penningpolitisk rapport. I samma utkast redovisas en prognos för 2022 på 4,1 procent. Prognoserna är höga tal som vittnar om en stark återgång efter ett svårt 2020.

Den KIX-vägda inflationstakten i omvärlden var 1,1 procent under 2020. Prognoserna för 2021 och 2022 i utkastet till penningpolitisk rapport är betydligt högre, 2,6 procent respektive 2,7 procent. Det handlar om avsevärda upprevideringar jämfört med den penningpolitiska rapporten i september.

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 under det senaste året trots de ekonomiska svårigheterna. De senaste månadsmätningarna visar att inflationsförväntningarna är i klart stigande. Den senaste femårsmätningen för penningmarknadsaktörer från november ligger på 2,0 procent i medeltal.

Vi har under relativt lång tid sett en snabb ekonomisk återgång i Sverige och i omvärlden efter den kraftiga minskningen i den ekonomiska aktiviteten under våren 2020. Prognoser revideras upp hela tiden. BNP-tillväxten är snabb. Arbetslösheten går ner, men det är givetvis önskvärt att den går ner ytterligare. KPIF-inflationen stiger trendmässigt och förväntas att, mätt som ett glidande medelvärde, ligga klart över inflationsmålet under hela 2022. Inflationsförväntningarna ligger kring inflationsmålet och är, om något, stigande.

Den avgörande frågan är om den uppgång i inflation som vi ser i omvärlden och i Sverige är tillfällig eller mer varaktigt. Jag anser att den bästa prognosen idag är att inflationsuppgången är tillfällig. Men, som framgår av utkastet till penningpolitisk rapport, om utbudsproblemen blir mer utdragna kan slutsatsen bli en annan. Om inflationsförväntningar och lönekrav påverkas av den stigande inflationen kan det som vi idag ser som tillfälligt bli mer varaktigt. Den svenska inflationen är inte heller isolerad från den i omvärlden. Om inflationen i omvärlden blir mer varaktigt kommer inflationen i Sverige att påverkas i stigande riktning.

De värdepappersköp som beslutades på det penningpolitiska mötet i november 2020 kommer att slutföras under det fjärde kvartalet 2021. Idag fattas beslut om obligationsköp under första kvartalet 2022 om 37 miljarder kr för att kompensera för förfall under det kommande året. Jag skulle inte invänt om köpen av säkerställda obligationer och företagsobligationer hade varit något lägre. Givet den osäkerhet som vi ser anser jag att det är välavvägt att nu begränsa de konkreta köpplanerna till första kvartalet.

Reporäntebanan föreslås nu stiga från noll mot slutet av prognosperioden. Med tanke på den utveckling vi har sett och de prognoser som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport anser jag att denna förändring av reporäntebanan är önskvärd.

Sammanfattningsvis, jag ställer mig alltså bakom att lämna reporäntan oförändrad vid noll och att hålla reporäntebanan horisontell fram till och med första kvartalet 2024 för att sedan låta reporäntebanan stiga. Jag ställer mig också bakom förslagen vad gäller värdepappersköp som finns i protokollsbilaga B. Konjunkturbilden och prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport ställer jag mig också bakom.

Vice riksbankschef Martin Flodén:

Det här har varit en ovanligt intressant och innehållsrik penningpolitisk runda med många frågor att analysera och ta ställning till. Utvecklingen för pandemin är fortfarande osäker.

Vaccinationerna fortsätter i god takt på många håll, och i Sverige har restriktionerna fortsatt att lättas upp, ungefär enligt tidigare plan. Samtidigt ser vi att smittspridningen tar ny fart och att nya restriktioner införs i vissa länder.

I realekonomin ser vi fortfarande många områden där efterfrågan är stark samtidigt som utbudet begränsas av olika störningar och flaskhalsar. Detta gäller även arbetsmarknaden där vi ser brist på arbetskraft i flera branscher, bland annat tjänstebanscher som nu öppnar upp efter tidigare nedstängningar.

För centralbanker är förstås inflationsutvecklingen särskilt intressant. Inflationen har stigit snabbt i de flesta länderna. Inflationsuppgången i Sverige har varit helt i linje med såväl vår

septemberprognos som andras prognoser. Men i flera andra länder har inflationen stigit betydligt mer, och dessutom mer än förväntat.

Mycket av inflationsuppgången drivs av att energipriserna har stigit snabbt, men i vissa länder syns också tydliga effekter från högre priser på varor och tjänster, och en del tecken på att lönerna ökar snabbare.

Allt det här har lett till en hel del uppmärksamhet på de finansiella marknaderna och i media. Diskussionen har snabbt skiftat från att handla om ett lågt inflationstryck och låga räntor till att fokusera på riskerna för att inflationen ska bita sig fast på höga nivåer och att det ska uppstå problematiska pris- och lönespiraler.

Som en följd indikerar marknadsprissättningen nu att centralbankerna kommer att höja sina styrräntor betydligt snabbare än vad prissättningen indikerade vid vårt förra penningpolitiska möte, och i många fall också jämfört med vad centralbankerna själva kommunicerar.

