



Penningpolitiskt protokoll

juli 2021

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 30 juni beslutade Riksbankens direktion att hålla reporäntan oförändrad på noll procent och den väntas vara kvar på den nivån under den kommande treårsperioden. Direktionen beslutade också att Riksbanken under det fjärde kvartalet ska köpa obligationer till ett sammanlagt nominellt belopp om 68,5 miljarder kronor. Detta innebär att köptakten fortsätter att trappas ner men att ramen för tillgångsköpen på 700 miljarder kronor kommer att utnyttjas fullt ut fram till slutet av 2021.

Pandemins grepp om världsekonomin har lättat under våren och försommaren, och återhämtningen är på god väg. Allt fler är vaccinerade mot covid-19, smittspridningen har dämpats och restriktioner har börjat avvecklas. Men ledamöterna betonade att pandemin inte är över ännu. Återhämtningen går i olika takt i olika delar av världen och det finns nya varianter av viruset som skapar osäkerhet med risk för bakslag.

Ledamöterna konstaterade att konjunktur- och inflationsutsikterna ser ljusare ut. Samtidigt poängterade man att inflationen påverkas av stora variationer i energipriserna samt mätproblem och andra effekter som bedöms vara tillfälliga. Det väntas dröja ytterligare en tid innan inflationen mer varaktigt är nära 2 procent. Flera ledamöter pekade på att inflationen väntas vara något över inflationsmålet i slutet av prognosperioden, men menade att detta inte är ett argument att i dagsläget göra penningpolitiken mindre expansiv. Man betonade att det är viktigt med förankrade inflationsförväntningar i linje med inflationsmålet och med tanke på att inflationen under ganska lång tid i genomsnitt understigit målet skulle en inflation tillfälligt över 2 procent kunna bidra till detta.

Flera ledamöter framhöll att svagare inflationsutsikter än vad som nu ligger i prognosen kan leda till att penningpolitiken blir mer expansiv, till exempel genom en räntesänkning. Särskilt gäller detta om förtroendet för inflationsmålet skulle vara hotat. Men om inflationen skulle riskera att påtagligt och varaktigt överstiga målet kan en mindre expansiv penningpolitik bli motiverad under prognosperioden. Några ledamöter resonerade kring en räntebana som skulle kunna indikera en höjning i slutet av prognosperioden.

Alla ledamöter var överens om att det krävs uthållighet i penningpolitiken för att inflationen varaktigt ska vara nära 2 procent, och stod bakom beslutet att behålla reporäntan oförändrad och prognosen som innebär oförändrad reporänta till tredje kvartalet 2024.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 3

DATUM: 2021-06-30
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

Michael Lundholm, vice ordförande riksbanksfullmäktige, på distans

Robin Ahlén (§ 1-3a), på distans
Björn Andersson
Jeffrey Cheng
Vesna Corbo (§ 1-3a), på distans
Charlotta Edler
Mattias Erlandsson
Pia Fromlet
Anders Gånge (§ 1-3a), på distans
Jesper Hansson
Mia Holmfeldt (§ 1-3a), på distans
Iida Häkkinen Skans (§ 1-3a), på distans
Jens Iversen (§ 1-3a), på distans
Peter Kaplan (§ 1-3a), på distans
Pernilla Meyersson
Ann-Leena Mikiver (§ 1-3a), på distans
Marianne Nessén (§ 1-3a), på distans
Åsa Olli Segendorf (§ 1-3a), på distans
Jessica Penzo
Carl Fredrik Pettersson (§ 1-3a), på distans
Maria Sjödin
Anne-Therése Zetterström

Det antecknades att Björn Andersson och Pia Fromlet skulle sammanställa utkastet till penningpolitiskt protokoll.

§3a. Den ekonomiska utvecklingen

Marknadsutvecklingen sedan det senaste penningpolitiska mötet

Carl Fredrik Pettersson, avdelningen för marknader, inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Sedan det penningpolitiska mötet i april har utvecklingen överlag varit positiv. Räntor på tioåriga statsobligationer har rört sig relativt sidledes medan aktiepriser har fortsatt att stiga något. Utvecklingen på de finansiella marknaderna speglar en förväntan om att den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, och den europeiska centralbanken, ECB, kommer att ta det mycket lugnt med att trappa ned på tillgångsköpen och övriga penningpolitiska stimulanser, vilket även kommunicerats från centralbankerna. Det råder också relativt stor samsyn mellan marknadsaktörer och centralbanker om att den senaste tidens uppgång i inflationen kommer att vara tillfällig. Marknaderna fokuserar snarare på utvecklingen på den amerikanska arbetsmarknaden, vilket också ökar förväntningarna på ett försiktigt agerande från Federal Reserve.

Riskviljan hålls även uppe av förväntningar om en expansiv finanspolitik i USA, och framöver också i Europa. Den senaste tiden har dock förväntningarna på storleken på det amerikanska infrastrukturpaketet justerats ned något. De senaste dagarna har riskviljan och börserna påverkats något negativt av oron för delvarianten av covid-19, exempelvis i Australien, vissa asiatiska länder, Sydafrika samt Storbritannien.

På en global nivå har centralbankerna således fortsatt att stötta utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan aprilmötet. Små steg mot något mindre expansiv penningpolitik globalt har dock kunnat urskönjas. Det mest markanta skiftet har skett i USA efter Federal Reserves senaste penningpolitiska besked som var något svårtolkat för marknaderna. Marknaden har fokuserat på de uppreviderade prognoserna för styrräntan och diskussionen om uppåtriskerna för inflationen. Avkastningskurvan har blivit något flackare, vilket kan tolkas som att man ändå räknar med att inflationsriskerna går att hantera. Marknaden prissätter en första styrräntehöjning från Federal Reserve under 2022. Tre höjningar förväntas ske innan utgången av 2023. Marknadsanalytiker förväntar sig att besked och beslut om nedtrappning av tillgångsköpen kommer att lämnas i slutet av sommaren respektive under slutet av året.

ECB höll vid sitt senaste penningpolitiska besked fast vid sin avsikt att behålla den högre köptakten inom pandemiprogrammet. ECB förväntas köpa tillgångar inom ramen för pandemiprogrammet till och med mars 2022 och styrräntan förväntas enligt marknadsprissättning inte höjas förrän tidigast i mitten av 2023.

Den amerikanska dollarn har förstärkts mot i stort sett alla valutor sedan Federal Reserves senaste penningpolitiska besked. Att ECB förväntas behålla en expansiv penningpolitik längre än Federal Reserve spelar troligtvis roll för dollarns utveckling.

Råvarupriserna – och inte minst oljepriset – har utvecklats mycket starkt sedan det penningpolitiska mötet i april. Utvecklingen har påverkats av samma faktorer som kännetecknat utvecklingen på aktiemarknaderna, det vill säga förväntningar om en stark global återhämtning. Den kraftiga prisuppgången har medfört att kinesiska myndigheter vidtagit åtgärder för att bromsa utvecklingen.

Under april och maj noterades en gradvis starkare krona i takt med att dollarn försvagades. Kronan försvagades dock tydligt mot dollarn efter Federal Reserves senaste besked. Generellt stämningssläge samt utvecklingen i omvärlden tycks spela stor roll för kronans utveckling just nu och inte så mycket inhemska faktorer. I handelsvägda termer har kronan varit relativt oförändrad sedan det penningpolitiska mötet i april.

Liksom i USA har kortare obligationsräntor i Sverige stigit och längre räntor har fallit tillbaka något. Femåriga räntor på statsobligationer, säkerställda obligationer samt företags- och kommunobligationer har sedan förra penningpolitiska mötet varit relativt oförändrade.

Marknadsprissättningen indikerar att Riksbanken håller reporäntan oförändrad till tredje kvartalet 2023. Förväntningar enligt enkäter indikerar en något senare höjning av reporäntan. Sammantaget indikerar såväl förväntningarna enligt marknadsprissättning som enkäter att Riksbanken kommer att höja reporäntan tidigare än Riksbankens egna reporäntebana. Bankanalytiker förväntar sig att reporäntebanan ligger kvar på noll fram till tredje kvartalet 2024, men att möjligheten finns att den kan revideras upp vid det penningpolitiska mötet idag.

