



# Penningpolitiskt protokoll

November 2022



# Sammanfattning

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

Ledamöterna konstaterade att den globala inflationen är fortsatt hög och att centralbanker världen över därför höjer sina styrräntor. I Sverige har inflationen sedan det penningpolitiska mötet i september visserligen blivit lägre än i Riksbankens prognos. Men bortsett från energipriserna har inflationen istället blivit oväntat hög vilket tyder på att inflationstrycket är högre och Riksbankens prognos för den underliggande inflationen har reviderats upp.

Ledamöterna var eniga om att styrräntan behöver höjas mer än vad de bedömde i september för att föra inflationen tillbaka till målet och de stod alla bakom beslutet att höja styrräntan med 0,75 procentenheter till 2,5 procent. Man framhöll att de långsiktiga inflationsförväntningarna förvisso har varit relativt stabila så här långt men att risken är fortsatt stor att den höga inflationen ska sätta sig i förväntningarna och leda till att förtroendet för inflationsmålet försvagas. En hög inflation under lång tid kan skapa allvarliga problem för realekonomin och ledamöterna betonade att genom att höja styrräntan mer nu minskar risken för hög inflation under lång tid och därmed också för en ännu större penningpolitisk åtstramning längre fram.

Alla ledamöter stod bakom prognosen som innebär att styrräntan sannolikt kommer att höjas ytterligare i början av nästa år, för att då vara strax under 3 procent. Ledamöterna betonade dock den stora osäkerhet som finns kring inflationsutvecklingen. Den gör det svårt att bedöma hur mycket styrräntan behöver höjas för att föra tillbaka inflationen till målet. Ledamöterna var noga med att understryka att penningpolitiken kommer att anpassas på det sätt som behövs för att säkerställa att inflationen når 2 procent inom rimlig tid.



# PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 5

DATUM: 2022-11-23

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  
Anna Breman  
Martin Flodén  
Per Jansson  
Henry Ohlsson  
---  
Bo Broman, ordförande, riksbanksfullmäktige  
Tomas Eneroth, vice ordförande, riksbanksfullmäktige  
---  
Mattias Ankarhem  
Joel Birging (§ 1-3a)  
Vesna Corbo  
Charlotta Edler  
Paul Elger  
Mattias Erlandsson, på distans  
Anders Gånge, på distans  
Jesper Hansson  
Iida Häkkinen Skans  
Jens Iversen  
Pernilla Meyersson, på distans  
Ann-Leena Mikiver  
Marianne Nessén  
Olof Sandstedt  
Åsa Olli Segendorf  
Maria Sjödin  
Ulrika Söderberg  
Anders Vredin

Det antecknades att Mattias Ankarhem och Paul Elger skulle sammanställa utkastet till penningpolitiskt protokoll.

## §3a. Den ekonomiska utvecklingen

### Marknadsutvecklingen sedan det senaste penningpolitiska mötet

**Joel Birging**, avdelningen för marknader, redogjorde för utvecklingen på de finansiella marknaderna den senaste tiden. Perioden sedan september har präglats av fortsatt höga inflationsutfall och räntehöjningar från centralbankerna. Det har bidragit till att statsobligationsräntor överlag har stigit, framför allt för kortare räntor. Utvecklingen för långräntor har varit slagigare med något större nedgångar den senaste tiden. Bidragande till nedgången för långräntor är att amerikansk KPI-inflation föll ut lägre än väntat vilket spädde på förhoppningar om att inflationstoppen är förbi. Stämmningsläget på aktiemarknaderna har förbättrats sedan i september och breda aktieindex har stigit. Volatiliteten kvarstår på energimarknaderna och utsikterna är osäkra. På oljemarknaden ska en rad sanktioner mot Ryssland snart träda i kraft och marknadsaktörer väger ett stramt utbud av olja mot risker för global tillväxt. Naturgaspriserna i Europa har fallit med hjälp av välfyllda lager och varmt väder. Den breda dollarstyrkan har avtagit och dollarindex har fallit tillbaka från årets toppnivåer. Det har i sin tur stärkt kronan mot dollarn. Kronan har dock försvagats mot euron. Inför Riksbankens räntebesked i november väntar sig analytikerna att styrräntan höjs med 75 punkter. Svenska bankanalytiker ser att styrräntan når 2,75–3 procent under 2023, vilket är något lägre än vad terminräntor indikerar.

### Läget i banksektorn och finansiell stabilitet

**Olof Sandstedt**, chef för avdelningen för finansiell stabilitet, redogjorde för läget på bostadsmarknaden samt finansieringssituationen för företag och banker. Riskerna för den finansiella stabiliteten i Sverige har ökat under året. Efter många år med låg inflation och mycket låga räntor, stigande tillgångspriser och allt högre skuldsättning är det osäkert hur ekonomins aktörer kan hantera en snabb uppgång i inflation och räntor. Detta gäller inte minst i ljuset av de sårbarheter som under lång tid har byggts upp i det svenska finansiella systemet. Det handlar i första hand om bankernas exponering mot de högt skuldsatta kommersiella fastighetsföretagen, men även om den höga skuldsättningen bland hushållen.

Hushållen pressas från olika håll och bostadspriserna fortsätter att falla. Hushållen är därtill räntekänsliga och högt skuldsatta. De allra flesta bolånetagare bedöms kunna fullfölja sina skuldbetalningar, men vissa hushåll kan få problem med att betala på sina lån. Om kostnadsläget

förblir högt under en längre tid kommer hushållens motståndskraft och betalningsförmåga att försämrast.

Högre kostnader och lägre efterfrågan väntas leda till fler företagskonkurser framöver. Samtidigt fortsätter företag att överlag ta större lån och utlåningen växer fortsatt snabbt. Fastighetsföretag är särskilt utsatta i nuvarande miljö eftersom de har stora lån och är räntekänsliga. Stigande räntor innebär att deras kassaflöden minskar och att värdet på deras fastigheter faller. Bankernas kreditförluster är alltså låga men riskerar att öka.

Avseende finansiell stabilitet kommenterade vice riksbankschef **Per Jansson** att det kunde vara intressant att titta närmare på den finansiella stabilitetsrapport som nyligen utkommit i Norge då även de har mycket rörliga bostadslån, och således hög räntekänslighet bland hushållen, men eventuellt bättre data än vad vi har.

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

**Åsa Olli Segendorf**, biträdande chef för avdelningen för penningpolitik, redogjorde för den aktuella bedömningen av den makroekonomiska utvecklingen och förslaget till penningpolitiskt beslut i utkastet till penningpolitisk rapport. Underlaget till dagens beslut har diskuterats vid fyra tillfällen: det inledande avstämningsmötet den 11 oktober, de penningpolitiska beredningsgruppsmötena den 10 och 11 november, avstämningsmötet 15 november samt på direktionsmötet den 17 november där också utkastet till penningpolitisk rapport diskuterades och bordlades.

Den höga inflationen i Sverige och i omvärlden har medfört en stramare penningpolitik med högre styrräntor. Den centrala frågan i beredningen inför dagens möte har varit inflationsutvecklingen i Sverige och i omvärlden och fördjupade analyser kring dess utveckling, orsaker och drivkrafter framöver. I beredningen har direktionsledamöterna poängterat osäkerheten i inflationsutvecklingen på både kortare och längre sikt.

