

# Redogörelse för penningpolitiken

2022



# Redogörelse för penningpolitiken

---

Riksbanken är en myndighet under riksdagen med ansvar för penningpolitiken i Sverige. Sedan 1999 har Riksbanken en självständig ställning gentemot riksdag och regering. Det innebär att medlemmarna i Riksbankens direktion fattar beslut i penningpolitiska frågor utan att begära eller ta emot instruktioner från någon. Ingen annan myndighet får heller bestämma hur Riksbanken ska besluta i frågor som rör penningpolitiken.

Hur Riksbanken genomför det uppdrag som delegerats till den följs upp på olika sätt av riksdagen. Bland annat ska riksdagens finansutskott varje år pröva om riksbanksfullmäktige och direktionen kan beviljas ansvarsfrihet för sin förvaltning under det gånga verksamhetsåret. Finansutskottet granskar och utvärderar också varje år den penningpolitik som Riksbanken fört under de närmast föregående åren. Riksbanken sammanställer och publicerar ett underlag för denna utvärdering.

Det material Riksbanken sammanställer är alltså ett underlag för utvärdering – inte en utvärdering i sig. Det innebär däremot inte att det endast är en ren sammanställning av siffror. Redogörelsen innehåller även analyser av utfall, prognoser och händelseförlopp eftersom Riksbanken anser att de som utvärderar penningpolitiken bör få bankens tolkningar av materialet. Det står sedan finansutskottet, och andra som vill utvärdera materialet, fritt att dela Riksbankens slutsatser eller göra andra tolkningar.

Kapitel 1 undersöker måluppfyllelsen 2022, och kapitel 2 redogör för den penningpolitik som bedrivits under året. Kapitel 3 analyserar träffsäkerheten i prognoserna gjorda 2020–2021 medan kapitel 4 går igenom viktiga penningpolitiska frågor. Rapporten innehåller också en fördjupning om värdepappersköpens effekter på Riksbankens resultat och en fördjupning om Riksbankens penningpolitiska utvecklingsarbete.

---

Direktionen fattade beslut om Redogörelse för penningpolitiken den 29 mars 2023. Rapporten går att ladda ned i pdf-format på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se) där det också finns mer information om Riksbanken.

## Penningpolitiken i Sverige – Riksbankens strategi<sup>1</sup>

---

- Det överordnade målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla varaktigt låg och stabil inflation. Riksbanken har preciserat målet som att den årliga förändringen av konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) ska vara 2 procent. Inflationsmålet ska fungera som riktmärke för pris- och lönebildningen i ekonomin.
- Utan att åsidosätta inflationsmålet ska Riksbanken dessutom bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning. Riksbanken bedriver därmed en flexibel inflationsmålpolitik. Vid varje penningpolitiskt beslut bedömer direktionen vilken penningpolitik som är välvägd. Om inflationen avviker från inflationsmålet handlar avvägningen normalt om att hitta en lämplig balans mellan hur snabbt den ska föras tillbaka och effekterna på den realekonomiska utvecklingen.
- Det är varken möjligt eller önskvärt att bedriva en penningpolitik som alltid håller inflationen på exakt 2 procent. Det sker hela tiden förändringar i ekonomin som gör att inflationen varierar på ett sätt som inte går att förutsäga med tillräcklig precision och motverka på kort sikt. Det viktiga är att hushåll och företag har förtroende för målet. Långvariga avvikelser från målet riskerar att påverka förväntningarna om vilken nivå på inflationen som kommer att vara den normala i ekonomin.
- Eftersom det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen och realekonomin vägleds penningpolitiken av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Det finns inget generellt svar på frågan hur snabbt Riksbanken siktar på att föra tillbaka inflationen till 2 procent om den avviker från målet. En alltför snabb återgång kan i vissa lägen få effekter på produktion och sysselsättning som är mycket negativa, medan en alltför långsam återgång kan försvaga trovärdigheten för inflationsmålet.
- Riksbanken kan väga in risker förknippade med utvecklingen på de finansiella marknaderna i sina penningpolitiska beslut så länge förtroendet för inflationsmålet är tydligt förankrat och den förväntade och sammantagna måluppfyllelsen när det gäller inflationen och produktionen och sysselsättningen blir bättre sett över en längre horisont. När det gäller att förebygga en obalanserad utveckling av tillgångspriser och skuldsättning är det dock framför allt viktigt att det finns ett väl fungerande finansiellt regelverk och en effektiv tillsyn.
- Riksbankens huvudsakliga penningpolitiska verktyg är styrräntan. Vid behov kan den kompletteras med andra åtgärder, bland annat köp eller försäljning av statspapper, för att till exempel säkerställa att penningpolitiken får genomslag på ett effektivt sätt på de räntor som hushåll och företag möter. Riksbanken kan köpa och sälja andra värdepapper än statspapper om det finns synnerliga skäl. Sådana synnerliga skäl kan till exempel finnas vid finansiell oro eller i kriser.
- Riksbanken strävar efter en öppen och tydlig kommunikation. Det gör det lättare för ekonomins aktörer att fatta goda ekonomiska beslut. Penningpolitiken blir också lättare att utvärdera. Riksdagens finansutskott, Riksrevisionen och Riksbanksfullmäktige följer upp och utvärderar den förda penningpolitiken på olika sätt inom ramen för sina respektive uppdrag.
- Direktionen håller normalt fem penningpolitiska möten per år. Det penningpolitiska beslutet och den penningpolitiska rapporten presenteras tillsammans med ett pressmeddelande kl. 9:30 dagen efter det penningpolitiska mötet. Den penningpolitiska rapporten beskriver den ekonomiska utvecklingen och motiverar det penningpolitiska beslutet. Av beslutet och pressmeddelandet framgår hur de enskilda direktionsledamöterna röstade och en huvudsaklig motivering till eventuella reservationer. En presskonferens hålls senare samma dag. Knappt två veckor efter varje penningpolitiskt möte publiceras ett protokoll där det går att se hur de olika direktionsledamöterna argumenterade.