Den aktuella penningpolitiska beredningen – nya data och prognos

Mia Holmfeldt, biträdande chef för avdelningen för finansiell stabilitet, redogjorde för prisutvecklingen på bostadsmarknaden och läget i företagssektorn och banksystemet. På bostadsmarknaden har priserna fortsatt att öka. Jämfört med maj 2020 har bostadspriserna ökat med drygt 18 procent, där priserna på villor fortsätter att stiga kraftigast. Villapriserna har ökat med 21,4 procent jämfört med maj 2020. Priserna har ökat i samtliga storstäder och särskilt i Malmö har utvecklingen varit kraftig. Även priserna på bostadsrätter ökar, men i en något mer dämpad takt. I maj var prisökningen på bostadsrätter 12,1 procent jämfört med för ett år sedan.

Prisuppgången generellt, men även tudelningen i utvecklingen av villapriserna jämfört med bostadsrättspriserna, avviker från historiska samband och det är svårt att förklara utvecklingen med faktorer som vanligtvis driver priserna, som till exempel disponibelinkomsterna, räntan och

byggandet. De viktigaste förklaringarna hänger troligen i stället samman med pandemins ovanliga ekonomiska effekter. Att bostadspriserna har stigit under krisen är inte heller unikt för Sverige. Utvecklingen är lik den i andra länder som Danmark, Norge, Storbritannien och USA, vilket talar för att den starka prisutvecklingen har drivits av faktorer som är någorlunda gemensamma snarare än landspecifika.

Antalet konkurser bland svenska företag är fortsatt på låga nivåer och har under april och maj varit något lägre jämfört med motsvarande period åren före pandemin. En viktig förklaring till att konkurserna inte har ökat mer trots krisen är de omfattande stödåtgärder som har satts in på flera politikområden. Men det går inte att utesluta att konkurserna kommer att öka framöver om krisen skulle bli mer utdragen, om återhämtningen tar lång tid eller om stödåtgärderna dras tillbaka för tidigt.

I fastighetssektorn har utvecklingen överlag varit fortsatt stabil under våren. Utvecklingen inom sektorn skiljer sig dock åt beroende på vilken typ av verksamhet som bedrivs i de fastigheter som företagen äger. Företag med fastigheter inom branscher som har påverkats mycket av pandemin har haft det relativt sett svårare. Vissa hotell- och detaljhandelsfastigheter har påverkats negativt samtidigt som det går bra för bostads- och logistikfastigheter. För kontorsfastigheter ser utvecklingen hittills stabil ut. Men beroende på hur behoven av kontor ser ut efter pandemin kan detta ändras.

De svenska storbankernas finansieringskostnader är överlag fortsatt låga. Räntorna på svenska säkerställda obligationer är kvar på låga nivåer, där skillnaden mellan en femårig obligationsränta och motsvarande swapränta är cirka 4 räntepunkter. Detsamma gäller även för de korta interbankräntorna, som speglar lån mellan banker utan säkerhet, som är fortsatt låga. Den svenska internbankräntan Stibor med tre månaders löptid har varit relativt oförändrad den senaste tiden och är strax under 0 procent, vilket är lägre än före pandemin. Den amerikanska motsvarigheten, USD Libor på samma löptid, har kommit ner något den senaste tiden och ligger nu omkring 0,15 procent. Bankernas inlåning från hushåll och företag fortsätter att vara hög, vilket minskar bankernas behov av marknadsfinansiering.

Sammanfattningsvis har storbankerna i Sverige en god tillgång till finansiering till låga kostnader och har även marginal ner till de regleringsmässiga kapitalkraven. Bankerna är fortsatt lönsamma och deras kreditförluster har hittills varit små. Detta gör att de i nuläget bedöms ha goda förutsättningar att låna ut pengar till hushåll och företag.

Mattias Erlandsson, biträdande chef för avdelningen för penningpolitik, redogjorde för den ekonomiska utvecklingen sedan det penningpolitiska mötet den 26 april 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 10 och 11 juni samt den 16 juni. Utkastet till penningpolitisk rapport diskuterades och bordlades på ett direktionsmöte den 21 juni.

Erlandsson började med att konstatera att spridningen av coronaviruset sjunkit till låga nivåer i flertalet utvecklade länder och restriktionerna har gradvis lättats mot bakgrund av ökade vaccinationer. I delar av Afrika, Latinamerika och Asien, där tillgången på vacciner ännu är låg, ökar dock smittspridningen och risken kvarstår att det ska uppstå ytterligare nya varianter av viruset där vaccinerna fungerar sämre. I Sverige har regeringen presenterat en plan för hur begränsningar ska plockas bort i olika steg och bedömningen är att flertalet begränsningsåtgärder kan tas bort under loppet av andra halvåret, givet att smittspridningen inte ökar igen.

Den globala ekonomin är inne i en återhämningsfas, även om det precis som med vaccinationerna ser olika ut i olika delar världen. Sedan aprilprognosen har utfall publicerats som bland annat visar att BNP har utvecklats starkare än väntat i euroområdet och stor optimism hos företagen pekar på en snabb uppgång i BNP den närmaste tiden i länder som är viktiga för svensk export. I Europa och Nordamerika har även hushållens tillförsikt ökat och sammantaget är stigande vaccinationsgrad och minskade restriktioner de viktigaste drivkrafterna för hög tillväxt i omvärlden i år. Industrin har redan återhämtat fallet i fjol och produktionen där hämmas nu snarare av brist på insatsvaror och fraktkapacitet än av låg efterfrågan. Störningarna till utbudet har bidragit till snabba prisökningar i tidiga led av produktionskedjan. En fördjupning i utkastet till den penningpolitiska rapporten resonerar om varför dessa uppgångar troligen är tillfälliga och i begränsad utsträckning påverkar konsumentpriserna.

Samtidigt har dock KPI-inflationen ökat snabbt i framför allt USA, där inflationen var 5,0 procent i maj. Att inflationen var så hög beror delvis på att i jämförelseperioden för ett år sedan dämpades många priser relativt mycket av pandemin. När ekonomierna nu öppnar upp bidrar detta till tvärsnitt i inflationstakten. Uppgången bedöms till största delen vara tillfällig, vilket också är i linje med olika mått på inflationsförväntningar.

Den pågående återhämtningen i många länder tyder på att denna kris blir mer kortvarig än flera tidigare kriser, sett till den ekonomiska aktivitetsnivån. Det beror dels på krisens orsak, dels på mycket aktiv stabiliseringspolitik. Även om effekten på produktionen av krisen blir tillfällig lever

dock krisen kvar i högre skuldnivåer, inte minst gäller detta de offentliga skulderna i många länder. Mer om finanspolitikens viktiga roll under krisen och i återhämtningsfasen finns i en fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport.

Den ekonomiska statistik och de indikatorer som har redovisats sedan den penningpolitiska rapporten i april bekräftar bilden av en stark återhämtning också i svensk ekonomin. Visserligen bedöms nu tillväxten under det första halvåret i år bli något lägre än i aprilprognosen, men samtidigt har SCB reviderat tillväxttalen för 2020 på ett sätt som innebär att årstillväxten 2021 blir högre än i föregående prognos, 4,2 procent jämfört med 3,7 procent.

Prognosförslaget i utkastet till den penningpolitiska rapporten innebär att BNP under det tredje kvartalet kommer tillbaka till nivån från före pandemin och efter ytterligare något eller några kvartal är BNP i linje med den trendmässiga utvecklingen som förväntades före krisen. Att den ekonomiska politiken är fortsatt expansiv och BNP i omvärlden växer snabbt innebär att tillväxten bli fortsatt hög 2022, 3,7 procent, för att sedan dämpas till 1,9 procent 2023.

Återhämtningen i produktionen innebär att också arbetsmarknaden stärks. Statistik sedan aprilprognosen visar att tillväxten i sysselsättningen tog fart under det andra kvartalet och ovanligt höga anställningsplaner i Konjunkturinstitutets barometer pekar på en fortsatt snabb ökning i sysselsättningen. Arbetslösheten är dock hög i utgångsläget och det dröjer till slutet av nästa år innan den når samma nivå som före krisen. Den sammantagna bilden av resursutnyttjandet i svensk ekonomi är att det stiger snabbt och enligt våra mått som redovisas i utkastet till den penningpolitiska rapporten blir det högre än normalt under prognosperioden.