Inflationen i Sverige är hög och uppgången är bred. Sedan septembermötet har den underliggande inflationen fortsatt stiga och är högre än vår prognos i september. En viktig aspekt har varit att analysera inkommande statistik och annan information efter tecken på om den höga inflationen har blivit mer persistent via högre inflationsförväntningar, löneökningar och prisökningar på produkter och tjänster vars produktionskostnader inte påverkas så mycket av energipriser. Den penningpolitiska transmissionen via finansiella marknader synes fungera väl.

Störningar på den europeiska energimarknaden till följd av minskade gasleveranser från Ryssland har medfört periodvis mycket höga elpriser som i sin tur påverkat inflationen. Framöver verkar de dock inte bli så höga som tidigare befarat. För att skydda konsumenter och företag mot kraftigt

stigande energipriser har många länder introducerat olika statliga stöd. Det är viktigt att följa dessa och hur de påverkar inflationen.

Den svenska lönebildningen fungerar väl. Också i nuvarande läge har arbetsmarknadens parter signalerat ett långsiktigt perspektiv och att de utgår från en inflation som återgår till målet. Avtalsrörelsen och dess utfall spelar stor roll för inflationsutvecklingen framöver och kommer att analyseras fortsatt under vintern och våren.

Även växelkursen påverkar inflationsutvecklingen i Sverige. I tider med ökad osäkerhet tenderar kronan att försvagas. Jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten i september har kronan blivit svagare.

Inflationen är fortsatt alldeles för hög och uppgången har varit bred i såväl Sverige som vår omvärld. I euroområdet har uppgången i inflationen fortsatt medan prisökningstakten har saktat in något i USA. Störst fokus i beredningen har satts på den höga svenska inflationen. Detaljerade analyser av inflationsutfallen och av orsakerna till den höga inflationen har varit viktiga för bedömningen av inflationsutvecklingen såväl på kort sikt som på längre sikt. Inflationen väntas sjunka under nästa år. De utbudsstörningar som blev påtagliga till följd av pandemin väntas gradvis avta. Samtidigt bedöms stramare penningpolitik bromsa efterfrågan vilket bidrar till en bättre balans mellan utbud och efterfrågan och därmed lägre inflationstryck. Åren 2024 och 2025 bedöms inflationen i omvärlden och i Sverige vara ungefär i linje med centralbankernas inflationsmål. Men det har varit ovanligt stora rörelser i inflationen de senaste åren och osäkerheten om utvecklingen framöver är därför stor.

Bedömningar av den ekonomiska utvecklingen beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Den globala tillväxten dämpas ganska snabbt det närmaste året till följd av högre inflation och stramare finansiella förhållanden. Men tillväxten repar sig 2024 då osäkerheten antas vara lägre och inflationen har fallit tillbaka.

Prognoserna bygger på att styrräntan höjs med 0,75 procentenheter till 2,50 procent. Prognosen visar att styrräntan sannolikt kommer att höjas ytterligare i början av nästa år och då hamna strax under 3 procent. I linje med tidigare prognos antas att värdepappersköpen avslutas vid årsskiftet och att innehavet av värdepapper därmed minskar i takt med förfall.

Personalen på avdelningen för penningpolitik vill ta detta tillfälle i akt att tacka dig Stefan. Det har under åren varit många intressanta penningpolitiska frågor och vi har haft givande diskussioner. Tack för allt du gjort för Riksbanken och för Sverige, och vi önskar dig all lycka till framöver.

## §3b. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

### Vice riksbankschef Per Jansson:

Jag ställer mig bakom de ekonomiska bedömningarna och de penningpolitiska antagandena i utkastet till penningpolitisk rapport.

Sedan vårt senaste penningpolitiska möte i september har inflationsutvecklingen fortsatt att vara ofördelaktig. Visserligen gick KPIF-inflationen ner i oktober jämfört med september, från 9,7 till 9,3 procent, och utfallet var också cirka 0,5 procentenheter lägre än väntat. Men rensat för energipriserna fortsatte inflationen att öka och dessutom oväntat mycket. Oktoberutfallet för KPIF-inflationen exklusive energipriser uppgick till 7,9 procent, att jämföra med 7,4 procent både i september och enligt prognosen för oktober.

Även våra mått på underliggande inflation fortsätter att teckna en dyster bild. Måttens median, som nu har ökat i sexton månader i rad och sedan oktober 2021 genomgående ligger över inflationsmålet, uppgår till 8,0 procent, att jämföra med 7,1 procent vid beräkningen med data till och med augusti i samband med mötet i september. I september noterade jag att ingetdera måttet understeg 6,5 procent. Nu ligger det lägsta måttet på 7,1 procent. Utvecklingen av den underliggande inflationen tyder på att vi alltjämt har att göra med en bred prisuppgång och detta bekräftas dessvärre också av utfallen för inflationens olika delkomponenter. De tre delindexen för livsmedel, varor och tjänster, som tillsammans summerar till drygt 90 procent av konsumtionskorgen i konsumentpriserna, bidrar nu var för sig med tydligt mer än 2 procentenheter till den sammanlagda inflationsnivån. I oktoberutfallet var det framför allt prisökningarna på livsmedel och varor som fortsatte att gå upp i en oroväckande snabb takt.

Ett helt avgörande syfte med den förda penningpolitiken är att förhindra att den för stunden stora och breda prisuppgången förväntas bestå under en lång tid framöver, eller annorlunda uttryckt att de mer långsiktiga inflationsförväntningarna börjar överstiga inflationsmålet alltför mycket. Om det skulle ske kan en pris-lönespiral uppstå, som det kan bli mycket kostsamt att bryta. En mycket glädjande omständighet i den annars mörka inflationsbilden är mot denna bakgrund att Prosperas nya mätningar av de mer långsiktiga inflationsförväntningarna visar att dessa ligger kvar nära inflationsmålet och inte uppvisar någon tendens att öka. I den allra senaste enkäten för november, som är en månadsundersökning som bara avser penningmarknadens aktörer, låg de femåriga inflationsförväntningarna på 2,3 procent, en uppgång med några hundradelar av en procentenhet jämfört med undersökningen i oktober men en i stort sett lika



stor nedgång jämfört med mätningen i september.<sup>1</sup> Någon ny kvartalsundersökning som också mäter förväntningarna hos arbetsmarknadsorganisationerna har inte gjorts sedan vårt förra penningpolitiska möte. I den senaste mätningen, som gjordes i september, uttryckte dock såväl arbetsgivarorganisationerna som arbetstagarorganisationerna ett fortsatt starkt förtroende för inflationsmålet.<sup>2</sup>

Att de mer långsiktiga inflationsförväntningarna har varit, och fortsatt är, nära 2 procent är som sagt mycket glädjande men kan inte användas som argument för att det går bra att avstå från penningpolitiska åtgärder. Tvärtom tolkar jag utvecklingen av förväntningarna som ett kvitto på att vi bedriver penningpolitiken ungefär på det sätt som krävs. De åtstramningar i penningpolitiken som vi har gjort så här långt, i form av högre ränta och räntebana samt minskat innehav av värdepapper, har varit just lagom för att hålla de mer långsiktiga inflationsförväntningarna stabila i närheten av målet – förväntningarna har varken uppvisat stora avvikelser från målet uppåt eller nedåt, så som de skulle ha gjort om penningpolitiken hade stramats åt alldeles för lite eller för mycket. Det här tycker jag är en rätt så central insikt när det gäller att tolka och förhålla sig till utvecklingen av de mer långsiktiga inflationsförväntningarna.

