



Penningpolitiskt protokoll

April 2022

Sammanfattning

För att motverka att den höga inflationen biter sig fast i pris- och lönebildningen och se till att inflationen återgår till målet efter en tid behöver Riksbanken agera med penningpolitiken. Vid det penningpolitiska mötet den 27 april beslutade Riksbankens direktion därför att höja reporäntan från noll till 0,25 procent och att under andra halvåret i år sänka takten i Riksbankens köp av värdepapper så att innehavet börjar minska.

Världsekonomin påverkas fortfarande av den stora störning som pandemin inneburit och till detta kommer konsekvenserna av Rysslands invasion av Ukraina. Ledamöterna konstaterade att inflationen har stigit snabbt i både omvärlden och Sverige. De poängterade att uppgången i den svenska prisökningstakten nu är bred och inte bara drivs av snabbt stigande energipriser. Även bortsett från energipriser är inflationen på den högsta nivån sedan början av 1990-talet. Flera ledamöter framhöll den stora upprevideringen av inflationsprognosen och att inflationen bedöms vara fortsatt hög under ytterligare en tid. Man betonade också de risker som den höga inflationen medför. Ledamöterna var eniga om att penningpolitiken behöver agera för att förhindra att den höga inflationen uppfattas som bestående och därmed ger avtryck i inflationsförväntningarna och i pris- och lönesättningen. Alla stod bakom beslutet att höja reporäntan från noll till 0,25 procent och att minska takten i Riksbankens köp av värdepapper.

Prognosen för reporäntan innebär att den höjs ytterligare två till tre gånger i år och ligger något under 2 procent i slutet av den treåriga prognosperioden. Ledamöterna påtalade att osäkerheten kring inflations- och tillväxtutsikterna i såväl Sverige som omvärlden nu är ovanligt stor. Men alla ledamöter betonade samtidigt att de är beredda att höja räntan snabbt om det skulle visa sig vara nödvändigt för att i ett rimligt tidsperspektiv säkerställa att inflationen återförs till inflationsmålet.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 2

DATUM: 2022-04-27
MÖTESTID: 09:00

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

NÄRVARANDE: Stefan Ingves, ordförande
Cecilia Skingsley
Anna Breman
Martin Flodén
Per Jansson
Henry Ohlsson

Susanne Eberstein, ordförande, riksbanksfullmäktige---

Johan Almenberg
Joel Birging (§ 1-3a)
Vesna Corbo
Hans Dellmo, på distans
Charlotta Edler
Heidi Elmér
Dag Edvardsson, på distans
Mattias Erlandsson
Jesper Hansson
Christina Håkanson
Maria Johansson (§ 1-3a)
Peter Kaplan
Pernilla Meyersson
Ann-Leena Mikiver
Marianne Nessén
Bengt Petersson
Åsa Olli Segendorf
Olof Sandstedt, på distans
Maria Sjödin
Anders Vredin

Det antecknades att Christina Håkanson och Bengt Petersson skulle sammanställa utkastet till penningpolitiskt protokoll.

§3a. Den ekonomiska utvecklingen

Marknadsutvecklingen sedan det senaste penningpolitiska mötet

Joel Birging, avdelningen för marknader, inledde med att redogöra för utvecklingen på de finansiella marknaderna den senaste tiden. Råvarupriser har stigit, bland annat vad gäller olja, jordbruksvaror, konstgödsel och industrimetaller, uppgångar som stärkts efter den ryska invasionen av Ukraina. Inflationen har generellt ökat snabbare än väntat och inflationsförväntningarna har stigit på längre sikt, inte minst i euroområdet. Efter Rysslands invasion i Ukraina har statsobligationsräntorna sammantaget stigit snabbt. Flera centralbankers kommunikation har medfört att förväntningarna på penningpolitiken i omvärlden har skiftat i riktning mot en snabbare minskning av den penningpolitiska stimulansen än vad som förväntades före invasionen. Den amerikanska centralbanken (Federal Reserve) höjde redan i mars sin styrränta med 0,25 procentenheter och förväntas enligt marknadsprissättningen att sammantaget höja med ytterligare drygt 2,5 procentenheter under innevarande år, betydligt mer än vad som förväntades vid tidpunkten för Riksbankens penningpolitiska rapport i februari. Förväntningarna på den europeiska centralbanken (ECB) enligt marknadsprissättningen är nu tre styrräntehöjningar á 25 räntepunkter under innevarande år. Ränteskillnaderna mellan företags- och statsobligationer har stigit särskilt i euroområdet.

Aktiemarknaden har haft en svag utveckling under innevarande år. Det finns osäkerhet om företagen kan behålla sina marginaler, om hur problemen med leveranskedjorna slår mot företagen och hur mycket de pandemirelaterade nedstängningarna i Kina kan hämma den globala konjunkturen.

Dollarn har stärkts betydligt hittills i år. Den svenska kronan har återhämtat sig efter försvagningen i början av Rysslands invasion av Ukraina. Anledningen till förstärkningen är troligen höga inflationsutfall och uttalanden från flera direktionsledamöter att penningpolitiken kan behöva anpassas i stramare riktning.

De flesta analytiker tror att Riksbanken lämnar reporäntan oförändrad vid dagens möte men marknadsförväntningarna i termer av prissättningen på reporäntans nivå framöver har skiftat upp. Den senaste tiden har sannolikheten för en räntehöjning i april om 0,25 procentenheter legat omkring 70–80 procent enligt marknadsprissättningen, med ytterligare höjningar om sammanlagt en procentenhet under innevarande år. Riksbanken väntas också minska värdepappersköpen.

Den aktuella penningpolitiska beredningen – nya data och prognos

Olof Sandstedt, chef för avdelningen för finansiell stabilitet, redogjorde för den senaste statistiken för bostadspriserna, läget inom företagssektorn och bankernas finansiering.

Bostadspriserna fortsätter att stiga, om än i en långsammare takt. I mars ökade bostadspriserna med 7,5 procent jämfört med samma månad året innan.¹ Villapriserna ökade lite mindre och bostadsrättspriserna lite mer. Hushållens skulder fortsätter att växa och andelen nya bolånetagare med höga skuldkvoter ökar.

Företagen har överlag en god situation i termer av intjäning och antalet konkurser är på en låg nivå, men osäkerheten har ökat till följd av Rysslands invasion av Ukraina. Högre priser på råvaror och energi har påverkat många företag negativt. Överlag är kreditillväxten dock fortsatt hög. Fastighetsföretagen har upplevt en stigande intjäning och fastighetsvärden under inledningen av året. De har dock påverkats negativt av stigande finansieringskostnader via kapitalmarknaden. Fastighetsföretagen står fortsatt för en stor del av företagets skuldökning. De svenska bankerna har små direkta exponeringar mot Ryssland och Ukraina, dock större mot Baltikum.

De stigande penningpolitiska förväntningarna har pressat upp marknadsräntorna. Räntorna på svenska säkerställda obligationer har fortsatt följa den generella uppgången på längre räntor. Det har även varit en viss ökning i riskpremier, men nivån har varit relativt oförändrad under mars och april. Bolåneräntorna har stigit, särskilt för längre bindningstider. STIBOR (3M) har ökat något till kring 14 räntepunkter och Swestr ligger kring -10 räntepunkter. USD LIBOR (3M) har stigit till 120 räntepunkter.

Mattias Erlandsson, biträdande chef för avdelningen för penningpolitik, redogjorde för den aktuella bedömningen av den makroekonomiska utvecklingen sedan det penningpolitiska mötet den 9 februari och förslag till penningpolitiskt beslut 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 28 mars och den 7, 8, 12 och 14 april. Utkastet till penningpolitisk rapport diskuterades och bordlades vid direktionens möte den 20 april.

Erlandsson började med att konstatera att mycket har hänt sedan det penningpolitiska mötet i februari, händelser som tydligt har påverkat vilka frågor som har varit centrala i beredningen inför dagens möte. Den 24 februari inledde Ryssland en invasion av Ukraina, som har orsakat en humanitär katastrof i ett av Europas största och folkrikaste länder. Kriget och sanktionerna mot Ryssland påverkar också den ekonomiska utvecklingen, först och främst i Ukraina men även i

¹ Här avses HOX Sverige som publiceras av Valueguard.

andra länder. De kanaler via vilka världsekonomin påverkas diskuteras i en fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport, som också resonerar kring möjliga scenarier för utvecklingen framöver. I Riksbankens huvudscenario antas sanktionerna mot Ryssland ligga kvar ungefär på dagens nivå under de kommande tre åren.