Sedan den penningpolitiska rapporten i april har utfall för KPIF-inflationen i april och maj redovisats. Inflation steg som väntat tydligt i april till 2,5 procent för att sedan dämpas något till 2,1 procent i maj. Majnoteringen var ungefär två tiondelar högre än väntat. Snabba förändringar i energipriser och uppdaterade vikter i konsumtionskorgen innebär att inflationsutvecklingen blir volatil i år, liksom i fjol. På kort sikt väntas KPIF-inflationen sjunka till som lägst 1,2 procent i juli. Från och med en bit in på 2022 väntas inflationen stiga mer stadigt och mot slutet av prognosperioden är inflationen nära 2 procent. Viktiga bidragande faktorer till uppgången i inflationen är ett högt resursutnyttjande, gradvis högre kostnadstryck och att växelkursen slutar att förstärkas. Jämfört med april är prognosen något uppjusterad, inte minst i år till följd av högre energipriser.

Prognosen bygger på den penningpolitik som avdelningen för penningpolitik bedömer kommer få stöd av en majoritet av direktionen vid dagens möte. Köpen av värdepapper fortsätter under 2021 inom den ram som direktionen fattade beslut om i november 2020. Köp för knappt 70 miljarder kronor under det fjärde kvartalet innebär att Riksbankens innehav av värdepapper

ökar till drygt 925 miljarder vid årsskiftet. 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 också fatta beslut om fördelningen av köp av värdepapper under fjärde kvartalet 2021. Detaljerna kring förslaget återges i protokollsbilaga B.

§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. En nyhet är att storleken på köpen av värdepapper under fjärde kvartalet, och hur dessa köp ska fördela sig på olika tillgångsslag, nu ingår i de penningpolitiska antagandena. Mitt inlägg är strukturerat som vanligt. Jag börjar med att ge mina synpunkter på den aktuella inflationsbilden och inflationsutsikterna. Därefter kommenterar jag det penningpolitiska läget.

Sedan vårt senaste penningpolitiska möte i april har vi fått två nya inflationsutfall, för april och maj. I april steg inflationen ganska ordentligt och låg, både med och utan energipriser, cirka två tiondelar av en procentenhet över vår prognos, på 2,5 respektive 1,7 procent. Utfallet för maj bjöd sedan på en väntad nedgång, till 2,1 procent för inflationen inklusive energipriser och 1,2 procent för inflationen exklusive energipriser. Utvecklingen innebär att prisökningarna fortsätter att vara omkring 0,2 procentenheter snabbare än beräknat när energipriserna inkluderas. Exkluderas energipriserna är vår prognos för maj månad prick på utfallet. Trots att inflationen utan energipriserna var helt i linje med bedömningen i den penningpolitiska rapporten i april får erkännas att majutfallet, med tanke på den starka siffran för april, var lite av en besvikelse.

Att inflationen har varit ganska volatil under april och maj återspeglas också i Riksbankens olika mått på underliggande inflation. I april steg samtliga sju mått som vi regelbundet beräknar och måttens median låg på 2 procent, att jämföra med 1,5 procent i mars. Med data för maj föll sedan i stället alla mått och medianen hamnade återigen på 1,5 procent. 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 1,1 procent.¹ De här stora upp- och nedgångarna i måtten för underliggande inflation gör det förstås extra svårt att just nu bedöma styrkan i det mer

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

genuina inflationstrycket, en styrka som ju kommer att vara av stor betydelse för att det ska gå att lyfta prisökningarna mot inflationsmålet under senare delen av prognosperioden.

Den volatila utvecklingen för måtten på underliggande inflation understryker vikten av att de mer långsiktiga inflationsförväntningarna i det här läget inte avviker alltför mycket från målet. Om dessa förväntningar håller sig ganska nära 2 procent är upp- och nedgångar i olika mått på den för stunden rådande inflationstakten betydligt mindre oroväckande. Det betyder nämligen att ekonomins aktörer trots allt tror på att prisökningarna framöver kommer att hamna kring inflationsmålet och att svängningarna vi nu ser är tillfälliga. Men en stor nedgång i den underliggande inflationen ökar naturligtvis sannolikheten för att även de mer långsiktiga inflationsförväntningarna ska börja uppvisa svaghetstecken, vilket givetvis inte är bra.

Dessbättre visar de nya utfallen av Prosperas mätningar av inflationsförväntningarna att den positiva utvecklingen för den av aktörerna på lite sikt förväntade inflationen än så länge fortsätter. Utfallen som har publicerats sedan vårt senaste penningpolitiska möte gäller månadsundersökningen för maj, som bara avser penningmarknadens aktörer, och kvartalsenkäten för juni, som bland annat också mäter förväntningarna hos arbetsmarknadsorganisationerna.

Den remarkabla stabiliteten i de mer långsiktiga, femåriga inflationsförväntningarna för penningmarknadens aktörer håller i sig. Utfallet i både maj- och juniundersökningen uppgår till 1,8 procent, vilket innebär att penningmarknaden nu har haft oförändrade långsiktiga förväntningar på den här nivån i sex månader i sträck.² Att inflationsförväntningarna på fem års sikt bland penningmarknadens aktörer ligger mycket stabilt nära 2 procent är naturligtvis väldigt bra.

Även för övriga grupper som ingår i den större kvartalsenkäten är resultaten genomgående positiva. När det gäller de femåriga inflationsförväntningarna svarar nu alla dessa grupper att de tror att inflationen om fem år kommer att vara 2 procent eller högre. Som vanligt är de mer långsiktiga förväntningarna hos arbetsmarknadsorganisationerna av särskilt stor betydelse i sammanhanget. Dessa har glädjande nog fortsatt att stiga och ligger för stunden både för arbetstagar- och arbetsgivarorganisationerna strax över 2 procent. Det är förstas viktigt för inflationsmålets roll som ankare för löneutvecklingen.

Mått på mer långsiktiga inflationsförväntningar beräknade från marknadsprissättningen på finansiella kontrakt har generellt sett stigit i år. Ökningen har här varit särskilt påtaglig i USA, där de uppmätta förväntningarna periodvis ganska ordentligt har överstigit 2 procent. Även i Sverige

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

har förväntningarna mätt på detta sätt stigit, men inte till lika höga nivåer som i USA. Trenderna på de här marknaderna kännetecknas än så länge inte av någon dramatik utan 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 utvecklingen, och drivkrafterna bakom den, då det kan uppstå problem om trenderna förstärks eller fortgår under en längre tid.

När det gäller inflationsutsikterna under den prognosperiod vi nu överblickar, det vill säga till och med tredje kvartalet 2024, föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport främst vissa upprevideringar av bidraget från energipriserna under det närmaste året. Mot bakgrund av en något större optimism kring den ekonomiska återhämtningen beräknas även inflationen exklusive energipriser, trots de noterade svaghetstecknen i bilden av det underliggande inflationstrycket, bli lite högre än tidigare. Men här är det viktigt att påpeka att revideringen just är liten, i regel mindre än en tiondel av en procentenhet för månadsprognoserna i årlig procentuell förändring. Det fortsätter därmed, precis som i aprilprognosen, att dröja till senare delen av prognosperioden, från och med ungefär 2023, innan inflationen väntas öka ganska jämnt och stabilt, för att i slutet av perioden vara i linje med inflationsmålet. Drivkrafterna bakom den trendmässiga ökningen i inflationen är som tidigare en starkare efterfrågan, snabbare löneökningar och en stigande omvärlds-inflation. Vissa förändringar på ekonomins utbudssida bidrar också till det tilltagande inflationstrycket.

Med detta går jag över till mina kommentarer om det penningpolitiska läget. I utkastet till penningpolitisk rapport föreslås nu att vi ska hålla fast vid de planer för reporäntan och tillgångsköpen som vi tidigare har formulerat och kommunicerat, det vill säga att vi inte ska göra några förändringar i utformningen av penningpolitiken. Jag delar som sagt den bedömningen men vill här något utveckla varför jag i dagsläget landar i den slutsatsen.