Den viktigaste prognosrevideringen i utkastet till penningpolitisk rapport är att inflationen exklusive energipriser nu bedöms bli högre, framför allt under nästa år. Det är mycket en följd av det oväntat höga utfallet, med få tecken på att bredden i prisökningarna är på väg att avta. Men även andra faktorer som högre löneökningar, hyror och avgifter till bostadsrättsföreningar bidrar till att hålla uppe inflationen lite längre än tidigare beräknat. Att inflationstrycket har blivit högre än väntat i vårt närområde är inte heller utan betydelse. Revideringarna av prognosen för KPIF-inflationen kompliceras av att de påverkas mycket av de stora svängningarna i energipriserna. De närmaste månaderna är prognosen lägre men under senare delen av nästa år och början av 2024 är den högre.

Att det nu tar lite längre tid för inflationstrycket att avta motiverar en något större åtstramning i penningpolitiken än vi räknade med i september. Jag ställer mig därför bakom att höja styrräntan från 1,75 till 2,5 procent samt att revidera upp prognosen för styrräntan så att den planar ut strax under 3 procent från mitten av nästa år. Med denna penningpolitik väntas inflationen vara nära inflationsmålet i ungefär samma tidsperspektiv som tidigare, nämligen kring årsskiftet 2023–24.

---

<sup>1</sup> Jag fokuserar som vanligt på förväntningarna för KPI-inflationen snarare än för KPIF-inflationen, då svarsfrekvensen för KPIF-inflationen ofta är lägre. Eftersom vi nu är inne i en period då räntan höjs kan det framöver bli viktigare att följa och betona förväntningarna för KPIF-inflationen. För de femåriga inflationsförväntningarna är dock skillnaderna mellan de två måtten för stunden små.

<sup>2</sup> De mer långsiktiga inflationsförväntningarna beräknade från marknadsprissättningen på finansiella kontrakt har generellt sett gått ner sedan vårt septembermöte. Av olika skäl som jag har utvecklat tidigare fäster jag dock mindre vikt vid dessa.

Det fortsätter att ge svensk lönebildning stabila förutsättningar, med goda utsikter för reallöneökningar redan från 2024 och framåt.

Att i det här läget bedöma hur mycket penningpolitiken behöver stramas åt för att få önskad effekt på inflationen men inte skapa en alltför stor realekonomisk nedgång med stora bortfall i produktion och sysselsättning är inte lätt. I debatten har röster höjts om att vi tar i för mycket och riskerar att knäcka ekonomin. Kritikerna är tydliga med att de tycker att våra åtstramningar är för stora men det framgår sällan på vilket sätt man menar att penningpolitiken faktiskt ska bedrivas för att den ska kunna förhindra att den höga inflationen biter sig fast under lång tid. Om man, som vi i direktionen gör, i stället anser att den största faran för den svenska realekonomin är att inflationen länge förblir hög och att det i förlängningen leder till mer långsiktiga inflationsförväntningar som klart överstiger inflationsmålet, ja då blir perspektiven på de penningpolitiska åtstramningarna som vi nu gör förstås annorlunda. I ett läge där aktörerna har tappat förtroendet för inflationsmålet skulle det nämligen, för att återfå detta förtroende, krävas betydligt större räntehöjningar än de som har genomförts och ligger i våra planer framöver. Detta gäller det alltså att undvika.

Själva utgångspunkten att våra penningpolitiska åtstramningar är orimligt stora tycker jag inte heller är självklar. Visst, att höja räntan med 2,5 procentenheter sedan april och ha för avsikt att fortsätta att höja den till strax under 3 procent kan låta mycket men med tanke på det stora inflationsproblemet vi har att hantera kan man faktiskt tycka att åtstramningen inte är så jättestor. Vi räknar nu med att klara av att få ner inflationen från en nivå som vi inte har sett sedan höginflationsåren på 1970- och 1980-talen med en styrränta som bara är en knapp procentenhet högre än under räntetoppen hösten 2011 och nästan två procentenheter lägre än under räntetoppen hösten 2008.

Vid en internationell jämförelse framstår inte heller Riksbankens räntehöjningar som särskilt aggressiva. Vi har hittills under 2022 höjt räntan med 0,5 procentenheter mer än ECB och Norges Bank men mycket talar för att den skillnaden försvinner när dessa centralbanker publicerar sitt nästa räntebeslut i december. När det gäller många andra centralbanker, till exempel Federal Reserve, Bank of England och Bank of Canada, är Riksbankens räntehöjningar i år mindre – och detta utan att ha räknat in att dessa centralbanker sannolikt kommer att höja sina styrräntor ytterligare före årsskiftet.

En mer passande beskrivning av Riksbankens genomförda och planerade penningpolitiska åtstramning är enligt min mening att den både i ett historiskt och i ett internationellt perspektiv är relativt försiktig. För att åtstramningen ska vara tillräcklig krävs i själva verket också att ett antal ganska gynnsamma prognosantaganden visar sig hålla. Till dessa hör att företagens

prissättningsbeteende måste återgå till att bli mer normalt när efterfrågan framöver blir svagare, att man i lönebildningen fortsätter att ha ett långsiktigt perspektiv och inte satsar på stora kompensatoriska löneökningar och att finanspolitiken begränsas till riktade åtgärder till särskilt drabbade grupper. Dessa antaganden är förvisso inte orealistiska men det förtjänar att understrykas att de måste hålla om den penningpolitiska åtstramningen ska vara tillräcklig.

Förhoppningsvis har vi nu de största höjningarna av styrräntan bakom oss. Enligt prognosen ska det räcka med att höja styrräntan med ytterligare knappt 0,5 procentenheter i början av nästa år. Därefter ska den högre styrräntenivån gradvis få verka och bidra till att inflationen hamnar nära 2 procent 2024. Det här kan ses som en ny fas i den penningpolitiska strategin, där fokus sätts på styrräntans nivå snarare än, så som hittills varit fallet, dess förändring. Att bedöma vilken penningpolitik som krävs för att återföra inflationen till målet inom rimlig tid fortsätter att vara väldigt osäkert och svårt. Beredskapen att revidera den penningpolitiska planen måste därför fortsatt vara stor. Men den nya fasen i den penningpolitiska strategin ger uttryck för att vi nu både tror och hoppas att vi är nära en nivå för styrräntan som inte ska behöva bli så väldigt mycket högre.

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

Jag ställer mig bakom förslaget att höja styrräntan med 0,75 procentenheter till 2,5 procent, förslaget till prognos för styrräntan och utkastet till penningpolitisk rapport.

Vid de tre senaste penningpolitiska mötena, i april, juni och september, har vi höjt styrräntan mer än vi hade indikerat vid föregående möte. De snabba räntehöjningarna var nödvändiga eftersom inflationen hade stigit snabbt – betydligt snabbare än vi hade bedömt i våra prognoser – och till nivåer långt över vårt inflationsmål.

Utvecklingen efter det penningpolitiska mötet i september har inte varit riktigt lika oroande som inför de tidigare mötena i år. Vi ser allt tydligare tecken på att den penningpolitiska åtstramningen i såväl omvärlden som Sverige får avsedd effekt. Fraktkostnader och priset på flera råvaror har fallit tydligt de senaste månaderna, bland annat på grund av att räntehöjningarna dämpar efterfrågan internationellt. I Sverige ser vi bland annat tecken på att hushållens konsumtion har börjat minska. Vi ser också att bostadspriserna faller och att utlåningen till hushåll ökar relativt långsamt jämfört med hur de har ökat de senaste decennierna.