En andra central fråga i beredningen har varit uppgången i svensk inflation sedan årsskiftet. Detaljerade analyser av inflationsutfallen och av orsakerna till den högre inflationen har varit viktiga för bedömningen av såväl inflationsutvecklingen på kort sikt som hur varaktig den högre inflationen kan tänkas bli. Det har varit ovanligt stora rörelser i inflationen de senaste åren och osäkerheten om utvecklingen framöver är därför stor. Direktionens ledamöter har under beredningen diskuterat riskerna för en annan utveckling av inflationen än i huvudscenariot och hur penningpolitiken kan anpassas om en sådan situation skulle uppstå. Kopplat till den högre inflationen har även ränteutvecklingen i omvärlden varit en central fråga och hur gradvis stramare penningpolitik och högre obligationsräntor i omvärlden via olika kanaler påverkar den svenska ekonomin.

Erlandsson beskrev därefter den ekonomiska utvecklingen i omvärlden så som den presenteras i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Kriget i Ukraina bidrar till att tillväxten i omvärlden dämpas i år och KIX-vägd BNP-tillväxt har reviderats ner med drygt en procentenhet till knappt 3 procent. För kommande år är justeringarna av prognoserna för tillväxten i omvärlden små. Världsekonomin går in i en fas med lägre tillväxt, men i prognosen väntas inte en kraftig inbromsning kommande år. Riskerna är dock på nedsidan, bland annat kopplade till utvecklingen av kriget.

Fjolårets snabba uppgång i inflationen har fortsatt i början av 2022. Pandemin har skapat störningar i globala produktions- och leveranskedjor och har lett till högre priser på viktiga insatsvaror och transporter. Denna utveckling kvarstår och riskerar förvärras på nytt av nya utbrott av covid-19 i Kina. Avtrycken i konsumentpriserna blir också allt tydligare och prognoserna för inflationen i omvärlden i år är uppjusterade. Priserna på bland annat el och drivmedel väntas inte fortsätta öka från dagens höga nivå. Detta bidrar, i kombination med en lugnare utveckling av tillväxten, till att inflationen i omvärlden sjunker under andra halvåret i år och under 2023.

En förutsättning för nedgången i inflationen i omvärlden är att penningpolitiken stramas åt och prognosen för den viktade styrräntan i omvärlden är tydligt uppjusterad. Marknadsaktörerna förväntar sig nu en snabbare penningpolitisk åtstramning än vad man tidigare hade räknat med och obligationsräntor har stigit. Även svenska räntor har påverkats och företag och hushåll möter nu betydligt högre räntor på lån med längre bindningstid.

Därefter fortsatte Erlandsson med att redogöra för den ekonomiska utvecklingen i Sverige. Efter hög tillväxt i fjol går svensk ekonomi nu in i en period med lugnare tillväxt. Prognosen för BNP-tillväxten är nedjusterad jämfört med bedömningen i februari. Högre inflation och stigande räntor bedöms bidra till att hushållens konsumtion och näringslivets investeringar utvecklas svagare. Finanspolitiska åtgärder, bland annat till följd av ökad immigration från Ukraina, bidrar till att tillväxten i år blir knappt 3 procent, men kommande år väntas tillväxten sjunka till omkring 1,5 procent per år.

Indikatorer för efterfrågan på arbetskraft pekar på en fortsatt stark utveckling av sysselsättningen i närtid. Det bekräftades av utfallet för Arbetskraftsundersökningarna i mars. När BNP-tillväxten dämpas framöver ökar även sysselsättningen långsammare. Arbetslösheten är uppjusterad i prognosen jämfört med i februari och väntas bli knappt 7,5 procent de kommande åren. Trots den lugnare tillväxten framöver bedöms resursutnyttjandet i svensk ekonomi sammantaget bli ungefär normalt.

Sedan den penningpolitiska rapporten i februari har SCB redovisat tre månadsutfall för inflationen. Prisutvecklingen var oväntat stark samtliga dessa månader och i mars var KPIF-inflationen 6,1 procent. Utvecklingen visar att inflationsuppgången nu är bred, vilket också bekräftas av Riksbankens olika mått på underliggande inflation. Även inflationsförväntningarna har stigit, i synnerhet på kortare horisont. Uppgången i mer långsiktiga inflationsförväntningar är dock relativt måttlig och löneökningstakten har inte stigit. Det finns därmed inga tydliga tecken än på så kallade andrahandseffekter, där högre inflationsförväntningar påverkar pris- och lönesättningen. Riskerna för en sådan utveckling har dock ökat.

Prognosen för KPIF-inflationen exklusive energi innebär att ytterligare prisuppgångar väntas, till drygt 5 procent i slutet av året. Det är framför allt priserna på livsmedel och andra varor som fortsätter att öka snabbt i år, bland annat till följd av kriget i Ukraina. Samtidigt väntas energipriserna inte fortsätta öka och bidraget till inflationen blir därmed gradvis mindre. Under nästa år sjunker även inflationen exklusive energi och från 2024 bedöms inflationen vara nära 2 procent. Den nya informationen sedan februari har sammantaget inneburit att inflationsprognosen har reviderats upp i år och nästa år.

Prognoserna bygger på den penningpolitik som bedöms samla en majoritet av direktionen vid dagens möte. I korthet innebär det att reporäntan höjs till 0,25 procent, att prognosen för reporäntan innebär att den höjs ytterligare två till tre gånger i år och ligger något under 2 procent i slutet av prognosperioden samt att det beslutas om köp av värdepapper för 37 miljarder kronor under det andra halvåret 2022. Det innebär en halvering av köptakten jämfört med det första halvåret och att innehavet minskar något. Protokollbilaga B presenterar förslaget till beslut av

värdepappersköp andra halvåret 2022 mer i detalj. Köpen av statsskuldsväxlar avslutas 28 april, vilket innebär att inga ytterligare köp sker och att innehavet minskar snabbt. Redan i juli har två tredjedelar av dagens innehav förfallit.

§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 i mitt inlägg den här gången är att jag kommer att diskutera inflationsbilden och inflationsutsikterna lite mer övergripande och mindre detaljrikt än jag brukar göra. "Äntligen" kanske någon nu utbrister men låt mig då säga att min tämligen detaljerade genomgång av inflationsläget, inklusive att jag under en tid redovisade siffror med två decimaler, faktiskt har haft ett viktigt syfte, nämligen att göra väldigt tydligt, måhända till och med en smula övertydligt, att det för mig i penningpolitiken är uppfyllandet av inflationsmålet som står helt och hållet i fokus. Det bedömde jag som nödvändigt efter en del kommunikationsoklarheter som uppstod när vi under ett antal år efter den globala finanskrisen i penningpolitiken pratade om möjligheten att luta sig mot vinden, inflationen blev oväntat låg under lång tid och till och med trovärdighetsproblem i termer av alltför låga mer långsiktiga inflationsförväntningar började uppstå.

Men idag tror jag inte att någon längre tvekar på att det är inflationsmålet som är avgörande för penningpolitiken. Tvärtom hävdas ju ofta i den penningpolitiska debatten att vi till varje pris hela tiden strävar efter att exakt pricka "vårt" inflationsmål om 2 procent. Det är naturligtvis en missvisande beskrivning, vilket lätt inses av både inflationsutvecklingen och hur vi resonerar om och implementerar penningpolitiken. Det har under det senaste dryga decenniet i stället i hög grad handlat om att i alla fall på lite längre sikt klara av att upprätthålla förtroendet för målet. Men även det har krävt betydande penningpolitiska ansträngningar, trots att det alltså aldrig har handlat om att hålla inflationen exakt på 2 procent hela tiden. Till bilden hör också att när inflationsciffrorna ändras med flera procentenheter från en månad till en annan är det helt enkelt inte längre meningsfullt att gå igenom detaljer på det vis jag hittills har gjort.

Men jag kommer ändå som vanligt, om än då lite mindre detaljrikt, att börja med att kommentera den aktuella inflationsbilden och inflationsutsikterna. Därefter ger jag mina synpunkter på penningpolitiken.

Det senaste inflationsutfallet, som avser mars, uppgick till drygt 6 procent, klart över både inflationsmålet och prognosen i den penningpolitiska rapporten i februari, som var knappt

4 procent. Våra mått på underliggande inflation understryker nu tydligt att prisökningarna är breda och inte bara drivna av en tillfällig effekt som mycket snart kommer att försvinna. Uppdaterad med data till och med mars hamnade måttens median på 4,3 procent, att jämföra med strax över 2 procent vid den förra beräkningen i februari, som byggde på data till och med december. Det kanske viktigaste måttet på underliggande inflation, KPIF-inflationen exklusive energipriser, noterades till drygt 4 procent. Vid vårt februarimöte låg fortfarande flera mått under eller på målet medan det lägsta måttet nu uppgår till 3 procent. Alla övriga mått överstiger 4 procent.