Skälen till att inte välja en mer expansiv penningpolitik, som för mig i det här läget skulle kräva att vi sänker reporäntan, är enligt min mening i stort sett desamma som i april. Problemen som vi har när det gäller att klara inflationsmålet är just nu, som tur är, helt enkelt inte tillräckligt allvarliga för att det ska vara värt att använda det utrymme för en sänkt reporänta som vi har kvar. Det avgörande är här att det inte finns några tecken på att förtroendet för inflationsmålet är på väg att vika, tvärtom så har det förstärkts en del under första halvåret. Jag har tidigare angett det utrymme för sänkt reporänta, som jag ser framför mig att vi har, till ett par, tre, kanske maximalt fyra sänkningar med 25 räntepunkter. Den uppskattningen fortsätter jag att uppfatta som rimlig. Om ett läge skulle uppstå där förtroendet för inflationsmålet står på spel skulle jag inte tveka det minsta att använda detta sänkingsutrymme, även om det skulle betyda att vi slår i den nedre gränsen för räntan. En mycket viktig aspekt att bevaka framöver i det här

sammanhanget är att svaghetstecknen i den underliggande inflationsutvecklingen inte börjar leta sig in i de mer långsiktiga inflationsförväntningarna.

Skälen till att inte välja att göra penningpolitiken mindre expansiv uppfattar jag om något som ännu starkare. Trots att återhämtningen är tydlig och ser ut att bli kraftfull är risken för att ekonomin kommer att överhettas mycket liten. Ett uttryck för det är att pris- och löneutvecklingen fortsätter att vara måttlig och också kommer att vara det under ytterligare en ganska lång tid, enligt både våra och andra prognosmakares bedömningar. Att inflationen nu skjuter lite över målet i slutet av prognosperioden förändrar inte min syn på penningpolitiken under kommande år. Det är inget argument för att göra politiken stramare utan om något bara bra och önskvärt, för att stärka inflationsmålets roll som den rimliga utgångspunkten för den genomsnittliga inflationsutvecklingen.

Hur det blir framöver får löpande stämmas av när prognoserna uppdateras och nya prognoskvartal läggs till. Men i dagsläget ser inflationsdynamiken inte heller ut att bortom den nuvarande prognoshorisonten ganska snart motivera en mindre expansiv penningpolitik. Personligen ser jag ju tvärtom gärna att prognosen på längre sikt fortsätter att skrivas upp en del, av samma skäl som jag nu tycker att det är bra att vi i slutet av den nuvarande prognosperioden skjuter lite över målet.

Sammanfattningsvis ser jag alltså utformningen av penningpolitiken, så som den beskrivs i rapportutkastet, som välavvägd. Låt mig här också lägga till några mer principiella aspekter beträffande det här med att ändra en redan formulerad och kommunicerad plan för penningpolitiken. Hela idén med att kommunicera en plan är att ekonomins aktörer ska tro på den och anpassa sitt agerande och beteende i enlighet med planen. Om det lyckas betyder det bland annat att dagens finansiella prissättning, till exempel vad gäller olika räntor och växelkurs, bygger på att planen ska genomföras. Att då ändra den, även om det bara avser utformningen av penningpolitiken ganska långt fram i tiden, löper risken att få ett omedelbart genomslag i rådande räntenivåer och växelkurs.

Det här genomslaget behöver inte nödvändigtvis bli stort och brett men om man har lagt ner stor möda och energi på att förklara att man faktiskt avser att genomföra sin plan finns definitivt en fara för att den åtstramande effekten blir rätt betydande. Till bilden hör också att trovärdigheten i kommunikationen mer generellt kan bli lidande – om vi inte gör det vi säger den här gången, varför ska man då tro på att vi kommer att hålla oss till det vi säger nästa gång? Självklart måste det gå att ändra en plan om den uppenbarligen inte längre är rimlig. Men poängen är att man ska vara mycket försiktig med att göra det och medveten om att det kan föra med sig negativa konsekvenser, på både kort och lång sikt.

Att vi inte ligger helt fel med våra resonemang kring utformningen av penningpolitiken tycker jag understryks av hur många andra centralbanker i vår omvärld resonerar. Av störst betydelse i det här sammanhanget är förstås tankarna hos den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, och den europeiska centralbanken, ECB. Jag uppfattar båda dessa centralbanker som mycket tydliga kring att det fortfarande är för tidigt att ange när penningpolitiken kommer att behöva göras mindre expansiv. Federal Reserve gjorde visserligen en uppmärksam upprevidering av sin så kallade "dot plot" för den framtida styrränteutvecklingen vid sitt senaste möte den 15–16 juni men det kommunicerades samtidigt att "dot plot" inte är bankens prognos för styrräntan och att man ännu överhuvudtaget inte har diskuterat när det är lämpligt att börja höja räntan. Med Jerome Powells egna ord ligger en räntehöjning "långt in i framtiden".³ Att göra revideringar i vår räntebana, som till skillnad från "dot plot" är en explicit prognos för reporäntan som hänger ihop med våra andra prognoser för inflationen, produktionen, sysselsättningen, etc, är alltså en helt annan sak.

Vice riksbankschef Martin Flodén:

Utvecklingen efter det penningpolitiska mötet i april har huvudsakligen varit i linje med de bedömningar vi då gjorde. Men den optimism vi då noterade både hos hushåll och företag och på de finansiella marknaderna har förstärkts. Den ekonomiska återhämtningen ser ut att fortsätta och verkar bli något snabbare än vi bedömde i april. Parallellt med den tilltagande optimismen har pandemin ändå fortsatt att oroa. I Europa och USA går visserligen utrullningen av vaccin snabbt, men spridningen av nya varianter av viruset skapar osäkerhet. I många andra länder är vaccinationsgraden fortfarande låg. Pandemin är alltså inte över, och det förefaller osannolikt att alla restriktioner och rekommendationer snabbt kan tas bort. Risken för bakslag kvarstår.

Inflationsutvecklingen har varit i fokus på de finansiella marknaderna under året. Efter en lång tid med ett tydligt svagt inflationstryck i både Sverige och omvärlden finns det nu en del tecken som kan tolkas som att inflationstrycket är på väg upp. Energi- och råvarupriser har stigit mycket snabbt under året och även inflationsutfall och inflationsförväntningar har stigit. Efter vårt penningpolitiska möte i april har fokus särskilt hamnat på vissa höga inflationsutfall. I Sverige var KPIF-inflationen 2,5 procent i april vilket var högre än Riksbankens prognos. Och i USA var KPI-inflationen hela 5,0 procent i maj.

Jag vill mot den här bakgrunden beskriva hur jag tolkar det svenska inflationstrycket och hur jag tänker att vår penningpolitik bör utformas framöver.

³ Se <https://www.cnbc.com/video/2021/06/16/fed-reserves-powell-on-projections-dot-plots-are-not-a-great-forecaster.html>.

Till att börja med ser jag den senaste tidens utveckling för inflationsförväntningar och inflationsutfall i Sverige som enbart positiv. Det är bra att inflationsförväntningarna har stigit till nivåer som är i linje med vårt inflationsmål. Och det skadar inte att inflationen tidvis blir högre än 2 procent efter ett decennium där inflationsutfall under målet har dominerat; inflationen har varit lägre än 2 procent 100 av de senaste 120 månaderna. Min bedömning är att inflationstrycket fortfarande är svagt. I maj var KPIF-inflationen 2,1 procent men rensat för energipriser var den endast 1,2 procent. Även andra mått på underliggande inflation indikerar att inflationstrycket fortfarande är svagt. Det mesta tyder på att inflationen nu hålls uppe dels av stigande energipriser, dels av tillfälliga effekter relaterade till pandemin.

Vår prognos för inflationen i Sverige har höjts en del i de senaste prognosomgångarna. Men prognosen är ändå att inflationen huvudsakligen kommer att ligga under 2 procent de kommande åren trots den expansiva penningpolitiken. Risken för att inflationen och inflationsförväntningarna ska falla till problematiskt låga nivåer har visserligen minskat under året men i närtid är risken för ett sådant scenario ändå större än risken att inflationen stiger på ett problematiskt sätt. Jag utesluter därför inte att en mer expansiv penningpolitik kan bli motiverad. I så fall ligger en räntesänkning närmast till hands.