En annan viktig observation är att elpriserna har dämpats. Som en följd av överraskande låga elpriser blev KPIF-inflationen 9,3 procent i oktober, en halv procentenhet lägre än vår prognos i samband med det penningpolitiska mötet i september. Och enligt prissättningen på de finansiella

marknaderna väntas elpriserna visserligen bli mycket höga i vinter, men ändå betydligt lägre än vad prissättningen tydde på inför vårt förra möte.

När vi försöker analysera hur inflationen ska utvecklas framöver brukar fokus vara på mått som renser bort energiprisernas direkta effekter på inflationen. Men när energipriserna nu under lång tid varit avsevärt högre än vanligt kan vi inte bortse från deras utveckling. Inflationsuppgången i år förklaras ju till stor del av spridningseffekter från höga energipriser till konsumentpriserna på varor, tjänster och livsmedel. Risken att inflationen ska bita sig fast på en hög nivå minskar förstås om elpriserna blir lägre än vi tidigare befarat.

Ännu viktigare är att de långsiktiga inflationsförväntningarna ligger på en bra nivå och att förtroendet för inflationsmålet verkar starkt trots att inflationen nu ligger så mycket högre än vårt mål. De långsiktiga inflationsförväntningarna enligt Prosperas undersökning ligger strax över 2 procent medan de förväntningar som indikeras av prissättningen på de finansiella marknaderna har fallit snabbt de senaste månaderna och nu indikerar en långsiktig inflation något under målet. Det här måttet är förknippat med vissa problem och ska därför tolkas försiktigt. Större vikt lägger jag på uttalanden från parterna på arbetsmarknaden, och att de har uttryckt att inflationsmålet ska vara en utgångspunkt för lönebildningen.

Allt det här talar för att vi skulle kunna hålla fast vid den penningpolitiska planen från vårt möte i september där vi indikerade att styrräntan mest sannolikt skulle höjas med 0,5 procentenheter idag. Men det finns även några faktorer som har gått åt fel håll och som medför att en större räntehöjning ändå är nödvändig.

Utländska centralbanker har fortsatt att höja sina styrräntor snabbt och marknadens prissättning av framtida räntehöjningar i dessa länder har skiftat upp. De utländska räntehöjningarna riskerar att spilla över på kronan och medföra högre importpriser, och då i förlängningen lite högre inflation, om inte vårt ränteläge följer med uppåt.

Det här har dock inte vägt särskilt tungt för mitt ställningstagande idag. Kronan har visserligen tidvis varit mycket svag efter mötet i september, men dels blir inflationsimpulsen från växelkursen förhållandevis liten jämfört med alla andra prisrörelser vi har sett under året, dels har kronan varit så svag att jag är övertygad om att den på lite sikt kommer att stärkas även om vi höjer styrräntan lite mindre än andra centralbanker. Mina resonemang kring det här stämmer alltså väl med analysen i fördjupningsrutan om växelkursen i utkastet till penningpolitisk rapport.

En faktor som däremot har vägt tungt i min bedömning är att den underliggande inflationen i oktober blev betydligt högre än i vår prognos. Mätt med KPIF exklusive energi blev inflationen 7,9 procent, vilket var 0,5 procentenheter högre än prognosen vid vårt penningpolitiska möte i

september. Utfallet var alltså betydligt högre än vår prognos, och förklaras inte av någon enskild tillfällig komponent. Det här tyder på att inflationstrycket fortfarande är högt, och vår prognos för den underliggande inflationen nästa år revideras nu upp med nästan en procentenhet. För att inflationen ska närma sig 2 procent mot slutet av nästa år behöver penningpolitiken stramas åt lite snabbare än vi tidigare bedömde.

Att den underliggande inflationen blev så hög har som sagt vägt tungt i min bedömning inför dagens penningpolitiska beslut. Om inflationen hade blivit i linje med vår prognos från september hade jag förespråkat en höjning av styrräntan med 0,5 procentenheter idag.

Prognosförslaget i rapportutkastet indikerar att styrräntan behöver höjas även vid vårt nästa penningpolitiska möte, i februari nästa år, mest sannolikt med 0,25 procentenheter. Det här är en prognos som jag står bakom men jag har pekat på ett antal faktorer som tyder på att penningpolitiken börjar få effekt och som därmed talar för att inflationen kan falla tillbaka mot målet utan att vi behöver höja räntan särskilt mycket mer efter dagens höjning. Mycket är fortfarande osäkert, men om den här bilden stärks till vårt möte i februari kan det bli aktuellt att lämna styrräntan oförändrad vid nästa möte.

Till sist konstaterar jag att vi idag inte planerar att fatta något nytt beslut om tillgångsköp. Det betyder att alla köp upphör vid årsskiftet och att vårt innehav kommer att minska i takt med att obligationerna förfaller. Riskpremierna på bostads-, kommun- och företagsobligationer har stigit i år och ligger nu på en högre nivå än före pandemin. En del av uppgången kan bero på att våra köp i år har varit förhållandevis små och att marknaden dessutom räknar med att våra köp upphör vid årsskiftet. Men jag tror att våra köp på sin höjd förklarar en liten del av det senaste årets rörelse i riskpremierna. Med tanke på det osäkra ekonomiska läget är det naturligt att riskpremierna har stigit. Jag bedömer att avslutade köp i det här marknadsläget inte på något avgörande sätt medför att penningpolitiken stramas åt.

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

Inledningsvis vill jag säga att jag ställer mig bakom förslaget att höja styrräntan med 0,75 procentenheter till 2,5 procent och förslaget till tidsbana för styrräntan. Jag ställer mig också bakom konjunkturbilden i utkastet till penningpolitisk rapport. När det gäller prognoserna har jag en synpunkt.

Inflationen har stigit snabbt i omvärlden. Under 2021 steg inflationstakten i USA till 4,7 procent. I år har inflationstakten där fortsatt uppåt. I utkastet till penningpolitisk rapport görs prognosen att inflationen i USA kommer att bli 8,1 procent i år. Inom euroområdet började inflationstakten att stiga något senare. För helåret 2021 steg inflationen till 2,6 procent. För euroområdet är

prognosen 8,5 procent under 2022 i utkastet till penningpolitisk rapport. Den handelsvägda (KIX-vägda) inflationstakten i omvärlden var 3,1 procent under 2021. Den förväntas bli 8,1 procent under 2022 enligt utkastet till penningpolitisk rapport.

Den snabbt stigande inflationen har medfört kraftiga penningpolitiska reaktioner på många håll runt om i världen. Årsgenomsnittet under 2022 för KIX-vägda styrräntan bedöms att hamna på 0,5 procent. När höjningarna av styrräntor slår igenom under hela det kommande året är prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport att årsgenomsnittet stiger till 2,9 procent för 2023.

KPIF-inflation i Sverige var 2,4 procent under 2021. Den förväntas bli 7,6 procent under 2022 enligt utkastet till penningpolitisk rapport. Utvecklingen i Sverige har varit ungefär som den i euroområdet. Styrräntan i Sverige kommer att hamna på ett årsgenomsnitt på 0,7 med de penningpolitiska beslut jag räknar med att vi kommer att fatta idag. I och med dessa beslut kommer prognosen för 2023 bli ett årsgenomsnitt på 2,8 procent. Min slutsats av denna genomgång är att inflation och styrränta i Sverige inte avviker särskilt mycket från inflation och styrräntor i omvärlden.

En fundamental utgångspunkt för penningpolitiken är att KPIF är målvariabel för penningpolitiken sedan 2017. KPIF:s ökningstakt är med andra ord det mått på hur snabbt levnadskostnaderna stiger som är utgångspunkten för målet om prisstabilitet. Vid den senaste inflationsmätningen i oktober 2022 låg den årliga ökningstakten för KPIF på 9,3 procent jämfört med samma månad ett år tidigare. Det är mycket långt över inflationsmålet på 2 procent. Det är mycket länge sedan levnadskostnaderna i Sverige ökade lika snabbt som de har gjort under 2022.