Att prisuppgången blivit bred och mer generell innebär att den första försvarsmuren mot en mer varaktigt hög inflation har rivits. I nästa led handlar det då om att förhindra att den för stunden breda uppgången i priser förväntas bestå under en lång tid framöver, det vill säga om att se till att de mer långsiktiga inflationsförväntningarna inte stiger. Om dessa skulle börja stiga ökar risken för kompensatoriska löneökningar som i sin tur kan skapa ytterligare behov av prishöjningar, åtföljda av ännu högre krav på lönestegringar, fler prisuppgångar, och så vidare. Sammantaget får man då en pris- och lönebildning som inte är förenlig med inflationsmålet.

Att sådana pris-lönespiraler inte går hand i hand med en god ekonomisk utveckling är uppenbart från utvecklingen på 1970- och 1980-talen och var i själva verket ett viktigt skäl, kanske till och med det viktigaste skälet, till att inflationsmålet infördes under första halvan av 1990-talet. Men för att förhindra att de ska uppstå måste man då, när det blir nödvändigt, också vara beredd att föra en penningpolitik som tydligt och bestämt motverkar dem. I sammanhanget kan jag här inte låta bli att kommentera Mats Perssons debattartikel, "Höja räntan bäddar för växande klyftor", i Svenska Dagbladet häromveckan.² Erfarenheterna i Sverige, och för övrigt i många andra länder som haft problem med ihållande pris-lönespiraler, visar att bekämpandet av den här typen av nominell oreda handlar om mycket mer än en kortsiktig fördelningsfråga i ett val mellan att "sprida ut fattigdomen" över hela samhället i form av högre inflation eller "koncentrera den på 5–10 procent av befolkningen" genom att höja räntan. Och det är ju inte heller så att länder med ett särskilt rättvist samhälle och bra social sammanhållning typiskt kännetecknas av att man låtit inflationen utvecklas okontrollerat utan ankare. Tvärtom vill jag nog rätt bestämt hävda.

Det förtjänar att påpekas att naturligtvis inte varje tendens till högre löneökningar måste vara problematisk och del i en pris-lönespiral. Om lönerna under åren som kommer nu skulle stiga lite snabbare än tidigare är det inte ett problem så länge man i grunden ändå har ett förtroende för att inflationen kommer att återgå till målet. Dessbättre indikerar Prosperas nya mätningar av de mer långsiktiga inflationsförväntningarna att detta fortfarande är fallet. Jämfört med läget i

² Se <https://www.svd.se/a/Or9aV3/nationalekonom-det-har-bli-priset-for-hojd-styrranta>.

februari är uppgången i de femåriga inflationsförväntningarna liten, en till två tiondelar av en procentenhet, och alla grupper som ingår i Prosperas undersökningar fortsätter att förvänta sig en inflation som ligger nära inflationsmålet om fem år.³

Särskilt viktigt och glädjande är stabiliteten och samstämmigheten i arbetsmarknadsorganisationernas långsiktiga förväntningar, som bara ökat med en tiondel av en procentenhet för arbetsgivarorganisationerna och nu för både arbetstagar- och arbetsgivarorganisationerna ligger på 2,2 procent. I sammanhanget vill jag gärna upprepa det jag sade i samband med vårt februarimöte, nämligen att det efter många år med en inflation under 2 procent och tecken på att inflationsmålet inte riktigt uppfyller sin roll som långsiktigt nominellt ankare bara är bra att dessa förväntningar nu ligger lite över inflationsmålet.

De mer långsiktiga inflationsförväntningarna beräknade från marknadsprissättningen på finansiella kontrakt har ökat lite mer än de enkätbaserade förväntningarna. Men då dessa mått på inflationsförväntningar varierar mycket över tiden och är svårtolkade som rena mått på väntade prisförändringar fortsätter jag att fästa mindre avseende vid dem. Min slutsats när det gäller de mer långsiktiga inflationsförväntningarna är därmed att den andra försvarsmuren mot en mer varaktigt hög inflation står orubbad. Mina tankar kring en lämplig penningpolitik framöver handlar i väldigt hög grad om att utforma den så att denna försvarsmur förblir intakt.

Den påtagligt försämrade inflationsbilden inklusive tydliga tecken på att prisuppgången är bred och inte bara tillfällig gör att det föreslås mycket stora förändringar i inflationsprognosen i utkastet till penningpolitisk rapport. Som störst är revideringen runt slutet av innevarande år, då KPIF-inflationen exklusive energipriser väntas vara drygt 3 procentenheter högre än i bedömningen i februari. För KPIF-inflationen totalt är uppjusteringen vid samma tid ännu större, lite över 3,5 procentenheter. Under alla månader fram till sommaren nästa år är inflationen, oavsett om den inkluderar energipriser eller inte, minst 1 procentenhet högre än den var i februariprognosen. Utan att göra någon kontroll bakåt i tiden vågar jag påstå att detta är den största revideringen av en inflationsprognos som Riksbanken någonsin har gjort, med marginal till och med.

På det penningpolitiska mötet i februari var jag visserligen inne på att inflationen, även exklusive energipriser, mycket väl skulle kunna överraska på uppsidan jämfört med den prognos vi då utarbetade. Men jag var också kritisk till de upprevideringar av prognosen för inflationen rensad för energipriser som då gjordes och tyckte att de hade rätt så svagt stöd i data. Jag ställde mig ändå bakom prognosen men framhöll att nedåtrisker dominerade i min riskbild för inflationen.

³ Jag fokuserar som vanligt på förväntningarna för KPI-inflationen snarare än för KPIF-inflationen, då svarsfrekvensen för KPIF-inflationen ofta är lägre.

Även om dessa nedåtrisker i första hand handlade om utvecklingen på lite sikt, när energiprisbidraget till prisökningarna minskar och de pandemirelaterade effekterna på efterfråge- och utbudsförhållandena avtar, är det svårt att idag komma fram till att det här var bra synpunkter och bedömningar.

Även om våra prognosfel nu är extremt stora – och jag själv alltså var särskilt fel ute – kan man ändå konstatera att det inte finns någon bedömare som i början av året räknade med att inflationen skulle stiga så mycket som den faktiskt har gjort. Att alla andra prognosmakare har gjort ungefär lika dåliga prognoser som Riksbanken är ingen ursäkt men illustrerar att inflationsförloppet varit mycket svårt att förutsäga. Prognoser bygger på ett eller annat sätt på utfallsdata och det fanns vid tiden då de här bedömningarna gjordes helt enkelt ingen information i utfallsdata som hade kunnat producera en så brant stigande inflationsprognos. Visst, inflationen i ett antal länder i vår omvärld hade ökat mycket och brett. Men det hade på många håll skett ganska tidigt under 2021 och fram till och med åtminstone inflationsutfallet i december hade den här informationen inte varit ett bra underlag alls för att bedöma utvecklingen av den mer underliggande inflationstakten i Sverige. Till bilden hör också att det inte är särskilt realistiskt att så här i efterhand kräva att man då skulle ha litat på prognosmodeller som bara bygger på information från några utländska variabler och helt ignorerar alla, normalt sett mycket mer användbara, svenska data som talade för en annan utveckling.

Sammanfattningsvis är min bedömning att det med de data vi hade tillgång till vid vårt februarimöte inte gick att göra en inflationsprognos som indikerade annat än att reporäntan skulle hållas oförändrad och vara kvar på noll procent ett bra tag. Det förtjänar dock att påpekas att flera andra bedömare vid den tiden hade en högre reporäntebana än Riksbanken, så det var förstås inte givet hur länge räntan skulle förbli oförändrad på noll procent. Det kan man mycket väl kritisera oss för och kanske är det så att den kritiken i särskilt hög grad ska gälla mig, eftersom jag hade en alldeles för optimistisk syn på inflationsläget. Men det handlar då om ett policy-misstag som innebar att vi låg fel med en prognos för räntan under drygt två månader. Ett misstag som vi nu rättar till så fort det bara går. Jag vill gärna tro att skadeverkningarna av det misstaget är mycket begränsade.

Jag går med detta över till mina kommentarer kring penningpolitiken. I vår nya, påtagligt uppreviderade inflationsprognos är inflationen hög och klart över inflationsmålet fram till ungefär årsskiftet 2023–24. Att den under 2023 ändå faller tillbaka och från 2024 är i linje med målet beror på att våra gradvisa men konsekventa höjningar av styrräntan antas motverka att den höga inflationen biter sig fast i pris- och lönebildningen. Det här är ett helt centralt antagande som vi behöver monitorera mycket noga framöver. Uppjusteringen av prognosen för reporäntan som nu görs är förvisso inte obetydlig men ändå relativt försiktig, med tanke på

storleksordningen i räntehöjningarna under tidigare höjningsperioder och, framför allt, det inflationsläge vi den här gången har att hantera. Förhoppningen är att dessa räntehöjningar ska vara tillräckliga och att det ska gå att få ner inflationen igen utan att behöva pressa ner ekonomins aggregerade efterfrågan särskilt mycket. Det är väldigt viktigt i ett läge där real ekonomin redan belastas av ett antal negativa utbudsstörningar och en betydligt sämre konjunkturutveckling än den som nu ligger i vårt huvudscenario inte heller kan uteslutas. Men för att det ska fungera krävs att den svenska pris- och lönebildningen har förtroende för inflationsmålet och ger det sitt stöd. Då kan en större penningpolitisk åtstramning undvikas, vilket förstås alla tjänar på.