Det är alltså inte lämpligt att strama åt penningpolitiken nu, och knappast heller de kommande åren. Däremot är jag inte övertygad om att det kommer vara lämpligt att hålla kvar reporäntan på noll procent under hela treårsperioden i vår prognos. Jämfört med prognosen från det penningpolitiska mötet i april lägger vi nu till ett nytt kvartal, det tredje kvartalet 2024. Vilken penningpolitik som kommer att vara lämplig om tre år är förstås näst intill omöjligt att bedöma idag. Men baserat på den utveckling som ligger i vår prognos tror jag att en räntehöjning under andra halvåret 2024 kan bli motiverad.

Vår prognos är att den underliggande inflationen ökar stadigt under 2023 och 2024 utan tydliga tecken på att avstanna kring 2 procent och att resursutnyttjandet samtidigt ligger klart över neutrala nivåer (se diagram 3 och 50 i utkastet till penningpolitisk rapport). Under de här, ganska hypotetiska, förutsättningarna kan en räntehöjning mot slutet av prognoshorisonten behövas för att inflationen inte ska skjuta över inflationsmålet alltför mycket och alltför länge under åren bortanför prognoshorisonten.

Prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport är att reporäntan kommer att ligga kvar på noll procent under hela prognosperioden. Jag ställer mig bakom den prognosen trots resonemanget jag nyss förde. Det handlar om en marginell ränteskillnad tre år från nu, och jag ser det inte som orimligt att det blir lämpligt att hålla kvar reporäntan på noll under hela treårsperioden. Dessutom skulle avsikten med en annan räntebana inte vara att uppnå stramare finansiella

förhållanden idag. Även den räntebana jag antydde ligger under vad som prissätts och förväntas på de finansiella marknaderna. Jag instämmer således helt i behovet av att nu bibehålla en expansiv penningpolitik.

Avslutningsvis vill jag säga några ord om våra tillgångsköp. 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 under fjärde kvartalet i år givet det tidigare rambeslutet och givet den tidigare kommunikationen att vi planerar att utnyttja hela ramen.

Vår köptakt har trappats ner under året och planen är att köpa för knappt 70 miljarder kronor under fjärde kvartalet jämfört med drygt 120 miljarder kronor under första kvartalet och 100 miljarder kronor under andra kvartalet. I linje med mina tidigare resonemang bedömer jag att den här nedtrappningen inte medför en åtstramning av de finansiella förhållandena. Detta stöds också av att de finansiella förhållandena har förblivit expansiva under de senaste månaderna trots en lite lägre köptakt än under första kvartalet.

Enligt utkastet till penningpolitisk rapport planerar vi värdepappersköp under 2022 i samma storleksordning som de förfall som då sker. Det innebär obligationsköp för knappt 40 miljarder kronor per kvartal under hela året. Jag vill betona att jag ser det här som en prognos som kan ändras, särskilt för den senare delen av 2022. Jag kommer med intresse följa hur finansmarknaderna och de finansiella förhållandena utvecklas när vår köptakt trappas ner i höst och under inledningen av nästa år. Den informationen kommer att bli användbar för att förstå behovet av tillgångsköp framöver.

Sammanfattningsvis ställer jag mig bakom förslagen till beslut i utkastet till den penningpolitiska rapporten och protokollsbilaga B. Jag ställer mig även bakom de prognoser och bedömningar som presenteras i rapportutkastet.

Förste vice riksbankschef Cecilia Skingsley:

Jag ställer mig bakom de ekonomiska bedömningarna i utkastet till penningpolitisk rapport, inklusive förslagen att lämna reporäntan och reporäntebanan oförändrade. Jag ställer mig också bakom förslaget till beslut i protokollsbilaga B om inriktningen för köp av värdepapper under fjärde kvartalet 2021.

Pandemins grepp om världsekonomin lättar alltmer. I länder som är viktiga handelspartners för Sverige är vaccineringen framgångsrik och smittspridningen har sjunkit markant. Som en följd

lättas restriktionerna, vilket ger en kraftig återhämtning i efterfrågan. För både Sverige och våra viktigaste handelspartners kan man, översiktligt uttryckt, säga att 2021 och 2022 bjuder på kraftig tillväxt och därefter pendlar tillväxten in mot sina respektive trender.

Den starka återhämtningen talar för att mer långvariga skador på ekonomin, jag tänker då särskilt på en uppgång i strukturell arbetslöshet, inte behöver bli så omfattande. Även om arbetsmarknadsdata i Sverige pekar i lite olika riktningar är intrycket att läget på arbetsmarknaden förbättrats utan att det så här långt verkar ge en generell press uppåt på löneutvecklingen i Sverige.

Majoriteten av inkommande data över den ekonomiska aktiviteten är positiv, men det är alltså komplicerat att tolka den, vilket är ett förhållande som har gällt under hela pandemin.

Därför vill jag närmare kommentera inflationsläget och vår prognos.

Energipriserna har rört sig mycket. Mätproblem av inflationen har uppstått till följd av olika levnadsrestriktioner. Olika sektorer återhämtar sig olika snabbt. Den observerade inflationsuppgången drivs både från utbudssidan, bland annat i form av att leveransstörningar driver prishöjningar, och från efterfrågesidan, då företag passar på att höja priserna när en pandemirött befolkning återigen efterfrågar resor och andra upplevelser. Resultatet är en volatil inflation, och det mönstret ser ut att fortsätta.

Även om inflationsprognosen för KPIF tydligt har reviderats upp jämfört med prognosen i april, är upprevideringen för inflationen exklusive energi, mycket måttlig. Vi pratar om någon tiondel. Kostnadstrycket är ännu inte tillräckligt starkt och det dröjer in på nästa år tills inflationen, mot bakgrund av högre resursutnyttjande, stiger mer varaktigt.

Den här prognosen baseras på antagandet att stigande världsmarknadspriser på råvaror och transporter inte ger mer märkbara effekter på svensk inflation än vad som brukar ske historiskt. Antagandet vilar dessutom på att ganska höga prisökningstakter på råvaror och transporter klingar av. Skulle det bli fel eller om inflationsförväntningarna stiger snabbt finns det en risk att inflationen stiger snabbare än prognostiserat.

Den omständigheten blir avstampet för min penningpolitiska bedömning.

I Riksbankens penningpolitiska strategi som föregår varje rapport har direktionen slagit fast att det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen och realekonomin. Därför vägleds penningpolitiken av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Så långt om strategin.

En användbar tumregel är att bedöma lämplig penningpolitik utifrån vad prognostiserad inflation väntas vara om 12–24 månader från idag. Inflationen mätt med KPIF väntas sommaren 2022 till

sommaren 2023 ligga på i genomsnitt 1,7 procent. Exklusive energipriser väntas KPIF i genomsnitt ligga på 1,6 procent under samma period. Det finns därför enligt min uppfattning goda skäl att hålla fast vid den grad av penningpolitisk expansion som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Även om priserna stiger mer än väntat och / eller inflationsförväntningarna fortsätter uppåt, finns det utrymme att avvakta utan att ändra penningpolitiken.

Den tydliga konjunkturåterhämtningen i kombination med en stark utveckling på finansmarknaderna och bostadsmarknaden väcker en hel del frågor och kritik mot att Riksbanken prognostiserar nollränta de kommande tre åren, samt föreslår att köpa värdepapper resten av året enligt den tidigare beslutade ramen. Så jag vill nu i tre punkter sammanfatta för mina bevekelsegrunder för varför jag tror att penningpolitiken behöver förbli expansiv enligt nuvarande beslut.

För det första, Riksbankens lagstadgade uppdrag är att med penningpolitik upprätthålla ett fast penningvärde och målet är preciserat till en inflation på 2 procent. Utifrån ett medelfristigt perspektiv är inflationstrycket ännu för lågt för att motivera en omläggning i riktning mot en mindre expansiv penningpolitik.