Det blir här naturligt att övergå 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 kring 2,3 procent under de senaste månaderna. Den senaste femårsmätningen för penningmarknadsaktörer från november 2022 ligger också på 2,3 procent i medeltal.

Jag vill understryka att penningmarknadsaktörernas inflationsförväntningar inte bildas i ett vakuum. Dessa aktörer bildar samtidigt förväntningar om en rad makroekonomiska nyckelvariabler. Hit hör, vid sidan om inflationen, bland annat förväntningar om den kommande penningpolitiken. I november 2022 förväntade sig penningmarknadsaktörerna en styrränta på avrundat 2,7 procent tolv månader fram i tiden och en styrränta på 2,3 procent 24 månader fram i tiden från november 2022. Med andra ord, penningmarknadsaktörernas femårsförväntningar

för inflationen på 2,3 procent byggde på en förväntan om en mindre expansiv penningpolitik under kommande år än vad som råder nu.

De prisökningar vi har sett under året är inget penningpolitiken kan göra något åt. Men den höga inflationen riskerar att dra igång en spiral av prishöjningar, löneglidning, prishöjningar, löneglidning etc. i närtid. Det är centralt att mota sådana tendenser i tid. Det är alldeles uppenbart för mig att penningpolitiken måste bli mycket mindre expansiv. Som jag ser det är det därför nödvändigt att höja styrräntan väsentligt. Det är också min bedömning att dagens i och för sig stora höjning kan visa sig vara i det minsta laget. Om det hade funnits en majoritet för att höja med 1 procentenhet hade jag stött en sådan höjning. Räntebanan innebär dock att prognosen är att fler höjningar kommer varför jag stödjer dagens beslut.

I utkastet till penningpolitisk rapport redovisas en helårsprognos för KPIF-inflationen under 2024 på 1,5 procent. Jag delar inte den bedömningen. Som jag ser det kommer vi i bästa fall under 2024 vara nära inflationsmålet på 2 procent efter att ha närmat oss målet ovanifrån.

Det är viktigt att understryka att de tidigare höjningarna av styrräntan tillsammans med dagens stora höjning inte gör att penningpolitiken i Sverige i väsentlig grad skiljer sig från penningpolitiken i omvärlden. Detta är en av faktorerna bakom varför den svenska kronan inte har stärkts hittills under året.

Sammanfattningsvis, jag ställer mig bakom förslaget att höja styrräntan med 0,75 procentenheter till 2,5 procent och förslaget till tidsbana för styrräntan. Jag ställer mig också bakom konjunkturbilden i utkastet till penningpolitisk rapport. När det gäller prognoserna har jag en synpunkt när det gäller prognosen för KPIF-inflationen under 2024.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** följde upp med en kommentar. Av ditt inlägg förstod jag att du inte står bakom förslaget på prognos för KPIF-inflationen under 2024. Kan du redogöra för vilka faktorer bakom prognosen som du inte står bakom? Bedömer du till exempel att prognosen för den underliggande inflationen och löneökningarna är för låg? Eller är det prognosen för energipriserna som är för låg?

Vice riksbankschef **Henry Ohlsson** svarade. Jag står bakom förslaget till penningpolitisk rapport och styrränta, men har en synpunkt. Jag gör en samlad bedömning och tror inte att KPIF-inflationen kommer ner till 2 procent 2024. Jag har dock ej dissekerat de olika bidragen i detalj.

## **Förste vice riksbankschef Anna Breman:**

Jag stödjer förslaget att höja styrräntan, räntebanan och prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport.<sup>3</sup>

Min bedömning är att penningpolitiken nu är mycket åtstramande. Svensk ekonomi bromsar in, men det är främst under nästa år som detta ger tydligt avtryck i inflationen. Att inflationen inte faller snabbare, trots räntehöjningar, betyder inte att penningpolitiken inte fungerar utan det reflekterar att det tar tid för hushåll och företag att anpassa sig till ett nytt ränteläge. Kortsiktigt svagare tillväxt när räntor stiger måste vägas mot de långsiktiga samhällsekonomiska vinsterna av en låg och stabil inflation; att inflationsmålet agerar som ett ankare för pris- och lönebildning.

Idag vill jag börja med att kommentera inflationsutfallen och utsikterna för inflationen för att sedan diskutera penningpolitiska överväganden.

Vid det förra mötet betonade jag att riskbilden för inflationen började bli mer balanserad, till skillnad från inledningen av 2022 då riskerna var entydigt på uppsidan. Sedan dess har inflationsutfallen varit nära prognos, men olika mått har avvikit åt olika håll. I det senaste utfallet för oktober månad var inflationen mätt som KPIF något lägre medan underliggande inflation mätt som KPIF exklusive energi var något högre än i vår senaste prognos. Att underliggande inflation fortsätter att stiga motiverar att vi höjer styrräntan med 0,75 procentenheter och reviderar upp räntebanan vid dagens möte.

Utsikterna för inflationen pekar dock på en lägre inflation framöver. För det första börjar de pandemirelaterade utbudsstörningarna klinga av. Fraktkostnader och råvarupriser har fallit tillbaka kraftigt. Det bör ha en effekt på inflationen, men det tenderar att ta tid innan det slår igenom i konsumentpriser. För det andra ser vi att globalt prissatta energipriser och livsmedelspriser, som steg som en följd av Rysslands invasion av Ukraina, har fallit tillbaka. För det tredje ser vi att efterfrågan i svensk ekonomi mattas av som en följd av åtstramande penningpolitik i Sverige, samt i vår omvärld. Dessa faktorer kommer att bidra till att inflationen faller tillbaka under nästa år.

Andra faktorer som kan påverka inflationen är växelkursen, lönerörelsen och företagens prissättningsbeteende. Valutakurseffekter och avtalsrörelsen diskuteras ingående och väl i utkastet till den penningpolitiska rapporten och jag kommenterar därför inte ytterligare.<sup>4</sup> Jag vill dock kommentera kort företagens prissättningsbeteende, som visar tecken på att ha ändrats. Vissa företag drabbas hårt av stigande kostnader och kan inte föra över dessa till konsumenter. Andra företag verkar mer än väl kunna kompensera sig för ökande kostnader. I svensk ekonomi

---

<sup>3</sup> Jag ställer mig även bakom att helt avsluta återinvesteringar av obligationer från årsskiftet. Detta är inget formellt beslut, men en del av den samlade penningpolitiken.

<sup>4</sup> För diskussion kring avtalsrörelsen och lönebildningen se exempelvis kapitel 1 och kapitel 3 i utkastet till penningpolitisk rapport, För valutakurseffekter se exempelvis fördjupningen "Varför har kronan försvagats i år" i utkastet till penningpolitisk rapport.



som helhet har företagens vinstandelar stigit.<sup>5</sup> Företagen väntas dessutom få en stor del av den nya elpriskompensationen på 55 miljarder, vilket bör minska deras behov av prisökningar i närtid.<sup>6</sup> Konkurrenskraftiga och lönsamma företag är bra. Samtidigt är det viktigt att undersöka om exempelvis bristande konkurrens i vissa sektorer gör att företagens prissättningsbeteende har ändrats. Det skulle kunna göra det svårare än tidigare att få ned inflationen till målet. Ytterligare analys behövs för att få bättre information kring detta.