Förste vice riksbankschef Cecilia Skingsley:

Jag ställer mig bakom förslaget att höja reporäntan samt utkastet till ny penningpolitisk rapport, inklusive prognosen för reporäntan. Jag ställer mig också bakom förslag till beslut enligt protokollsbilaga B om köp av värdepapper under andra halvåret 2022.

Vi måste gå tillbaka till december 1991 för att hitta en lika hög inflationstakt, 6,1 procent mätt som KPIF, som noterades i mars 2022. Det var en tid då Sovjetunionen existerade och USAs president hette George Bush. I Sverige hade Riksbanken uppdraget att hålla fast växelkurs mot euros föregångare, som kallades ECU. Det säger en del om hur stor förändring som har inträffat i den svenska ekonomin sedan det förra penningpolitiska mötet. I mitt inlägg idag kommer jag först att kort kommentera den förändrade inflationsprognosen och därefter mina bevekelsegrunder för förslaget till penningpolitiskt beslut.

Sedan februari mötet har effekterna från den globala pandemikrisen dessvärre fått sällskap av effekterna av Rysslands invasion av Ukraina. I mars var inflationen drygt 7 procent i Storbritannien och euroområdet och hela 8,6 procent i USA. De senaste månadernas inflationsuppgång har redan utlöst en omlagd penningpolitik på många håll samt förväntningar om ytterligare åtstramningar. Som jag nämnde i mitt protokollsinlägg i februari steg därför marknadsräntor allmänt och svenska företag och hushåll behövde räkna med stigande räntor också i Sverige. Den svenska inflationen höll sig däremot länge tämligen låg. Rensat för energipriser var inflationen under 2 procent under hela fjolåret. Inflationsuppgången har därefter varit snabb under månaderna januari till mars, medan den realekonomiska utvecklingen har utvecklats sig mer som väntat.

En viktig prognosfråga för mig den här omgången har varit om Riksbanken hade kunnat göra en bättre inflationsprognos än den som publicerades i februari. Det är för tidigt att ge ett entydigt svar, och det finns mycket att lära, men min preliminära bedömning är att det hade varit svårt. Som framgår av fördjupningen i utkast till penningpolitik rapport så var ingen av Riksbankens

egna prognosmodeller i närheten av att förutsäga den ovanligt snabba uppgången i konsumentpriserna realiserades under februari och mars. Det var inte heller någon annan prognosmakare som förutspådde en så stor uppgång. Det fanns en diskussion i den penningpolitiska rapporten i februari att omvärldens stigande priser också skulle kunna sprida sig till Sverige, men argumenten var då ännu inte särskilt övertygande. En tydlig indikation på att stora och breda prishöjningar på var på gång fanns emellertid i Riksbankens återkommande företagsintervjuer, men den senaste rapporten sammanställdes och publicerades först efter det penningpolitiska mötet i februari. Även om jag hade haft en annan riskuppfattning om inflationen, att den skulle kunna överraska på uppsidan, såg jag då inte tillräckliga skäl att påbörja räntehöjningar, vilket enligt min uppfattning är det bästa verktyget att använda när penningpolitiken behöver läggas om.⁴ Läget blev ett annat än väntat och olika mått på underliggande inflation samt företagens prisplaner innebär inflationen prognostiseras ligga kvar nära 6 procent under de närmaste månaderna.

Utifrån detta övergår jag till min penningpolitiska bedömning. Jag kommer först redogöra för några allmänna överväganden om varför jag ställer mig bakom omläggningen av penningpolitiken som sådan. Därefter kommenterar jag några av inslagen i omläggningen. Mitt främsta skäl för att stödja omläggningen är att inflationen inte bara har stigit till en historiskt hög nivå utan att den också har blivit överraskande bred. Tidigare uppgång i inflationen under hösten och vintern handlade nästan enbart om energiprisuppgångar och dessa brukar i allmänhet ha ett lågt genomslag på andra priser.⁵ Men sedan februarimötet har vi konstaterat att prisuppgångarna är bredare, att inflationen enligt den nya prognosen ännu inte har toppat, samt att inflationsförväntningarna stiger.

När man ska bedöma vad som blir en välavvägd penningpolitik vill jag påpeka att bakom prisuppgångarna ligger dels pandemieffekter i form av allmänt hög efterfrågan efter tidigare restriktioner samt störningar i varuflödet, dels priseffekter som följt av kriget i Ukraina. Även om inflationsuppgången till stor del kan härledas till utbudsstörningar, vilket penningpolitik normalt kan välja att bortse ifrån givet att inflationsförväntningar är tillräckligt väl förankrade, är kraften i inflationsuppgången nu så pass stark att inflationsmålets roll som ankare i pris- och lönebildningen kan komma i gungning. Därför ser jag anledning att agera redan idag. Att agera snabbt minskar risken att behöva ta i starkare vid senare tillfälle. Ytterligare ett skäl att agera i dag och att inte vänta är att de växande skulderna som innehas av hushållssektorn har blivit mer känslig för ränteutvecklingen jämfört med tidigare räntehöjningsfaser. Genom att alltså arbeta gradvis med penningpolitiken och utvärdera effekterna dämpas inte bara prisutvecklingen på varor och

⁴ Se tal av C. Skingsley (2020), 7 oktober 2020, Sveriges Riksbank, [Post-pandemisk penningpolitik och ränteverktyget i framtiden](#).

⁵ Se fördjupningen [Höga energipriser – hur kommer andra konsumentpriser att påverkas?](#) i den penningpolitiska rapporten i februari 2022.

tjänster, vilket är till långsiktigt gagn för alla ekonomins aktörer. Det minskar också risken för att Riksbanken måste ta i hårdare vid ett senare tillfälle, om inflationsförväntningarna blir för höga och utlöser en pris- och lönespiral.

När man ska bedöma hur expansiv penningpolitikens är behöver man också begrunda vad inflationen och förväntningarna gör med de reala räntorna. Om inflationen och förväntningarna stiger utan att penningpolitiken ändras blir resultatet att ekonomin stimuleras mer eftersom realräntan sjunker. Genom att höja styrräntan motverkas den effekten. Med den penningpolitik som föreslås idag kommer realräntan att förbli negativ, om än gradvis mindre negativ, vilket illustreras i diagram 11 i utkastet till penningpolitisk rapport. Även om nominella räntor blir högre väntar därmed ingen realräntechock.

Reporäntebanan indikerar långsamma höjningar under prognosperioden. Vid prognoshorisontens slut bedöms reporäntan vara 1,8 procent. Den nuvarande banan indikerar en höjningstakt lik den som skedde i november 1999 och i september 2001. Den är avsevärt försiktigare än höjningsfasen 2006 till september 2008 och något mer försiktig än höjningsfasen juli 2010 till juli 2011. Min slutsats är att omläggningen idag, om än oväntad för många, är ganska måttlig i jämförelse.

Idag är det också första gången direktionen beslutar att börja krympa den värdepappersportfölj som förvärvats av penningpolitiska skäl. Eftersom det är första gången det sker är det rimligt att börja med en minskad återinvesteringstakt i stället för att låta den förfalla i takt med värdepappernas löptid. De finansiella marknaderna fungerar väl och jag förutser därför inga störningar. Med nuvarande makroprognos är det rimligt att portföljen fortsätter att krympa under 2023 och framåt. Eftersom Riksbankens portfölj har en kortare duration än många andra centralbankers motsvarighet skulle den krympa snabbt de kommande åren, om direktionen skulle besluta att helt upphöra med återinvesteringar.

Samtliga bedömningar är betingade på att prognoserna faller ut ungefär som nu publiceras. Om ekonomin går i en annan riktning behövs Anpassningar i den penningpolitiska kompositionen. En rad osäkerhetsfaktorer beskrivs i kapitel 1 i utkastet till penningpolitisk rapport. Till de osäkerheterna, som jag ställer mig bakom, vill jag tillfoga en ytterligare: Det är ekonomins förmåga att bromsa tendenser till en allmän pris- och lönespiral.