För det andra visar erfarenheter från tidigare år på 2010-talet att inflationstrycket i Sverige tenderar att vara på den låga sidan även i perioder när resursutnyttjandet är högt. Under en lång period var inflationsförväntningarna så pass avvikande från målet på 2 procent att det fanns en risk att inflationsmålet inte längre skulle fungera som ankare i Sverige för ekonomins aktörer. Hamnar man i ett sådant läge kan inflationsförväntningarna fastna på en alltför låg nivå, vilket bland annat försvårar viktiga relativprisförändringar, vilket i sin tur försämrar resursallokeringen i ekonomin.

För det tredje, givet att styrräntan ligger på noll procent finns det ett begränsat utrymme för ytterligare penningpolitisk stimulans om inflationsutsikterna allvarligt försämras. Pandemin är bara det senaste exemplet på att ingen har perfekt insikt om vad framtiden bjuder på. Om penningpolitik ska kunna fungera som ett kraftfullt och snabbanvänt redskap för att motverka konjunkturedgångar och stigande arbetslöshet behöver inflationen stabiliseras runt målet. Endast då kan reporäntan höjas igen, vilket skapar utrymme för framtida penningpolitiska insatser när det är motiverat.

Avslutningsvis vill jag lägga till några ord om pandemin. Mycket talar för att covid-19 smittan fortsätter minska i omfattning i Sverige och i länder som är viktiga handelspartners. Men i stora delar av världen är läget alltför mycket svårt. Många länder har inte några större statsfinansiella eller penningpolitiska möjligheter att stödja sina hushåll och företag och konjunkturåterhämtningen går i allmänhet trögt i låg- och medelinkomstländerna.

Vaccinutrustningen går långsamt relativt de rikare länderna och risken för mutationer som på nytt ökar sjukvårdsbehovet också i höginkomstländerna ska inte underskattas. Även om jag i nuläget betraktar detta som ett riskscenario för svensk penningpolitik, går det inte att komma ifrån att det internationella samfundet har mycket kvar att göra för att bekämpa pandemin.

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 fjärde kvartalet 2021.

Jag inleder med att diskutera pandemin. Sett till antalet avlidna kulminerade den andra vågen i Sverige i mitten av januari 2021 då antalet avlidna med covid-19 uppgick till cirka 95 personer per dag.⁴ Sedan dess har antalet avlidna minskat kontinuerligt. Den senaste veckan har i genomsnitt endast cirka 5 personer avlidit varje dag. Den stora nedgången är givetvis glädjande.

Antalet intensivvårdade på grund av covid-19 under den andra vågen nådde en topp i början av maj 2021 med cirka 395 intensivvårdade på grund av covid-19 per dag.⁵ Under de senaste två månaderna har antalet intensivvårdade fallit snabbt. För närvarande ligger 30 dagarssnittet på drygt 100 intensivvårdade men detta genomsnitt faller kontinuerligt.

Antalet smittade har också fallit kraftigt sedan början av maj. I ljuset av att fler blir vaccinerade mot covid-19 och fler har blivit immuna genom att ha haft infektionen är det naturligt att antalet smittade, antalet som behöver intensivvård och antalet avlidna har minskat. Den senaste siffran för antalet vaccinerade är att fler än 4,5 miljoner svenskar har fått minst en dos. Det motsvarar knappt 60 procent av den vuxna befolkningen. Drygt en tredjedel av den vuxna befolkningen har fått två doser. De senaste veckorna har i genomsnitt 1,5 procent av den vuxna befolkningen vaccinerats varje veckodag, antingen med den första dosen eller den andra.

Så över till ekonomin. Svensk BNP väntas stiga med 4,2 procent under 2021 jämfört med 2020 enligt utkastet till penningpolitisk rapport. Detta är en avsevärd upprevidering jämfört med den penningpolitiska rapporten i april då BNP-tillväxten under 2021 prognosticerades till 3,7 procent.

KPIF är målvariabel för penningpolitiken sedan 2017. Vid den senaste inflationsmätningen i maj låg den årliga ökningstakten för KPIF på 2,1 procent. Mycket talar dock för att inflationstakten inte kommer att kontinuerligt vara på denna nivå under resten av året. Det glidande medelvärdet

⁴ Jag har beräknat det genomsnittliga antalet avlidna av covid-19 under de senaste 30 dagarna för varje dag baserat på data från Folkhälsomyndigheten.

⁵ 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.

över tolv månader för KPIF-inflationen låg på 1,1 procent i maj. Det är en bra bit från målet på 2 procent men det glidande medelvärdet har stigit trendmässigt och snabbt hittills under året.

Enligt den senaste månadsstatistiken från Arbetsförmedlingen var det genomsnittliga antalet inskrivna arbetslösa i relation till den registerbaserade arbetskraften 7,9 procent i maj 2021. Det var en minskning med 0,6 procentenheter jämfört med samma månad ett år tidigare då motsvarande tal låg på 8,5 procent. Efter en topp under andra halvåret 2020 är arbetslösheten tillbaka på samma nivå som ett år tidigare och mer än så. Medlemmarna i arbetslöshetskassorna kan anses ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden. I maj 2021 låg andelen öppet arbetslösa medlemmar i arbetslöshetskassorna på 3,0 procent. Samma månad ett år tidigare var andelen 4,3 procent. Efter en topp under andra halvåret 2020 är arbetslösheten även mätt på detta sätt tillbaka på samma nivå som ett år tidigare och mer än så.

De hotell- och restauranganställdas arbetslöshetskassa skiljer sig mycket kraftigt från övriga arbetslöshetskassor. I maj 2021 var andelen öppet arbetslösa medlemmar i den arbetslöshetskassan 11,5 procent att jämföra med samma månad ett år tidigare då motsvarande tal var 17,6 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 öppen arbetslöshet idag som är drygt 1 procentenhet högre än före pandemin. En mycket viktig bidragande orsak till detta är givetvis de restriktioner som regering och myndigheter ålade de aktuella branscherna, restriktioner som nu är på väg bort.

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 5,0 procent i utkastet till penningpolitisk rapport. I samma utkast redovisas en prognos för 2022 på 4,2 procent. I båda fallen handlar det om upprevideringar jämfört med den penningpolitiska rapporten i april. 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, 2,1 procent respektive 1,8 procent.

Jag övergår nu till mina penningpolitiska överväganden. Inflationförväntningarna 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 kring 1,8 procent i de senaste månadsmätningarna och detta trots de ekonomiska svårigheterna under 2020.

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. Inflationstakten stiger trendmässigt, om än med stora variationer månad för månad. Inflationsförväntningarna ligger stabilt strax under inflationsmålet.

Genom beslut på detta möte kommer det program för värdepappersköp som beslutades på det penningpolitiska mötet i november 2020 att slutföras. Diagram 10 i utkastet till penningpolitisk rapport visar utvecklingen av Riksbankens innehav av värdepapper de kommande åren under olika antaganden. Den nedre gränsen visar vad som händer om inga ytterligare köp görs efter 2021, den övre gränsen visar utvecklingen om 2021 års köptakt skulle bibehållas. Om den goda ekonomiska utvecklingen i Sverige och i omvärlden fortsätter anser jag att det förr eller senare blir lämpligt att göra penningpolitiken mindre expansiv.

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 fjärde kvartalet 2021. Konjunkturbilden och prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport ställer jag mig också bakom.

Dixi!

Vice riksbankschef Anna Breman:

Jag stödjer förslaget att behålla reporäntan oförändrad, storlek och fördelning av värdepappersköpen under fjärde kvartalet, reporäntebanan och den prognos som finns i utkastet till penningpolitisk rapport.

Återhämtningen i svensk ekonomi har tagit fart. Den har också breddats. Även de branscher som drabbats hårdast av pandemin kan nu se framåt mot bättre tider. Att vaccineringarna fortlöper i Sverige och i många av de länder som är viktiga för svensk ekonomi innebär att förutsättningarna för att vi ska få en mer varaktig uppgång i inflationen har stärkts. Samtidigt finns det anledning att inte ta ut återhämtningen i förskott. Pandemin har kantats av bakslag. Mutationer leder nu till ökad smittspridningen i flera länder trots vaccineringar. Dessutom har många låg- och medelinkomstländer varken tillgång till vacciner i stor skala eller finans- och penningpolitiskt utrymme att dämpa de ekonomiska effekterna av pandemin. Det i sig ökar risken för att nya mutationer ska bidra till ny smittspridning och behov av fortsatta restriktioner.