Risken för fortsatt stora svängningar i energipriser försvårar analysen av företagens prissättningsbeteende och prognosarbetet i allmänhet. Så länge Rysslands illegala invasion av Ukraina pågår kan det förstärka den redan höga volatiliteten i energipriser och även i livsmedelspriser. Historiskt har sambandet mellan energipriser och underliggande inflation varit svagt. Men de mycket höga elpriser som vi har haft det senaste året kan ha större genomslag nu genom omfattande indirekta effekter på övriga priser, och därmed på underliggande inflation.<sup>7</sup>

Inflationen i Sverige är bred, men de högsta prisökningarna är just på energi och livsmedel. Det riskerar att bidra till höga inflationsförväntningar hos hushållen då dessa påverkas mer av varor och tjänster som konsumeras ofta.<sup>8</sup> Det är därför mycket positivt att olika mått på långsiktiga inflationsförväntningar fortsätter att vara väl förankrade. Vi ser dessutom att kortsiktiga inflationsförväntningar har fallit tillbaka något.<sup>9</sup>

För att sammanfatta utsikterna för inflationen vill jag lyfta fram att förutsättningarna för att inflationen ska falla tillbaka har stärkts sedan förra mötet, men att volatila energipriser fortsatt är en stor osäkerhetsfaktor och att faran för att inflationen biter sig fast på hög nivå inte är över.

Med detta som bakgrund, låt mig komma in på de penningpolitiska övervägandena vid dagens möte.

Jag sa redan i inledningen att jag bedömer att penningpolitiken nu är kraftigt åtstramande. Jag bygger den bedömning på att penningpolitiken nu är en kombination av högre styrränta, uppreviderad räntebana samt minskning i innehav av värdepapper. Det innebär att den samlade penningpolitiken med stor sannolikhet är mer åtstramande än vad nivån på styrräntan gör

---

<sup>5</sup> Se sida 43 och diagram 38 i utkastet till penningpolitisk rapport.

<sup>6</sup> Se faktaruta "Stora variationer i hur marknadspriser på energi påverkar inflationen i olika länder" sida 34–35 i utkastet till penningpolitisk rapport.

<sup>7</sup> Se fördjupningen "Höga energipriser – hur kommer andra konsumentpriser att påverkas?" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2022.

<sup>8</sup> Se tal A. Breman (2022), 23 mars 2022, Sveriges Riksbank, [Inflation och penningpolitik i skuggan av ett krig](#).

<sup>9</sup> Se diagram 1 och diagram 16 i utkastet till penningpolitisk rapport.

gällande. Det finns studier som tar hänsyn till de samlade åtgärderna genom att beräkna en "proxy-styrränta".<sup>10</sup> Det skulle vara intressant att göra samma sak för Sverige.

Utöver detta behöver vi ta hänsyn till att vår ekonomi är mer räntekänslig än vad den varit historiskt och mer än i andra länder.<sup>11</sup> Vi har inte, sedan inflationsmålet infördes, haft en så snabb uppgång i styrräntan i Sverige. Den senaste gången styrräntan höjdes med 2,5 procentenheter var 2006–2007. Då tog den motsvarande höjningar mer än 600 dagar, vilket är tre gånger längre tid mot i år.<sup>12</sup> Hastigheten i höjningarna nu motiveras av en snabb uppgång i inflationen och ett behov av att få ner inflationen till målet.

Det är i detta sammanhang viktigt att vi är tydliga med att det fortfarande finns risker både med att agera för lite och för mycket. Detta börjar bli en allt svårare avvägning ju högre nivå vi får på styrräntan. För små räntehöjningar kan alltså leda till en pris- och lönespiral och att ännu högre räntehöjningar krävs.<sup>13</sup> En alltför kraftig åtstramning riskerar att leda till en djup och utdragen lågkonjunktur, vilket gör det svårare att upprätthålla inflationsmålet på sikt. Exempelvis skulle en nedgång i svensk bostadsmarknad och i den kommersiella fastighetssektorn kunna förstärka konjunkturedgången, vilket i sin tur kan ge instabilitet i både realekonomin och inflationen. För att varaktigt uppnå en låg och stabil inflation ska penningpolitiken dämpa, inte förstärka, konjunktursvängningar.

Om inte underliggande inflation hade fortsatt att stiga hade jag förespråkat en lägre höjning av styrräntan. Med dagens höjning bedömer jag att vi närmar oss en nivå då styrräntan sedan kan hållas oförändrad under en tid. Jag vill betona att jag stödjer den reviderade profilen på räntebanan vid dagens möte, det vill säga en räntebana som planar ut snarare än att indikerar en viss sannolikhet för en räntesänkning. Det finns flera orsaker till detta som jag diskuterade i förra protokollet. Låt mig dock lyfta fram en aspekt.

Som jag ofta upprepar – det tar tid för penningpolitiken att ha full effekt. Det innebär att om vi sänker för tidigt riskerar inflationen att börja stiga igen. När det dessutom finns uppåtrisker på underliggande inflationen på medelfristen föredrar jag en räntebana där styrränta ligger stilla under en period. Jag bedömer att det i dagsläget är en väl avvägd penningpolitik för att varaktigt föra inflationen tillbaka till målet. Med detta sagt kan ny information tillkomma som förändrar utsikterna för inflationen. I en globalt volatil miljö behöver vi ha beredskap för att anpassa

---

<sup>10</sup> Se exempelvis J. Choi, T. Doh, A. Foerster och Z. Martinez (2022) "Monetary Policy Stance Is Tighter than Federal Funds Rate" FRBSF Economic Letters No 2022–30, Federal Reserve Bank of San Francisco och J. Choi och T. Doh (2016) "Measuring the Stance of Monetary Policy on and off the Zero Lower Bound" FRB Kansas City Economic Review 101(3), Federal Reserve Bank of Kansas City.

<sup>11</sup> Se fördjupningen "Högre räntekänslighet i den svenska ekonomin" i *Penningpolitisk rapport*, september 2022.

<sup>12</sup> Se diagram 22 i utkastet till penningpolitisk rapport.

<sup>13</sup> Se fördjupningen "Alternativa scenarier för inflationen och penningpolitiken" i utkastet till penningpolitisk rapport.

penningpolitiken; en större höjning, sänkning eller att avvakta med förändring i styrräntan och/eller i innehavet av värdepapper kan bli aktuellt även i närtid.

Låt mig sammanfatta. Jag stödjer en räntehöjning, räntebanan samt att vi avslutar återinvesteringar av värdepapper vid årsskiftet. I och med detta är Riksbankens penningpolitik nu mycket åtstramande, vilket bidrar till att ekonomisk aktivitet bromsar in och att inflationen återgår till målet. Anpassningen kommer att bli smärtsam för många hushåll och företag. Kortsiktigt lägre tillväxt måste dock vägas mot de långsiktiga samhällsekonomiska vinsterna av en återgång till låg och stabil inflation.

### **Riksbankschef Stefan Ingves:**

Det här är mitt sista ordinarie penningpolitiska möte. Jag vill därför mot slutet av mitt inlägg ägna lite tid åt att göra några övergripande reflektioner baserade på mina erfarenheter från 17 år som penningpolitisk beslutsfattare. Men jag inleder med att redogöra för mina ställningstaganden gällande det aktuella beslutet, och jag kommer att vara lite mer kortfattad än vanligt.