Den nuvarande inflationstakten är den högsta sedan inflationsmålsregimen lanserades 1993. Att hålla inflationen låg och stabil för att underlätta pris- och lönebildningen är ingalunda ett intresse enbart för oss som är verksamma på Riksbanken. Inflationsmålet är en angelägenhet för alla som verkar i Sverige. Hur de pågående prisökningarna ska verka genom ekonomin ska inte Riksbanken bestämma. Men Riksbanken kan motverka att prisökningarna övergår i en allmän pris- och

lönespiral som alla förlorar på. Genom gradvisa räntehöjningar nu stärker vi möjligheterna till en bättre ekonomisk utveckling i det längre perspektivet.

Vice riksbankschef Henry Ohlsson:

Inledningsvis vill jag säga att jag ställer mig bakom att höja reporäntan till 0,25 procent. Vidare ställer jag mig bakom förslaget till tidsbana för reporäntan. Jag stöder förslagen i protokollbilaga B vad gäller Riksbankens värdepappersköp under resten av 2022. Slutligen ställer jag mig bakom konjunkturbilden och prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport.

Pandemins inverkan på ekonomierna runt i världen har kommit att avlösas av de ekonomiska konsekvenserna av Rysslands invasion av Ukraina. Riksbankens prognoser i den penningpolitiska rapporten från februari har blivit helt överspelade. Detta gäller särskilt inflationsprognosen. Prognosfelen uppkom redan månaderna innan Rysslands invasion av Ukraina. Det vi bedömde som temporära effekter på inflationen visade sig vara mer varaktiga och också ge upphov till indirekta effekter på inflationen.

Svensk BNP väntas stiga med 2,8 procent under 2022 jämfört med 2021 enligt utkastet till penningpolitisk rapport. För 2023 och 2024 är prognoserna för tillväxten i båda fallen 1,4 procent. Det är inte så konstigt att tillväxttalen blir lägre när den snabba återhämtningen efter pandemin har passerats. De ekonomiska problem som Rysslands invasion av Ukraina har orsakat minskar också den ekonomiska aktiviteten.

Sverige är en liten öppen ekonomi. Vi är beroende av den ekonomiska aktiviteten och politiken i omvärlden. Prognosen för den KIX-vägda (handelsvägda) tillväxten i omvärlden under 2022 är 2,9 procent i utkastet till penningpolitisk rapport. I samma utkast redovisas en prognos för 2023 på 2,5 procent. Prognoserna är trots allt relativt höga tal.

Enligt den senaste månadsstatistiken från Arbetsförmedlingen var det genomsnittliga antalet inskrivna arbetslösa i relation till den registerbaserade arbetskraften 7,0 procent i mars 2022. Det var en minskning med hela 1,4 procentenheter jämfört med samma månad ett år tidigare då motsvarande tal låg på 8,4 procent. Medlemmarna i arbetslöshetskassorna kan anses ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden. I mars 2022 låg andelen öppet arbetslösa medlemmar i arbetslöshetskassorna på 2,4 procent. Samma månad ett år tidigare var andelen 3,4 procent. Arbetslösheten mätt på detta sätt har med andra ord också minskat men den har börjat plana ut de senaste månaderna. Slutsatsen av detta är att de förbättringar som vi har sett

på arbetsmarknaden det senaste året främst har varit för grupper på arbetsmarknaden som inte tillhör de allra starkaste.

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 mars 2022 låg den årliga ökningstakten för KPIF på 6,1 procent. Det glidande medelvärde över tolv månader för KPIF-inflationen låg på 3,2 procent i mars. Det är mycket långt över inflationsmålet på 2 procent. Det är mycket länge sedan levnadskostnaderna i Sverige ökade lika snabbt.

Under många år har penningpolitiken runt om i världen brottats med att inflationen har varit för låg. Situationen nu är den omvända. Penningpolitikens uppgift har ändrats 180 grader. Den KIX-vägda inflationstakten i omvärlden under 2022 förväntas bli 5,9 procent under 2022 enligt utkastet till penningpolitisk rapport. Prognoserna för 2023 och 2024 är 2,9 procent respektive 2,2 procent. Prognoserna innebär att de höga inflationstalen som vi ser idag skulle vara temporära och inflationen runt om i världen skulle återgå nivåer i närheten målen för inflationstakten.

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 strax över 2 procent under de senaste månaderna. Den senaste femårsmätningen för penningmarknadsaktörer från april 2022 ligger på 2,2 procent i medeltal.

Det är viktigt att framhålla penningmarknadsaktörernas inflationsförväntningar inte bildas i ett vakuum. Dessa aktörer bildar samtidigt förväntningar om en rad makroekonomiska nyckelvariabler. Hit hör, vid sidan om inflationen, förväntningar om den kommande penningpolitiken. I april 2022 förväntade sig penningmarknadsaktörerna en reporänta på avrundat 0,8 procent tolv månader fram i tiden och en reporänta på 1,1 procent 24 månader fram i tiden från april 2022. Med andra ord, penningmarknadsaktörernas femårsförväntningar för inflationen på 2,2 procent byggde på en förväntan om en mindre expansiv penningpolitik.

Jag anser att det finns en viktig slutsats att dra av detta: Bara för att inflationsförväntningarna nu är i närheten av målet kan inte Riksbanken avstå från att bedriva en aktiv penningpolitik för att på sikt nå inflationsmålet.

De prisökningar vi har sett de senaste månaderna är inget penningpolitiken kan göra något åt. Men den höga inflationen vi har haft de senaste månaderna 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 därför dags att ändra penningpolitikens inriktning. Den måste bli mindre expansiv, reporäntan bör höjas enligt min mening. Det är viktigt att agera i god tid. Då blir det också möjligt att agera i små steg.

Som jag ser det idag bör reporäntan upp ett par procentenheter på några års sikt. Samtidigt menar jag att om vi börjar att agera i tid finns det också möjligheter att anpassa penningpolitiken allt eftersom.

En av poängerna med en mindre expansiv penningpolitik är att bromsa den ekonomiska aktiviteten för att på så sätt minska inflationstrycket i ekonomin. Detta kan samtidigt innebära en lägre aktivitet på arbetsmarknaden. Här är det viktigt att ha i åtanke att penningpolitiken bara kan påverka arbetsmarknaden på ett oprecist sätt medan arbetsmarknadspolitiken har mycket större möjligheter att fokusera på de specifika problemen på arbetsmarknaden.

Sammanfattningsvis, jag ställer mig bakom att höja reporäntan till 0,25 procent. Vidare ställer jag mig bakom förslaget till prognosbana för reporäntan. Jag stöder förslagen i protokollbilaga B vad gäller Riksbankens värdepappersköp under resten av 2022. Slutligen ställer jag mig bakom konjunkturbilden och prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport.

Dixi!

Vice riksbankschef Martin Flodén:

Jag ställer mig bakom förslaget att höja styrräntan till 0,25 procent, förslaget till prognos för styrräntan, utkastet till penningpolitisk rapport och protokollbilaga B om tillgångsköp.

Tidigt efter vårt penningpolitiska möte i februari framgick det att vi behövde omarbete de prognoser och penningpolitiska planer som vi då presenterade. Inflationen har stigit snabbt det senaste året men vi bedömde länge att inflationen skulle falla tillbaka till låga nivåer senare i år. Enligt vår prognos skulle de höga energipriserna endast få begränsade spridningseffekter till andra priser, och när energipriserna slutade stiga skulle inflationen snabbt falla till låga nivåer.

De senaste inflationsutfallen i kombination med Rysslands invasion av Ukraina har visat att den här bedömningen var felaktig. Redan före Rysslands invasion framgick det att spridningseffekterna till andra priser skulle bli avsevärt större än i vår prognos. Kriget har sedan ytterligare ökat trycket på prishöjningar genom att uppgången i energipriser har blivit ännu större och mer utdragen samtidigt som andra råvaru- och livsmedelspriser har stigit och genom att orsaka nya störningar till de globala värdekedjorna.

De förändrade utsikterna för inflationsutvecklingen kan illustreras av vår prognos för inflations-takten vid slutet av det här året. I februari var vår prognos att KPIF-inflationen skulle falla till 1,2 procent vid årets slut. Nu är vår prognos att inflationen i stället kommer att vara 4,8 procent vid årets slut.

Att vi väntade en snabb nedgång i inflationstakten var en viktig faktor för mig när vi planerade penningpolitiken i februari. Penningpolitiken utformas ju för att påverka inflationen på lite sikt. Visserligen påtalade vi att osäkerheten var ovanligt stor, men i februari talade mycket fortfarande för att det långsiktiga inflationstrycket var måttligt och att inflationen på något års sikt skulle kunna behöva en hel del stöd från en expansiv penningpolitik för att nå upp till två procent.