Vi har sett det här skiftet i prissättning även i Sverige, trots att inflationsutvecklingen här har varit helt i linje med tidigare förväntningar och trots att den underliggande inflationen fortfarande är låg.

Min bedömning av inflationsläget i Sverige överensstämmer till fullo med beskrivningen och analyserna i utkastet till penningpolitisk rapport. Det mesta tyder alltså på att inflationen i Sverige tillfälligt hålls uppe av energipriser som har stigit men som inte väntas fortsätta uppåt i samma takt; mer troligt stannar energipriserna kvar kring de nuvarande höga nivåerna de kommande åren. När energiprisernas bidrag avtar behöver inflationstrycket bli högre än under det senaste decenniet för att inflationen ska nå upp till målet. Det är alltså bra om den tillfälligt höga inflationen medför vissa spridningseffekter, till exempel via inflationsförväntningar och löneanspråk. Men vår bedömning är att spridningseffekterna i Sverige blir begränsade och inte särskilt persistenta. Räntorna behöver därför troligen vara kvar runt dagens nivåer flera år framåt för att inflationstrycket mer varaktigt ska lyftas till en nivå som är förenlig med inflationsmålet.

Prognosen för reporäntan i utkastet till penningpolitisk rapport indikerar nu att det mest troligt blir lämpligt att höja reporäntan under andra halvåret 2024. Det är en bedömning som jag står helt bakom, men bedömningen bygger på att inflationen och konjunkturen utvecklas i linje med vår prognos. I så fall kommer inflationen att ligga strax över inflationsmålet under 2024 samtidigt som konjunkturen är stark. Utan en räntehöjning skulle då inflationen riskera att bli allt för hög under åren bortanför vår prognoshorisont.

Det här är förstås en bedömning som är förknippad med stor osäkerhet. Om den höga inflationen leder till påtagliga spridningseffekter som visar sig genom kompensationskrav, betydligt snabbare

löneökningar och oroande höga inflationsförväntningar kommer räntan behöva höjas tidigare. Om å andra sidan utvecklingen under 2024 inte tyder på att inflationstrycket fortsätter uppåt kan det mycket väl bli motiverat att hålla kvar räntan på noll en ännu längre tid än vad vår prognos nu indikerar.

Trots den här osäkerheten bedömer jag, liksom vid det förra penningpolitiska mötet, att sannolikheten för att en ränteförändring ska bli motiverad under första halvan av prognosperioden är liten; det skulle behövas ganska stora förändringar i bedömningen av inflationstrycket för att motivera en lägre eller högre reporänta.

Jag ska också kommentera våra tillgångsköp. Bakgrunden till beslutet idag är att det program för tillgångsköp som direktionen beslutade i november 2020 löper ut vid årsskiftet. Vi beslutar nu att köpa obligationer för 37 miljarder kronor under första kvartalet 2022, en köptakt som ungefär motsvarar de genomsnittliga förfallen av obligationer per kvartal i vår portfölj under nästa år.

Jag reserverade mig i november 2020 när vi fattade beslutet om det köpprogram som nu löper ut. Jag tycker fortfarande att vi har haft ett onödigt omfattande köpprogram under 2021. Jag tror att vi hade kunna upprätthålla ungefär lika expansiva finansiella förhållanden med ett mindre köpprogram, och jag ser flera problem med den stora portfölj som vi nu har byggt upp. Men trots detta ställer jag mig bakom förslaget att köpa obligationer för 37 miljarder kronor nästa kvartal.

Förslaget innebär att köpen nästa kvartal blir påtagligt mindre än i nuvarande kvartal där obligationsköpen uppgår till 68,5 miljarder kronor. En ännu större nedtrappning skulle kunna skapa onödigt osäkerhet. Med en gradvis nedtrappning kan vi dessutom se hur marknaderna reagerar på förändringen, och sedan anpassa framtida köp till dessa erfarenheter.

Min bedömning idag är att de finansiella förhållandena inte kommer att påverkas påtagligt av den här stora förändringen i köptakten. Om det stämmer kommer jag troligen att förespråka en viss ytterligare nedtrappning under de kommande kvartalen.

Jag vill avslutningsvis diskutera hur jag ser på köpen av de olika tillgångarna i vår portfölj. Det här har relevans både för den nedtrappning som vi nu planerar för första kvartalet nästa år – där fördelningen av köp ändras en del jämfört med de senaste kvartalen – och till min förhoppning att vi ska kunna fortsätta nedtrappningen under resten av 2022.

Låt mig börja med köpen av företags- och bostadsobligationer. Beslutet idag innebär att köpen av företagsobligationer förblir blygsamma och att köpen av bostadsobligationer minskar påtagligt, från 45 miljarder kronor det här kvartalet till 12 miljarder kronor nästa kvartal. Jämfört med våra andra tillgångsköp är det lättare att förstå hur köp av dessa tillgångar påverkar den ekonomiska utvecklingen. De här obligationerna har en nära koppling till finansieringen av såväl företag som

hushåll och de har löptider som det är relevant att påverka räntan på. Dessutom medför köp av de här obligationerna att privat risk lyfts bort från marknaden.