Jag ställer mig bakom de prognoser och bedömningar som görs i utkastet till penningpolitisk rapport. Den speglar väl det rådande ekonomiska och penningpolitiska läget. Sedan det förra penningpolitiska mötet i september har inflationsutvecklingen överraskat på ett negativt sätt, och det underliggande inflationstrycket är högre än vad vi tidigare sett framför oss. Det finns skäl att förvänta sig att dagens höga inflation faller tillbaka nästa år då till exempel direkta och indirekta effekter av gångna energiprishöjningar och flaskhalsproblematik faller ur inflationstalen. Men för att se till att inflationen inte varaktigt fastnar på, säg, 5–6 procent behöver penningpolitiken fortsätta att stramas åt. Därför stödjer jag förslaget att höja styrräntan med 0,75 procentenheter till 2,5 procent. Prognosen för styrräntan har också höjts, och indikerar nu att räntan i början av nästa år är nära 3 procent. Detta menar jag är en rimlig prognos, inte minst för att 3 procent knappast kan ses som en hög styrränta när inflationen är närmre 10 procent. Samtidigt är räntebanan kanske än mer än vanligt en prognos och inte ett löfte. Jag skulle inte alls bli särskilt förvånad om räntan längre fram behöver höjas ytterligare, och därtill, när det är dags att sänka räntan, ja det vet vi ingenting om. Utöver dagens diskussion om räntan är det också värt att påpeka att vår obligationsportfölj kommer att förfalla i en ganska snabb takt. Det är också en penningpolitisk åtstramning i sig utöver dagens styrräntehöjning. Samtidigt är det enligt min mening viktigt att på lång sikt fortsätta med ett betydande obligationsinnehav i svenska kronor. Annars tappar Riksbanken snabbt sin praktiska förmåga att komplettera penningpolitiken på detta sätt. En förmåga som jag menar är alldeles nödvändig att ha också i

framtiden. Jag vill här även notera att avsluten av obligationsköpen vid årsskiftet inte kräver något formellt beslut.

Penningpolitiken agerar nu välavvägt och med kraft för att försvara förtroendet för inflationsmålet. Det är viktigt att agera i närtid för att se till att det underliggande inflationstrycket och de långsiktiga inflationsförväntningarna utvecklas på ett sätt som är förenligt med inflationsmålet. Genom ett sånt agerande borgar vi för en bättre och mer stabil ekonomisk utveckling på sikt.

Den ekonomiska utvecklingen i vår omvärld är central för utformningen av svensk penningpolitik, något som jag tycker ofta underskattas i den inhemska diskussionen. Omvärldsutvecklingen har varit särskilt svårbedömd de senaste åren. Det pågående kriget i Ukraina medför framförallt ett fortsatt stort mänskligt lidande. Men det är även en källa till stor makroekonomisk osäkerhet, kanske främst i Europa. Kriget samt de fortsatta åtgärderna för att hantera corona-pandemin på olika håll i världen är de huvudsakliga skälen till att den globala ekonomin nu är inne i en fas med vikande tillväxt men hög inflation. Vår prognos för den KIX-vägda tillväxten uppgår till 2,9 procent i år, följt av knappt 1 procent nästa år och kring 2 procent åren därefter. Vår prognos för den KIX-vägda inflationen har justerats upp något, till drygt 8 procent i år, 5 procent under 2023 och kring 2,5 procent åren därefter. Att inflationen sjunker under kommande år speglar dels att de utbudstörningar som var skälet till att inflationen tog fart väntas klinga av framöver, dels att centralbanker stramar åt penningpolitiken.

Den svenska inflationsutvecklingen har under det senaste året varit dramatisk, men det bör tilläggas att den liknar inflationsutvecklingen i vår omvärld. På ett år har KPIF-inflationen stigit från runt 3 procent till, nu senast i oktober, 9,3 procent. Under samma period har även KPIFxe har stigit, från en bit under 2 procent till 7,9 procent i oktober. I våra prognoser väntas prisökningstakten avta väsentligt nästa år, när effekterna av utbudschocker som den tidigare energiprisuppgången klingat av. Men även penningpolitiken bidrar på ett avgörande sätt, dels genom stramare finansiella förhållanden som verkar dämpande på efterfrågan, dels genom en tydlig kommunikation om att Riksbanken kommer att fortsätta att agera för att inflationen återgår till 2 procent inom en rimlig tidshorisont.

Man kan säga att mycket står på spel nu, inte bara i Sverige utan även på andra håll. De länder som i rådande besvärliga läge lyckas föra en långsiktigt ansvarsfull samlad ekonomisk politik har

sannolikt bäddat för en mycket god ekonomisk utveckling de efterföljande 5–10 åren, och omvänt där man misslyckas med den ekonomiska politiken.

Detta är som sagt mitt sista penningpolitiska möte. Jag vill därför ta tillfället i akt och göra några reflektioner som bygger på mina 17 år som ansvarig – tillsammans med övriga i direktionen – för utformningen av penningpolitiken i Sverige.

För det första – det ramverk som svensk penningpolitik sedan 30 år tillbaka baseras på, inflationsmålspolitiken, har i stora drag fungerat väl. Med det menar jag att inflationen har hållits på låga och stabila nivåer. Ett undantag är förstås den episod vi är inne i nu, men den beror på exceptionella faktorer – krig och pandemi – och med rätt utformad penningpolitik är inflationen åter på målet inom några år.

Det är möjligt att de huvudsakliga skälen till den stabila prisutvecklingen i Sverige under de 30 åren med inflationsmål har att göra med trender i vår omvärld: globalisering, digitalisering, de stora globala sparande-överskotten som tillsammans gjorde att inflation och internationella realräntor sjönk trendmässigt. Men det finns även inhemska skäl till den goda utvecklingen. Efter kriserna i början av 1990-talet – bankkrisen, valutakrisen, hög statskuld och den djupa lågkonjunktur som följde – sattes ett antal reformer i syfte att bryta 1970- och 1980-talets negativa utveckling, framförallt den höga inflationen. En oberoende centralbank med ett inflationsmål var ett av flera viktiga element.

Betydelsen av de här reformerna kan nog inte överskattas. Under 1970- och 1980-talen var den svenska inflationen kroniskt högre än i vår omvärld, vilket i sin tur ledde till oreda i den ekonomiska politiken och en sämre fungerande ekonomi. Det är en stor framgång att det mönstret bröts.

För det andra – även om målet för svensk penningpolitik varit oförändrad under alla dessa år har medlen för att uppnå målet utvecklats över tid. Detta har varit en naturlig följd av strukturella förändringar i världsekonomin och i den finansiella sektorn, både utomlands och hemmavid. Till de strukturella förändringarna hör att globala realräntor sjunkit trendmässigt, som jag nämnde tidigare. Fallet i långsiktiga realräntor, som penningpolitiken inte kan påverka, drog med sig nominella styrräntor i hela världen. Centralbanker, även Riksbanken, fick börja använda ny-gamla penningpolitiska verktyg i form av köp av värdepapper för att kunna hålla inflationen stabil. Förändringarna i den finansiella sektorns struktur och storlek har också påverkat hur till exempel Riksbanken agerat för att uppnå inflationsmålet. Ett färskt exempel är från våren 2020 då det blev nödvändigt att agera direkt på marknaden för företagsobligationer när Riksbankens olika lånearrangemang med bankerna inte spred sig vidare i tillräcklig omfattning till resten av ekonomin. Tro inte att det finns en och endast en form av penningpolitik. Verkligheten är

betydligt mer komplicerad än så. Det samma gäller kopplingen mellan penningpolitik och finansiell stabilitet.