Idag har den här bilden alltså förändrats. Inflationen förväntas ligga långt över målet hela året. Dessutom är det inte längre de direkta effekterna av högre energipriser som håller uppe inflationen. Inflationen har breddats och vi har höjt prognosen för den underliggande inflations-takten (enligt KPIF exklusive energipriser) vid årets slut från 2,1 till 5,3 procent. Det är en exceptionellt stor revidering av inflationsprognosen!

Förslaget att idag höja styrräntan och att dessutom planera för två eller tre ytterligare höjningar senare i år är en stor förändring jämfört med vår penningpolitiska plan i februari. Men i ljuset av vår reviderade prognos för den underliggande inflationen kan man kanske tycka att förändringen av den penningpolitiska planen är blygsam. Jag ser åtminstone två skäl till att den förändring av penningpolitiken som vi nu planerar, eller kanske en ännu mindre förändring, kommer att vara tillräcklig för att inflationen ska återvända till målet.

För det första speglar inflationen enligt KPIF exklusive energi inte nödvändigtvis det underliggande inflationstrycket. Till exempel kommer stigande livsmedelspriser enligt vår prognos att bidra påtagligt till den höga inflationen i år, och i de flesta länderna brukar livsmedelspriserna rensas bort från måtten på underliggande inflation. Även många andra konsumentpriser som nu stiger har tydliga kopplingar till de höga energi- och råvarupriserna och till olika produktionsstörningar. Till viss del är det här nödvändiga anpassningar av relativpriser snarare än ett förändrat långsiktigt inflationsmönster.

För det andra ökar lönerna fortfarande i en måttlig takt. De stigande konsumentpriserna bidrar därför till att hushållens reala inkomster blir lägre och därmed till att den ekonomiska aktiviteten dämpas. Om löneökningarna förblir måttliga kommer konsumentpriserna inte kunna fortsätta att stiga snabbt.

Men det här betyder alltså inte att vi ska hålla kvar vid den penningpolitiska planen från februari. Den planen var utformad för att hantera en utveckling där inflationstrycket bedömdes kunna bli

problematiskt lågt på några års sikt. Nu är det i stället väldigt tydligt att riskerna på inflationens uppsida dominerar och det finns indikationer på att inflationstrycket redan börjar bita sig fast på en högre nivå än under det senaste decenniet. Till exempel har de långsiktiga inflationsförväntningarna stigit en del och många företag rapporterar att det har blivit enklare och mer accepterat att höja priserna mot konsument. Riksbanken behöver reagera och anpassa penningpolitiken så att pris- och lönebildningen fortsätter att utgå från en inflation vid målet.

De stora prisuppgångar vi nu har sett skapar problem för ekonomins aktörer. Till exempel drabbas många hushåll och företag av att kostnaderna ökar snabbare än inkomsterna. Det är därför viktigt att inflationen faller från dagens nivåer men jag vill påminna om att ett lite högre inflationstryck än det senaste decenniet inte är ett problem. Inflationen har tidigare ofta blivit lägre än inflationsmålet och vår styrränta är låg och nära den effektiva nedre gränsen. Med ett lite högre inflationstryck kommer räntan att röra sig bort från den nedre gränsen. Det blir då enklare att bedriva en penningpolitik som reagerar på konjunktur- och inflationsutvecklingen och som i förlängningen håller inflationen nära målet.

Som en följd av det högre inflationstrycket uppstår nu tydligare penningpolitiska avvägningar. Expansiv ekonomisk politik och hög ekonomisk aktivitet i förhållande till ekonomins produktionskapacitet riskerar att bidra till fortsatt hög inflation och att pris- och lönebildningen då börjar baseras på att inflationen ska ligga kvar över målet. Eftersom det går bra för svensk ekonomi trots de stigande priserna och den osäkerhet och de störningar som kriget i Ukraina orsakar innebär den här avvägningen att penningpolitiken nu behöver göras lite mindre expansiv.

En högre styrränta kommer både att försvaga hushållens och företagens kassaflöden och bidra till att dämpa deras vilja att konsumera och investera. På så sätt blir den ekonomiska aktiviteten lite lägre och inflationstrycket dämpas på sikt. Men jag ser idag inte framför mig att det behövs någon stor åtstramning för att inflationen ska återvända till målet. Vår prognos är att tillväxten blir hög i år, att sysselsättningen förblir hög hela prognosperioden och att resursutnyttjandet framöver ligger på en normal nivå.

Vi säger ofta att osäkerheten i någon dimension är ovanligt stor, och det stämmer kanske inte alltid. Men jag vill ändå hävda att osäkerheten nu är avsevärt större än normalt kring såväl konjunktur- och inflationsutvecklingen som den lämpliga utvecklingen för styrräntan framöver.

Osäkerhetsfaktorerna inkluderar kriget i Ukraina, pandemirestriktioner i Kina, energiprisernas utveckling, genomslaget från producentpriser till konsumentpriser och hur hushållen reagerar på högre priser. Andra osäkerhetsfaktorer är närmare kopplade till penningpolitiken. Hur kommer ekonomins aktörer, och därmed den ekonomiska aktiviteten, att påverkas av ett nytt ränteläge

med högre styrräntor? Och kommer inflationen verkligen att dämpas även om resursutnyttjandet förblir på en normal nivå?

Trots att svaret på de här frågorna är osäkert är jag övertygad om att penningpolitiken nu behöver göras lite mindre expansiv och att det är rätt att höja styrräntan idag. Det är också sannolikt att en ytterligare räntehöjning kommer att vara motiverad vid vårt nästa möte, i juni. Vad som är lämpligt därefter är däremot mycket svårt att bedöma.

Både hushållen och företagen har stora skulder och ofta rörlig ränta. En högre styrränta kommer därför snabbt och påtagligt att påverka hushållens och företagens kassaflöden. Jag misstänker att räntehöjningar enligt vår plan i kombination med de höga konsumentpriserna kommer att leda till en lite snabbare inbromsning av den ekonomiska aktiviteten än vad som ligger i vår prognos och att det då blir lämpligt att höja räntan i en långsammare takt än vad förslaget till räntebana indikerar.

Jag hade därför kunnat förespråka en något flackare bana som bland annat indikerade större sannolikhet för ytterligare två, snarare än tre, höjningar i år. Men osäkerheten om vilken penningpolitik som kommer att bli motiverad framöver är som sagt mycket stor och jag utesluter inte att det kan behövas ännu snabbare räntehöjningar än vad som ligger i prognosen. Prognosen för styrräntan är alltså inte orimlig och jag ställer mig alltså bakom den prognos för ekonomin och styrräntan som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport. Det viktiga beskedet idag är att räntan behöver höjas i närtid och att vi framöver kommer att behöva anpassa penningpolitiken till ny information om konjunktur- och inflationsutvecklingen.

Till sist vill jag säga några ord om värdepappersköpen. Jag har vid flera tidigare penningpolitiska möten velat se en snabbare nedtrappning av köpen. Skälen att trappa ner köpen stärks av att inflationen nu har stigit snabbt. Det är därför bra att vi nu beslutar om köp i en långsammare takt än den tidigare planen och att vårt innehav därmed kommer att börja minska. Jag tror visserligen att det hade fungerat bra att helt avsluta köpen av företagsobligationer och att trappa ner övriga obligationsköp i en snabbare takt än beslutsförslaget, men eftersom förslaget innebär en tydlig nedtrappning kan jag ändå ställa mig bakom det.

Vice riksbankschef Anna Breman:

Jag stödjer förslaget att höja styrräntan från 0 till 0,25 procent, prognosen och räntebanan i utkastet till penningpolitisk rapport. Jag ställer mig även bakom förslaget att avsluta köp av statsskuldväxlar och att återinvesteringar av obligationer halveras under andra halvåret 2022 i enlighet med protokollsbilaga B.

Den globala pandemin påverkar fortfarande global och svensk ekonomi. Nu tillkommer Rysslands invasion av Ukraina. Kriget orsakar stort mänskligt lidande och har drivit miljontals människor på flykt. De humanitära och ekonomiska konsekvenserna för Ukraina är massiva. Svensk ekonomi har små direkta kopplingar till Ukraina och Ryssland via handel och finansiella flöden. Men kriget innebär bland annat högre priser på energi och livsmedel som pressar upp inflationen ytterligare i ett läge då den redan är hög, även i Sverige.

Låt mig börja med att motivera varför jag tycker att vi bör agera med höjd styrränta vid dagens möte. Jag kommer sedan att diskutera reporäntebanan och penningpolitiska avvägningar givet hög inflation, men mycket osäkra tillväxtutsikter.