För dagens beslut är de tre områden som jag särskilt fokuserat på: inflationsutsikterna, reporäntebanan och nedtrappningen av obligationsköpen.

Jag börjar med utsikterna för svensk inflation. Underliggande inflation och inflationsförväntningar är fortfarande mer relevanta än enskilda månadsutfall då pandemin har skapat mätproblem och volatilitet i inflationen som kommer att bestå en tid framöver. Det är dock viktigt att vara vaksam om pandemin eller andra faktorer leder till varaktigt högre eller lägre inflationstryck än vad som ligger i prognosen idag.

De kommande åren kommer det samlade resursutnyttjandet i hela ekonomin vara viktig för en uppgång i inflationen. Resursutnyttjande är mer svårtolkat än vanligt då återhämtningen är ojämn mellan sektorer. De delar av tjänstesektorn som drabbats hårdast av pandemin, som hotell och restauranger och andra kontaktnära branscher, är viktig för sysselsättning och inflation. Vi behöver se att den återhämtning som nu påbörjats blir bestående och inte bara tillfällig som under sommarmånaderna förra året. Under prognosperioden kan inflationen också påverkas av ändrade konsumtionsmönster och utbudsstörningar. Ett exempel som finns med i en fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport om stigande råvarupriser och högre fraktkostnader är uppgången i metallpriser. Den uppgången drivs delvis av förväntan om en hög framtida efterfrågan på metaller, kopplad till den successiva omställningen bort från fossila bränslen. Det mest troliga är att den nuvarande uppgången i råvarupriser och fraktkostnader är temporär och leder till måttliga effekter på inflationen de närmaste åren.

Att helt avfärda risken för högre varaktig inflation skulle dock vara förhastat. Det finns en gräns för hur länge företag kan avstå från att höja priser om utbudsstörningar består eller om pandemin leder till strukturella förändringar i beteende som mer varaktigt leder till högre inflation. Det finns också gränser för hur lång tid det dröjer innan en högre inflation även bidrar till högre inflationsförväntningar. I närtid är det oproblematiskt med en inflation tillfälligt över målet. Det är inte heller något problem om inflationsförväntningarna skulle stiga något ytterligare. Tvärtom kan det snarare bidra till att långsiktigt förankra inflation och inflationsförväntningar nära målet.

Det leder mig in på de penningpolitiska övervägandena vid dagens möte. Jag vill börja med att lyfta fram det som Riksbanken brukar betona – att reporäntebanan är en prognos och inte ett löfte. I förra protokollet betonade jag att det är min förhoppning att nästa steg blir en räntehöjning snarare än en räntesänkning. Tack vare att återhämtningen börjar få fotfäste har denna förhoppning stärkts. Jag hade redan vid dagens möte kunnat tänka mig en reporäntebana som indikerar en höjning i slutet av prognosperioden. Anledningen till att jag avstår från en

reservation är att reporäntebanan är en prognos och att inflationen i genomsnitt har legat under målet under en lång period.

Ytterligare en aspekt är att reporäntan är vid noll och det finns begränsat utrymme att sänka om inflationen i stället blir lägre än väntat. Jag anser att det hade varit fel åtgärd under pandemin att sänka reporäntan, men det kan vara rätt åtgärd vid ett framtida tillfälle. Obligationsköp, i kombination med andra åtgärder, har varit ett effektivt verktyg för att motverka pandemins negativa effekter på svensk ekonomi. När beslutet att utöka ramen fattades i november 2020 var vi inne i en andra våg med ökad smittspridning och skärpta restriktioner som dämpade den ekonomiska utvecklingen. Att då vara framtunga i köpen i inledningen av 2021 skapade stabilitet på marknaden, vilket har bidragit till en stark återhämtning i svensk ekonomi och att inflationen på sikt stiger mot målet.

Under 2021, i takt med att ekonomin har stärkts, har tillgångsköpen gradvis trappats ned från drygt 120 miljarder i första kvartalet till knappt 70 miljarder i fjärde kvartalet.⁶ Återinvesteringar av förfall inkluderas i obligationsköpen, vilket gör att nettoköpen har en ännu mer avtrappande profil. För säkerställda obligationer är detta extra tydligt. Stora förfall under fjärde kvartalet gör att nettoköpen av säkerställda obligationer kommer att minska från 70 miljarder första kvartalet 2021 till knappt 20 miljarder i fjärde kvartalet.

En gradvis nedtrappning skapar förutsägbarhet och stabilitet i penningpolitiken. Det kan bidra till en mjuk övergång till 2022 då planen är att innehaven av obligationer upprätthålls genom återinvesteringar. Jag anser att det är en väl avvägd penningpolitik i ett läge då viss osäkerhet om pandemi kvarstår och olika delar av ekonomin återhämtar sig i olika takt.

Om nuvarande prognos står sig innebär det att svensk ekonomi återhämtar sig från pandemin inom loppet av cirka två år (och då avser jag inte samma BNP-nivå som före pandemin utan BNP-nivån om den också hade ökat enligt sin trend). Det är snabbt givet den mycket djupa ekonomiska kris som pandemin utlöste i Sverige och i vår omvärld. Tidsaspekten ger också en påminnelse om hur mycket som kan ändras under Riksbankens normala prognoshorisont som sträcker sig cirka tre år fram i tiden. Det är därför jag avslutningsvis vill betona att reporäntebanan och planen för tillgångsköpen är en prognos och inte ett löfte. Om inflationsutsikterna försvagas, särskilt om förtroendet för inflationsmålet skulle vara hotat, kan vi sänka reporäntan eller på annat sätt göra penningpolitiken mer expansiv. Men, om inflationen skulle riskera att påtagligt och varaktigt överstiga målet kan en mindre expansiv penningpolitik, exempelvis en räntehöjning, bli motiverad under prognosperioden.

⁶ Utöver köpen av obligationer för knappt 70 miljarder kronor ska Riksbanken köpa statsskuldsväxlar så att innehavet under fjärde kvartalet upprätthålls på 20 miljarder kronor.

För att sammanfatta: Något starkare konjunkturutsikter och en marginellt uppreviderad inflationsprognos förändrar inte behovet av att penningpolitiken ger stöd till ekonomin till dess att vi ser att inflationen mer varaktigt närmar sig målet. Jag stödjer därför att den penningpolitiska inriktningen ligger fast vid dagens möte.

Riksbankschef Stefan Ingves:

Jag vill börja med att säga att jag ställer mig bakom utkastet till penningpolitisk rapport, det vill säga de prognoser som beskrivs i utkastet och förslagen till penningpolitiska åtgärder. Jag ställer mig alltså bakom förslaget i protokollsbilaga B som beskriver utformningen av Riksbankens värdepappersköp under det fjärde kvartalet i år, och förslaget att lämna reporäntan på noll procent. I rapportutkastet är bedömningen att både i Sverige och i omvärlden går återhämtningen nu lite snabbare än vi förutsåg tidigare och våra prognoser har reviderats upp något. Men enligt min mening är det samtidigt för tidigt att ändra penningpolitikens inriktning, då inflationstrycket fortfarande är måttligt. Med de föreslagna åtgärderna bibehåller vi penningpolitikens expansivitet, vilket ger stöd åt den fortsatta ekonomiska återhämtningen och till att inflationen på sikt stiger till inflationsmålet på 2 procent.

Sedan det förra penningpolitiska mötet i slutet av april har smittspridningen av covid-19 i varje fall i vår del av världen gått in i en lugnare fas. Det gäller både i Sverige och i många andra utvecklade ekonomier. Flera länder har börjat lätta på restriktioner, och både hushåll och företag ger uttryck för stark optimism i olika förtroendemätningar. Världshandeln har återhämtat sig och ligger nu på en högre nivå än innan pandemin. Våra prognoser för bland annat den internationella utvecklingen har reviderats i starkare riktning. Sammanvägt med KIX-vikter väntas tillväxten i omvärlden bli 5 procent i år, för att sedan sjunka ned mot cirka 2,5 procent 2023. Med den höga tillväxten kommer ett stigande resursutnyttjande och ett gradvis stigande inflationstryck. Utvecklingen skiljer sig dock åt mellan olika länder och regioner, båda vad gäller pandemin och den ekonomiska återhämtningen, något jag strax återkommer till.