Men samtidigt är det önskvärt att prissättningen av risk, och särskilt risk på privata tillgångar, främst lämnas till marknaden. I möjligaste mån bör Riksbanken därför undvika att köpa privata tillgångar. Därför tycker jag att det är bra att vi snabbt trappar ner köpen av bostadsobligationer nu när ekonomin generellt, och i synnerhet bostadsmarknaden, har återhämtat sig väl efter pandemin. Under 2022 tror och hoppas jag att vi även kommer kunna minska eller helt avsluta köpen av företagsobligationer.

Låt mig nu övergå till köpen av statsobligationer. De här köpen borde i princip vara mindre problematiska än köp av privata tillgångar. Men den svenska statskulden är liten, och därmed är även marknaden för statsobligationer liten. Dessutom väntas utbudet av statsobligationer minska ytterligare under nästa år samtidigt som Riksbanken redan äger en stor andel av den utestående stocken, särskilt på korta och medellånga löptider.

Fortsatta köp av statsobligationer måste vägas mot flera faktorer. Vilka positiva effekter kan vi uppnå om vi köper obligationer med lång löptid, med tanke på att såväl hushåll som företag i Sverige främst lånar med korta räntebindingstider? Hur påverkas marknadens funktions sätt om Riksbankens ägarandel ökar ytterligare? Tål Riksbankens balansräkning den ränterisk som följer av ytterligare köp, särskilt med tanke på att obligationerna är dyra och att ränterisken blir ännu påtagligare om vi köper obligationer med lång löptid?

När jag väger in de här aspekterna ser jag många problem och risker samtidigt som nyttan av fortsatta köp, särskilt av statsobligationer med lång löptid, förefaller vara begränsad. Jag bedömer att det därför kommer vara lämpligt att trappa ner de här köpen under året, och att en sådan nedtrappning inte behöver medföra att de räntor vi bryr oss om stiger nämnvärt.

I november 2020 reserverade jag mig mot förslaget att inkludera statskuldväxlar i köpprogrammet. Lite förenklat kan man säga att vi köper statspapper med tre månaders löptid och ersätter dem med andra statspapper, riksbankscertifikat, med en veckas löptid. Det är svårt att se någon positiv ekonomisk effekt av den här åtgärden. Samtidigt kan man förstås mena att åtgärden är tämligen harmlös, men då bör man i varje fall ha i åtanke att räntan på statskuldväxlarna är betydligt lägre än på riksbankscertifikaten. Vi köper alltså papper som är dyra i förhållande till vår finansieringskostnad.

Till sist ska jag nämna kommunobligationerna. Här ser jag inga tydliga problem med våra köp. Det är bra att vi nu lägger en större andel av våra köp här, men eftersom marknaden är begränsad är det inte självklart att vi skulle kunna utöka köpen ännu mer.

Som jag sa tidigare ställer jag mig bakom förslaget om tillgångsköp första kvartalet 2022 trots de problem och invändningar jag nu har lyft fram. Förslaget medför en avsevärd nedtrappning jämfört med innevarande kvartal. En ännu större nedtrappning på kort tid skulle skapa risker och kunna medföra onödig osäkerhet. Det är bättre att vi utvärderar hur de finansiella förhållandena påverkas av den lägre köptakten innan vi fattar beslut om fortsatta köp.

I utkastet till penningpolitisk rapport skriver vi att prognosen är att värdepappersinnehavet kommer att hållas ungefär oförändrat under 2022. Det är en prognos som jag enbart med tvekan ställer mig bakom. Som jag redan har antytt tror jag att erfarenheterna av de nedtrappade köpen under inledningen av 2022 kommer visa att det är lämpligt att de fortsatta köpen under 2022 blir lite mindre än vad som krävs för att värdepappersinnehavet ska upprätthållas under året.

Men det är viktigt att de finansiella förhållandena förblir expansiva. Det uppnår vi i första hand genom att hålla reporäntan låg och stärka trovärdigheten för vår reporänteprognos, som innebär att reporäntan sannolikt kommer att ligga kvar på noll nästan hela prognosperioden.

Sammanfattningsvis ställer jag mig alltså bakom beslutet att lämna reporäntan på noll, förslaget till prognos för reporäntan och förslaget till beslut om tillgångsköp under första kvartalet nästa år. Jag ställer mig även bakom övriga prognoser och bedömningar i utkastet till penningpolitisk rapport och i protokollsbilagan.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade

- att behålla reporäntan oförändrad på noll procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 1 december 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,
- att offentliggöra det penningpolitiska beslutet och den penningpolitiska rapporten med motivering i ett pressmeddelande torsdagen den 25 november 2021 kl. 9:30,
- att publicera protokollet från dagens sammanträde måndagen den 6 december 2021 kl. 9:30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Paul Elger

Henrik Lundvall

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