Sedan det penningpolitiska mötet i februari har KPIF-inflationen stigit från 4,1 procent (utfallet för december månad) till 6,1 procent i utfallet för mars månad. Vi kan inte hindra att inflationen stiger ytterligare i närtid, men vi kan agera för att inflation på sikt ska vara vid målet. Låt mig lyfta fram tre huvudsakliga anledningar till att agera nu med höjd styrränta och att inte vänta.

För det första, inflationsuppgången är bred och riskerar att bli varaktig om vi inte agerar. Under hösten 2021 var det nästan bara energipriser som drev upp inflationen, men så är inte längre fallet. Det är en kombination av stark efterfrågan när restriktioner lättar samtidigt som utbudsstörningar består som bidrar till hög inflationen. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi har sedan förra mötet stigit från under 2 procent till över 4 procent i senaste utfallet. Utöver energipriser stiger nu även tjänstepriser, varupriser och livsmedelspriser snabbare. Och när inflationstrycket breddas och Ryssland invasion av Ukraina spär på dessa trender kommer inflationen att stiga mer och under en längre tid framöver jämfört med vår bedömning i februari.

För det andra stiger inflationsförväntningarna. Prosperas enkät visar visserligen att inflationsförväntningar på fem års sikt fortfarande är väl förankrade nära 2 procent. Övriga data visar dock på att hushållens och företagens inflationsförväntningar har stigit. Jag diskuterar hushållens upplevda inflation och hur det kan påverka inflationsförväntningar ingående i ett tal i mars och kommer inte att upprepa vad jag sa då.⁶ Jag vill istället lyfta fram Riksbankens företagsundersökning där det är tydligt att det har skett ett skifte i företagens prissättningsbeteende. Företagen uppger att prishöjningar nu är mer accepterade och lättare att genomföra än tidigare.⁷

För det tredje, det tar tid för penningpolitiken att ha effekt. Om vi avvaktar med höjningar riskerar både inflation och inflationsförväntningar att bita sig fast på en hög nivå. Det kan leda till

⁶ Se tal A. Breman (2022), 23 mars 2022, Sveriges Riksbank, [Inflation och penningpolitik i skuggan av ett krig](#).

⁷ Se [Riksbankens företagsundersökning, februari \(2022\)](#).

att det krävs ännu fler höjningar för att stabilisera inflationen med stora negativa effekter på realekonomi och arbetsmarknad. Det är bättre att bromsa nu än att behöva tvärnita längre fram.

De här tre faktorerna; hög och bred inflation, stigande inflationsförväntningar samt att det tar tid för penningpolitiken att verka gör att jag stödjer räntehöjningar i närtid. En viktig fråga är dock vad som krävs under kommande år för att inflationen ska komma tillbaka till målet och hur vi ska väga hög inflation mot osäkra tillväxtutsikter.

Det leder mig in på min andra del, de framåtblickande penningpolitiska övervägandena och repo-räntebanan. Låt mig först göra en kort tillbakablick som är viktig vid dagens möte. Vid mötet i februari reserverade jag mig och ville se en tidigare nedtrappning av återinvesteringar samt att köpen av statskuldväxlar skulle upphöra. Jag betonade att inflationen i omvärlden hade stigit mycket snabbt och att vår penningpolitiska strategi skulle ta hänsyn till att riskerna på inflationen var på uppsidan. Men jag reserverade mig inte mot vår prognos och inte heller mot räntebanan, även om jag sa att jag hade föredragit en bana som indikerade tidigare höjningar.

Jag anser att det ytterst sällan är motiverat att reservera sig mot en prognos eller mot en räntebana (som ju också är en prognos). Prognoser är alltid osäkra. Det kan hända saker mellan mötena som gör att penningpolitiken behöver ändra inriktning. Så var fallet mellan mötena i februari och april 2020 när pandemiutbrottet medförde att vi införde ett flertal krisåtgärder. Så är fallet också i år, då Rysslands invasion av Ukraina förstärker den inflationsuppgång som redan var inledd. Det motiverar en tydlig omläggning av penningpolitiken vid dagens möte.

Trots oviljan att reservera mig mot en räntebana övervägde jag det noggrant inför dagens möte. Jag anser att räntebanan indikerar för många höjningar under kommande år givet den information vi har i dagsläget. Jag anser fortfarande att riskbilden för inflationen i närtid är på uppsidan och att utsikterna för tillväxt är samtidigt på nedsidan. Låt mig diskutera tre anledningar till varför jag tror att färre räntehöjningar än vad banan indikerar kan vara en mer väl avvägd penningpolitik med detta som utgångspunkt.

För det första, hög inflation i närtid behöver vägas mot allt osäkrare tillväxtutsikter på sikt. Utöver kriget har vi en ökad smittspridning i Kina som kan minska global tillväxt. Vi vet dessutom inte hur kriget kommer att utvecklas eller om ytterligare sanktioner införs. Om exempelvis tillväxten i Europa mattas av kan det leda till lägre inflation på sikt. Risk för stagflation, det vill säga låg tillväxt och hög inflation, kan dock inte heller uteslutas.

För det andra vet vi inte hur räntekänsliga företag och hushåll är i dagsläget. Här vill jag betona att räntehöjningar påverkar hela ekonomin. Fokus i den offentliga debatten är ofta på hushåll och boräntor, men styrräntan påverkar även företagets finansieringskostnader, konsumtionskrediter,

studielån och kommuners upplåningskostnader, och så vidare. Räntehöjningar kommer att dämpa ekonomisk aktivitet i hela ekonomin, vilket reflekteras i prognosen där tillväxten för svensk ekonomi av denna anledning är nedreviderad jämfört med februari.

För det tredje kombineras nu räntehöjningar med att våra innehav av värdepapper trappas ned. Att gradvis och kontrollerat minska balansräkningen är förmodligen mindre åtstramande än en räntehöjning, men det bidrar i samma riktning. Och när det sker simultant förstärker de varandra. Den effekten ska inte underskattas. Vi ser redan stigande marknadsräntor på medel- till lång sikt som innebär en åtstramning av finansiella förhållanden. Företag och hushåll möter betydligt högre marknadsräntor idag jämfört med för bara några månader sedan. Jämförelsen med tidigare räntehöjningscykler är svår eftersom de flesta centralbanker, inklusive Riksbanken, då inte hade samma omfattande innehav av värdepapper. Då räntehöjningar kombineras med nedtrappning av värdepapper är det möjligt att relativt färre höjningar behövs för att uppnå samma effekt.

Sammantaget leder det mig till att jag hade föredragit en räntebana med totalt två till tre höjningar i år och sedan gradvisa höjningar framöver till en lägre nivå än den som räntebanan indikerar. Men eftersom jag fullt stödjer räntehöjning idag och förväntar mig att ytterligare åtminstone en till i år reserverar jag mig inte mot räntebanan.

Med det sagt vill jag betona att det är ytterst viktigt att min bedömning att färre höjningar kan vara lämpliga inte tolkas och/eller missförstås som tolerans för högre inflation på sikt. Om inflationen blir ännu högre och ännu mer varaktig än i vår prognos, kommer jag att stödja att göra det som krävs för att nå inflationsmålet, inklusive fler räntehöjningar än vad som ligger i nuvarande bana och/eller en snabbare nedtrappning av innehav av värdepapper. Det viktiga är att hushållen och företag har förståelse och beredskap för att penningpolitiken kommer att anpassas till förändrade utsikter för inflationen.

Med de dramatiska händelser som vi har upplevt under de senaste två åren, en global pandemi och ett krig i Europa, vill jag betona möjligheten att använda alla våra verktyg framöver för att upprätthålla prisstabilitet. Under pandemin var obligationsköp ett mer effektivt verktyg än en räntesänkning trots fallande BNP och svag inflation. Med en snabb och bred inflationsuppgång är räntehöjningar i kombination med nedtrappning av balansräkningen en mer effektiv åtgärd än att enbart dra ned på återinvesteringar eller enbart höja räntan. Målet är detsamma – en låg och stabil inflation – men åtgärder kommer att kunna anpassas till en föränderlig omvärld.

Låt mig sammanfatta. En hög inflation är skadlig för svensk ekonomi. En låg och stabil inflation skapar förutsättning för en konkurrenskraftig ekonomi med god tillväxt och växande välförhållanden. För att värna inflationsmålet stödjer jag en räntehöjning vid dagens möte. Jag står också bakom att

avsluta köp av statskuldväxlar samt att halvera återinvesteringar av obligationer under andra halvåret.

Tack!