För Sveriges del ser den ekonomiska återhämtningen lite starkare ut än väntat. Under årets andra halva väntar vi oss en ovanligt snabb tillväxt, när vaccinationer och lägre smittspridning gör att även de branscher som drabbades särskilt hårt av pandemin kan komma igång. Med denna starka tillväxt väntas BNP redan i höst vara tillbaka på samma nivå som innan pandemin, och mot slutet av året nära den tillväxtbana som väntades innan pandemin. Prognosen för BNP-tillväxten i år är uppreviderad och väntas hamna på drygt 4 procent. Åren 2022 och 2023 avtar sedan tillväxten.

Den ekonomiska återhämtningen innebär att situationen på arbetsmarknaden förbättras. Anställningsplaner inom olika branscher tyder på en god efterfrågan på arbetskraft. Men arbetslösheten är hög och det tar tid att återta det stora tappet under pandemin. I vår prognos

sjunker arbetslösheten tillbaka till cirka 7 procent, det vill säga ungefär samma nivå som före pandemin, men samtidigt är arbetslösheten ganska ojämnt fördelad mellan olika kategorier på arbetsmarknaden, vilket ju penningpolitiken inte kan hantera.

Sedan det förra penningpolitiska mötet har vi fått två nya utfall för inflationen, som båda blivit något högre än väntat. SCB:s senaste KPI-mätning gäller maj månad, och enligt den var KPIF-inflationen 2,1 procent. Inflationstakten har under året stigit från låga nivåer, och ligger nu alltså på målet. Men inflationen har varit volatil till följd av pandemin och förväntas vara det ytterligare en tid. Redan under kommande månader väntar vi oss lägre inflation igen. Men från 2022 stiger åter inflationen i takt med den goda ekonomiska utvecklingen, stigande löner och högre internationell inflation för att mot slutet av prognosperioden vara nära målet på 2 procent.

Konjunkturutsikterna såväl internationellt som i Sverige ser alltså något ljusare ut. Men osäkerheten om pandemins fortsatta förlopp och hur den påverkar den ekonomiska utvecklingen på global nivå består. Det räcker inte enbart med ett svenskt perspektiv för att förstå de ekonomiska konsekvenserna. Många industrialiserade länder har kommit långt i hanteringen av pandemin, med framgångsrika vaccinationsprogram och restriktioner som gradvis tas bort. Men i stora delar av världen har vaccinationer knappt kommit igång. Det krävs förmodligen betydande koordinerade internationella insatser för att vaccinationer på global nivå med tillräcklig täckning ska komma till stånd. Det ligger i alla länders intresse att detta mål uppnås så snart som möjligt, för så länge som en stor andel av världens befolkning är mottaglig för smittan kommer covid-19 fortsätta att vara en riskfaktor för den globala folkhälsan och för utvecklingen i världsekonomin. En stabil ekonomisk utveckling i omvärlden är en förutsättning för att återhämtningen i Sverige, som är en liten öppen ekonomi, inte ska drabbas av nya bakslag.

Prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport tecknar sammantaget en bild av en återgång till hur det såg ut före pandemin. Det vill säga: BNP-utvecklingen återgår till den tillväxtbana som förväntades före pandemin, arbetslösheten sjunker tillbaka till nivån före pandemin, och inflation stiger mot 2 procent. Det är i dagsläget vår bästa bedömning. Men osäkerheten är stor.

Pandemin kan bli mer utdragen, med nya utbrott av smitta eller problem med vaccinationerna, vilket försenar den ekonomiska återhämtningen. I ett sådant scenario behöver penningpolitiken förbli expansiv under en längre tid än annars. Alternativt, återhämtningen i svensk ekonomi kan gå snabbare än i våra prognoser. En uppdämd efterfrågan och eventuella flaskhalsar kan i ett sådant läge leda till en högre inflation än i vår prognos. I ett sådant scenario ser jag att det finns utrymme att vänta med att strama åt penningpolitiken med tanke på att inflationen varit låg under en längre tid, och att det varit svårt att få upp den till målet. Den stora frågan är egentligen vad som händer med den ekonomiska utvecklingen och inflationen efter 2022 när pandemin klingat av?

Låt mig kort resonera lite mer om inflationens mer långsiktiga utveckling, och samspelet med löneutvecklingen i ekonomin och inflationsförväntningarna. Inflationen har under lång tid varit under målet. Snittet för KPIF-inflationen sedan millennieskiftet är 1,5 procent. Sett till hela perioden har nominella löner i genomsnitt ökat med 3 procent per år, så det har varit positiva reallöneökningar de senaste decennierna, en viktig skillnad jämfört med tiden innan inflationsmålet infördes. Men det finns en nedåtgående trend i de nominella löneökningarna. För tjugo år sedan ökade lönerna med cirka 4 procent per år, medan de under senare år ökat med cirka 2,5 procent per år. Trots att nominella löner är en viktig beståndsdel i inflationsutvecklingen har inflationsförväntningarna varit förhållandevis stabila kring 2 procent. Enligt våra prognoser stiger inflationen under kommande år till cirka 2 procent. Men för att det ska vara en mer varaktig utveckling behövs antagligen högre löneökningar och högre inflationsförväntningar än dem vi sett de senaste åren. Det kommer i varje fall inte vara enkelt att varaktigt hålla inflationen kring 2 procent.

För att summera upp min syn på penningpolitiken under det senaste dryga året – de åtgärder som Riksbanken och andra centralbanker har vidtagit för att motverka de ekonomiska effekterna av pandemin har varit framgångsrika. Tillsammans med kraftfulla finanspolitiska åtgärder dämpades effekter på tillväxt och arbetslöshet, och inflationsutvecklingen har varit förhållandevis stabil. Återhämtningen är på god väg. Men för Sveriges del är det för tidigt att dra tillbaka de penningpolitiska stimulanserna. Vi behöver hålla i ytterligare en tid för att se till att inflationen mer varaktigt utvecklas i linje med inflationsmålet. Om vi ser till det batteri av åtgärder som vidtogs under fjolåret när penningpolitiken gjordes mycket expansiv så reduceras våra åtgärder gradvis och med stor försiktighet.

Låt mig än en gång avsluta mitt inlägg med några ord om bostadsmarknaden och hushållens skuldsättning. Den höga skuldsättningen bland hushållen gör svensk ekonomi sårbar. I ett dåligt scenario kan en sättning på bostadsmarknaden transformeras till problem på bostadsobligationsmarknaden, och bli ett hot mot den finansiella och ekonomiska stabiliteten, och då också snabbt bli en fråga för penningpolitiken. Det är angeläget med åtgärder inom bostadspolitiken, skattepolitiken och makrotillsynen för att hantera hushållens skuldsättning. Om vi undviker att hantera ojämvikten på bostadsmarknaden, med allt större skuldsättning, kan vi hamna i ett scenario som är svårt att hantera, där många far illa och där även penningpolitiken dras med i händelseförloppet.

§3c. Diskussion

Vice riksbankschef Martin Flodén:

Jag vill kommentera det Per Jansson sa om värdet av att inte ändra en tidigare kommunicerad plan. Jag håller med om att det finns ett värde i att vår penningpolitik är begriplig och gärna förutsägbar. Och det är förstås viktigt att vi lever upp till utställda löften. Men vår kommunikation handlar sällan om att utlova en viss framtida penningpolitik. Vi försöker, åtminstone indirekt, vanligtvis kommunicera handlingsregler som beskriver hur vi kommer att reagera på ny information om hur ekonomin utvecklas. Det är dessutom viktigt att vi är beredda att anpassa penningpolitiken till ny information om hur våra verktyg fungerar. Som Anna Breman påpekade är vår prognos för reporäntan just en prognos och inte ett löfte, och det gäller särskilt för den mest avlägsna delen av reporäntebanan.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade

- att behålla reporäntan oförändrad på noll procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 7 juli 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 1 juli 2021 kl. 9:30,
- att publicera protokollet från dagens sammanträde måndagen den 12 juli 2021 kl. 9:30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Björn Andersson

Pia Fromlet

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