Med andra ord – den terräng som vi rör oss i när vi bedriver svensk penningpolitik ändras hela tiden, och den kan även skilja sig från hur det ser ut i andra länder. Av den anledningen behöver penningpolitik utformas även efter lokala förhållanden. Det finns ingen 'one-size-fits-all modell' för hur penningpolitik bäst bedrivs. Och den penningpolitiska analysen behöver ständigt uppdateras för att ta in de nya omvärldsfaktorer som påverkar inflationens utveckling och penningpolitikens genomslag. Låt mig samtidigt varna för en övertro på 'fine-tuning i penningpolitiken', det vill säga uppfattningen att centralbanker kan styra ekonomin och inflationen i detalj. Detta gäller särskilt för centralbanker i små öppna ekonomier som den svenska, där impulser från omvärlden styr så mycket av den ekonomiska utvecklingen. En välavvägd penningpolitik behöver vara långsiktig, envis och med fokus på att uppnå inflationsmålet inom en rimlig tidshorisont.

Avslutningsvis vill jag tacka mina nuvarande och tidigare kollegor i direktionen för ett gott samarbete. Ett fungerande kollektivt beslutsfattande innebär att det sällan finns ett och endast ett absolut rätt. Tillräckligt nära är gott nog!

Jag vill även tacka alla de medarbetare på olika avdelningar på Riksbanken som på olika sätt deltar i den långa rad av skeenden som leder fram till ett penningpolitiskt beslut: analysen av den ekonomiska och finansiella utvecklingen och av inflationens drivkrafter; den praktiska implementeringen av penningpolitiken som i grund och botten handlar om att förändra villkoren – dvs. både priser och kvantiteter – på de finansiella marknaderna, att använda Riksbankens balansräkning; och alla förberedelser för att kommunicera bakgrunden till direktionens beslut på ett sätt som kan förstås av alla, från aktörer på de finansiella marknaderna till våra uppdragsgivare och den breda allmänheten.

Det har varit ett privilegium och en ära att få vara en del av detta mångåriga lagarbete. Jag vill tacka er alla för era insatser genom åren och önskar er lycka till i framtiden. På långt avstånd, i tysthet och utan synpunkter, kommer jag att följa ert arbete med stort intresse.

Därefter framförde övriga direktionsledamöter sina tack till Stefan. Vice riksbankschef **Henry Ohlsson** inledde med att säga: jag har jobbat åtta år tillsammans med dig Stefan, det är en rätt lång del av livet. Under vissa veckor tillbringade jag mer tid med direktionen än med min fru.

Många tänker på dig som statstjänsteman och jag vill lyfta att du alltid agerat mycket skickligt utifrån skattebetalarnas intresse. Det är inte lätt att vara riksbankschef med ledamöter som tidvis verkar åt olika håll. Du är oerhört skicklig på att hitta lösningar. Du är också mycket tydlig med

hur man på ett bra sätt beter sig kollegialt. Det här har bidragit till att jag alltid tycker det är roligt att gå till jobbet.

På senaste har du tagit upp nya perspektiv och nämnt begrepp som "att mata duvorna". Min prognos är att du inte kommer att mata duvorna på länge, åtminstone inte inom prognoshorisonten, och "tratten" runt den prognosen är mycket smal.

Avslutningsvis vill jag tacka för ett gott ledarskap och för ett gott samarbete. Lycka till!

Därefter fortsatte förste vice riksbankschef **Anna Breman**. Jag vill tacka för gott samarbete under de tre år som jag varit i direktionen. Vi har inte alltid haft samma syn på penningpolitiken och ibland har diskussionerna varit tuffa, men det har aldrig gjort det svårt att samarbeta inför nästa möte eller i andra frågor.

Det har varit ett privilegium att samarbeta kring internationella frågor, inte minst IMF-frågor. I de sammanhangen är det uppenbart vilken stor nytta Sverige som land har av din internationella erfarenhet.

Många känner till din stora erfarenhet av krishantering, ditt djupa engagemang för internationella frågor och goda globala kontaktnät. Det som är mindre känt som jag vill lyfta fram är ditt engagemang för ett säkert och effektivt betalsystem. Tack för att du har använt ditt internationella kontaktnät för att Sverige och Riksbanken ska vara i framkant och en del av det internationella samarbete som pågår inom centralbanksvärlden. Riksbankens lagstadgade uppgifter "Att upprätthålla ett fast penningvärde och att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende" hänger ihop, och få personer förstår det lika väl som du.

Jag vill inte säga hejdå utan på återseende. Och när man säger på återseende till Stefan känns det ungefär lika troligt att det återseendet kommer att ske på någon exotisk plats ute i världen som på ett café i Upplands Väsby. Det har varit roligt och lärorikt att jobba ihop. Tack!

Vice riksbankschef **Per Jansson** följde upp med att säga: Du och jag har ju varit kollegor i direktionen i 10 år. Och vi jobbade ju också tillsammans på Riksbanken i flera år innan tiden i direktionen. Det är helt klart en annan Riksbank du nu lämnar efter dig än den Riksbank du kom till en gång i tiden. Du har varit väldigt snabb i att inse att Riksbanken är i behov av nya satsningar. Det har gällt beredskapen, och det långt innan den senaste tidens geopolitiska förändringar; betalmarknaden, med insikter om att Riksbankens måste flytta fram sina positioner, inkluderande arbetet med e-kronan; hela IT-sidan, inte minst alla förbättringar i våra möteslokaler och infrastrukturen mer generellt som gjordes under pandemin; cyberförsvaret, vad gäller både vårt eget arbete på området och att få fart på verksamheten i den svenska finansiella

sektorn i stort. Så här kan jag fortsätta ett bra tag men jag måste hinna nämna två andra stora insatser du har gjort också.

Den ena rör Riksbankens arbete med den finansiella stabiliteten. För ett antal år sedan var det här något som engagerade ett fåtal personer i direktionen och våra analyser på området var generellt sett ganska tunna. Det här har ändrats helt och hållet. Idag har vi långa och intensiva diskussioner i direktionen om de här frågorna och analyserna är av hög kvalitet. Att du har skapat ett institutionellt minne på det här sättet är naturligtvis oerhört värdefullt för Riksbanken i framtiden. Den andra handlar om att du alltid har jobbat stenhårt för att stärka Sveriges och Riksbankens ställning på det internationella planet. Och det har du lyckats mycket väl med. Nu måste vi andra ta över stafettpippen och se till att det här fortsätter.

Stefan, jag vill varmt tacka dig för alla dessa bidrag och insatser. Vi kommer att minnas dem länge. Och det blir verkligen en utmaning för oss som är kvar att vara utan dig i framtiden. Jag gissar att det kommer att bli en del telefonsamtal framöver, för att inhämta dina perspektiv på tingens ordning. Återigen, tack så hemskt mycket!

Vice riksbankschef **Martin Flodén** avslutade med att säga: jag vill instämma i mina kollegors tack till dig Stefan och de fina ord som framförts. Efter de här 17 åren är Riksbanken nära förknippad med din person. Det blir en utmaning för oss som är kvar i direktionen att förvalta det här arvet.



## §4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade

- att höja styrräntan till 2,5 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 30 november 2022,
- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A Penningpolitisk rapport,
- att offentliggöra det penningpolitiska beslutet med motivering i ett pressmeddelande torsdagen den 24 november kl. 9:30,
- att publicera protokollet från dagens sammanträde måndagen den 5 december 2022 kl. 9:30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Mattias Ankarhem

Paul Elger

Justeras:

Stefan Ingves

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](mailto:registratorn@riksbank.se)

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