Riksbankschef Stefan Ingves:

Jag tänkte börja med några övergripande kommentarer och ställningstaganden: Jag ställer mig bakom de nya prognoser och bedömningar som görs i utkastet till penningpolitisk rapport. Jämfört med de bedömningar som gjordes vid det penningpolitiska mötet i februari är förändringarna stora, med en kraftigt reviderad syn på inflationsutvecklingen under 2022 och 2023 och som en följd också på penningpolitiken. Vi har under årets tre första månader överraskats av snabbt stigande inflation, och enligt de nya prognoserna fortsätter inflationen att vara hög under året. Att inflationen i år blir mycket högre än vårt mål är inget vi med rimliga penningpolitiska åtgärder nu kan göra något åt. Men för att se till att inflationen inte biter sig fast på höga nivåer, och istället sjunker tillbaka under 2023 och 2024, krävs en ny tydlig kurs för penningpolitiken. Jag stödjer därför förslagen att vid dagens möte höja reporäntan till 0,25 procent. Jag bedömer även att reporäntebanan – som anger att Riksbankens styrränta sannolikt höjs ytterligare två till tre gånger i år och i litet lugnare takt därefter – är en rimlig prognos. Jag stödjer även de förslag som beskrivs i protokollsbilaga B och som innebär en lägre takt i våra köp av värdepapper under andra halvåret 2022 och att Riksbankens innehav därmed börjar sjunka. Sammantaget innebär åtgärderna en nödvändig omläggning av penningpolitiken i en allt mindre expansiv riktning. Den nya kursen behövs för att inflationen ska sjunka under 2023 för att under första halvåret 2024 vara nära vårt mål om 2 procent.

Coronapandemin fortsätter att kasta sin skugga över den ekonomiska utvecklingen. I västvärlden påverkas numera den ekonomiska aktiviteten inte i någon större utsträckning av pandemin. Men på andra håll i världen, framförallt Kina, medför olika slags begränsningsåtgärder att tillväxten påverkas negativt. Men jämfört med de stora tillväxttapp som skedde 2020 är effekterna på tillväxten numera små och hanterbara.

Bekymmersamt är dock att sedan det förra penningpolitiska mötet i februari har ett krig brutit ut i Europa. Rysslands invasion av Ukraina medför stora kostnader i termer av mänskligt lidande som av allt att döma är katastrofala. I ekonomiska termer är effekterna även utanför krigszonen påtagliga. Vår prognos för tillväxten i euroområdet i år har reviderats ned med en procentenhet till följd av kriget och västvärldens sanktioner mot Ryssland och Belarus. Vår prognos för tillväxten i omvärlden som helhet, sammanvägt med KIX-vikter, är också nedreviderad till följd av kriget i Ukraina, ökad smittspridning i Kina och lägre köpkraft hos hushåll i spåren av högre

inflation. Trots oroslistan är den ekonomiska tillväxten i världen som helhet fortsatt god, 3 procent i år och något lägre kommande år.

Inflationen har fortsatt att stiga internationellt. I fjol kunde uppgången i inflationen inledningsvis hänföras främst till stigande energipriser, även om inflationsuppgången i till exempel USA var mer bred. Men under senare tid har prisuppgångar, till exempel i Europa, skett mer brett, vilket är en effekt av hög efterfrågan och utbudsstörningar efter pandemin. Utbudsstörningarna har nu i år förvärrats av kriget i Ukraina. Vår prognos för den KIX-vägda inflationen i år har reviderats upp från knappt 4 till nästan 6 procent. I takt med att världens centralbanker drar tillbaka penningpolitiska stimulanser väntas dock inflationen falla tillbaka till drygt 2 procent 2024.

Den ekonomiska utvecklingen i Sverige påverkas också av kriget i Ukraina. Efter fjolårets snabba BNP-ökning dämpades tillväxten under det första kvartalet i år. Våra prognoser utgår från att nuvarande sanktioner mot Ryssland ligger kvar under prognosperioden. En ökad efterfrågan från det offentliga, i form av bland annat försvarssatsningar och flyktningmottagning, motverkar de negativa effekterna av kriget på svensk tillväxt. För i år väntar vi oss att BNP växer med litet under 3 procent, för att sedan växla ned till ca 1,5 procent under 2023 och 2024.

Sedan det förra penningpolitiska mötet i februari har vi fått tre nya inflationsutfall, och alla har varit högre än våra prognoser från februari. Det senaste utfallet, KPIF-inflationen i mars, mätte 6,1 procent vilket var över två procentenheter högre än vår gamla prognos. På några år har inflationen gått från cirka noll procent till över sex procent och vi har inte sett toppen än. Att då styra tillbaks till två procent är behäftat med stor osäkerhet. I det avseendet tycker jag att man kan säga att vår prognos är en optimistisk prognos. Bakom uppgången i inflationen ligger dels snabbt stigande priser på drivmedel och el. Men även rensat för dessa komponenter har inflationen stigit brett. Prisökningstakten på varor och tjänster har stigit de senaste månaderna och ligger nu över sina historiska snitt. Framöver väntas fortsatta prisökningar på bland annat energi och livsmedel. Men i takt med att tidigare prisökningar faller ut tolv månaderstalen och penningpolitiken stramas åt faller inflationen tillbaka. Årsgenomsnittet för KPIF väntas i år bli 5,5 procent, 3,3 procent 2023 och 2 procent 2024.

Vid dagens penningpolitiska möte stakar vi nu ut en ny kurs för penningpolitiken. De senaste åren har fokus för penningpolitiken, internationellt och i Sverige, varit på att mildra de ekonomiska effekterna av pandemin. Och tack vare omfattande ekonomisk-politiska åtgärder har stora delar av världen sedan en tid tillbaka tagit igen de stora fall i den ekonomiska aktiviteten som uppstod på grund av nedstängningarna. Men återhämtningen från pandemin innebar att olika slags flaskhalsar uppstod, och utbud och efterfrågan hamnade i otakt på många marknader. Resultaten

blev stigande priser på flera viktiga marknader, som sedan spillt över i breda inflationsuppgångar. Denna nya inflationsmiljö innebär att penningpolitiken behöver läggas om.

Fokus är nu att se till att de höga inflationstakter som vi för närvarande observerar inte blir bestående. Vi kan inte vänta med penningpolitiken, och så att säga chansa på att inflationen tillfälligt stiger i år för att sedan sjunka nästa år igen. Vi behöver agera för att förhindra att de senaste månadernas höga inflationssiffror uppfattas som bestående och därmed letar sig in i inflationsförväntningarna och i pris- och lönesättningen.

Samtidigt menar jag att de räntehöjningar som följer av räntebanan inte innebär att penningpolitiken slår om till att bli kontraktiv. Realräntan kommer fortsätta att vara negativ under prognosperioden. I slutet av prognosperioden, med inflationen på 2 procent och styrräntan på ca 2 procent är den reala styrräntan kring noll. Nuförtiden är det brukligt att jämföra den faktiska realräntan med en så kallad neutral realränta för att avgöra penningpolitikens expansivitet. Men sådana jämförelser är svåra att göra i och med att skattningar av den neutrala nivån är behäftade med stor osäkerhet. Enklare är att konstatera att i ett längre historiskt perspektiv är en realränta på noll procent en låg siffra.

Låt mig lägga till att den senaste tidens snabba och oväntade uppgång i inflationstakten innebär en ny slags osäkerhet som penningpolitiken behöver lära sig att hantera. Det verkar som att den låga och stabila inflationstakt som de avancerade ekonomierna haft under många år nu kan ha övergått i en förhoppningsvis övergående period med hög och även mer varierande inflationstakt. En sådan ny inflationsdynamik ställer stora krav på prognosmetoder, beslutsfattande och penningpolitisk kommunikation. Det viktiga i den här nya miljön är att penningpolitiken bedrivs så att inflationsförväntningarna förblir förankrade vid målet, det vill säga att förtroendet för inflationsmålet består.

Avslutningsvis, inflationsutvecklingen har blivit en annan än den vi väntade oss så sent som i februari. En ny inriktning på penningpolitiken behövs. Med gradvisa höjningar av reporäntan återgår inflationen mot inflationsmålet på två procent. Samtidigt, skulle inflationsutvecklingen fortsätta att överraska på uppsidan kan penningpolitiken behöva stramas åt ytterligare. Omvänt, om inflationen faller tillbaka snabbt kan räntehöjningar skjutas på framtiden eller räntan sänkas. Inflationsmålpolitiken kommer nu att sättas på prov. Det är en sak att sänka räntan till noll eller ännu lägre och köpa en mängd värdepapper för att öka mängden pengar i ekonomin. Det är en helt annan sak att systematisk och envetet bromsa inflationen genom att höja räntan och gradvis reducera det likviditetsöverskott som vi skapat. Det är nu inflationsmålet sätt på prov.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade

- att höja reporäntan till 0,25 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 4 maj 2022,
- 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 28 april 2022 kl. 9:30,
- att publicera protokollet från dagens sammanträde fredagen den 6 maj 2022 kl. 9:30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Christina Håkanson

Bengt Petersson

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