---

<sup>1</sup> Denna strategi uppdaterades 2023, i samband med att den nya riksbankslagen (SFS 2022:1568) började gälla.

# Innehållsförteckning

1	Måluppfyllelse	5
1.1	Inflationen 2022	5
1.2	Den ekonomiska utvecklingen 2022	11
2	Penningpolitiken 2022	15
2.1	Riksbankens prognoser och penningpolitiska överväganden	15
2.2	Lärdomar av inflationsuppgången 2022	25
2.3	Förteckning över de penningpolitiska besluten 2022	27
3	Riksbankens prognoser och penningpolitik de senaste åren	29
3.1	Den ekonomiska utvecklingen i omvärlden och Sverige	30
3.2	Inflationen och penningpolitikens utformning	39
4	Viktiga penningpolitiska frågor	41
4.1	Syftet med inflationsmålet	41
4.2	Den penningpolitiska debatten 2022	43
4.3	Frågor inför framtiden	52
	FÖRDJUPNING – Värdepappersköpens effekter på Riksbankens resultat	54
	FÖRDJUPNING – Riksbankens penningpolitiska utvecklingsarbete	64

# 1 Måluppfyllelse

---

Under 2022 nådde inflationen den högsta nivån sedan inflationsmålet infördes, och låg i slutet av året långt över målet. Precis som i omvärlden orsakades prisstegringarna i hög grad av olika obalanser och störningar till följd av pandemin och Rysslands invasion av Ukraina. Att inflationsuppgången blev så stor och bred berodde samtidigt på god efterfrågan som gjorde det möjligt för företagen att föra över sina stigande kostnader till konsumenterna. I den här situationen är det viktigt att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet genom att bedriva en penningpolitik som återför inflationen till målet och förhindrar att den biter sig fast på en hög nivå. Trots att inflationen låg över målet 2022 bidrog penningpolitiken till att de långsiktiga inflationsförväntningarna var stabila nära målet. Den ekonomiska aktiviteten var god under året och utvecklingen på arbetsmarknaden var stark.

---

## 1.1 Inflationen 2022

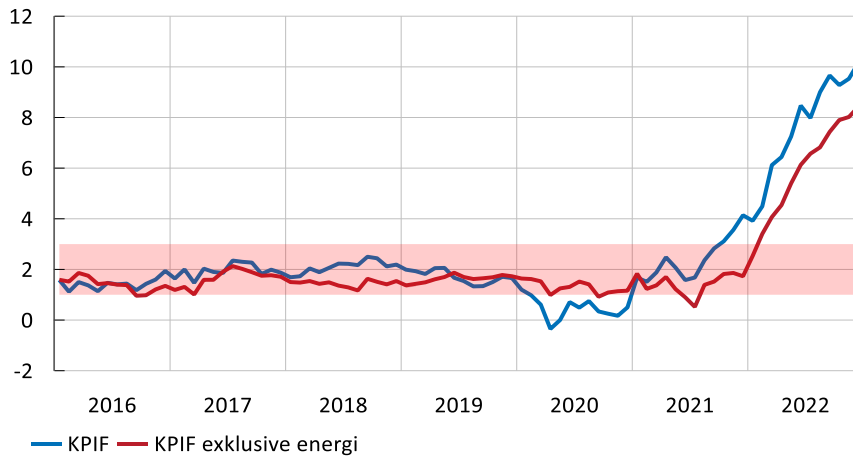
### **Globala störningar och hög inflation**

Inflationen i Sverige, mätt som KPIF, var hög under hela 2022 (se diagram 1) och överskred kraftigt Riksbankens inflationsmål. I december 2022 uppgick den till 10,2 procent, den högsta nivån sedan inflationsmålet infördes. Den höga inflationen innebär att inflationsmålet provas på uppsidan för första gången på allvar.

Under 2021 började inflationen att stiga snabbt, främst i USA där finanspolitiken gjorts kraftigt expansiv (se diagram 2). Hög efterfrågan i kombination med olika utbudsstörningar i spåren av pandemin pressade upp världsmarknadspriserna på flera insatsvaror, transporter och råvaror. Den höga efterfrågan ökade dessutom företagens möjligheter att föra över sina produktions- och transportkostnader till konsumentpriserna. Under senare delen av 2021 tog inflationen fart även i Europa, till stor del som ett resultat av de snabbt stigande energipriserna. I Sverige var den underliggande inflationen, mätt med KPIF exklusive energi, fortfarande under 2 procent i slutet av 2021 (se diagram 3).

**Diagram 1. KPIF, KPIF exklusive energi och variationsband**

Årlig procentuell förändring

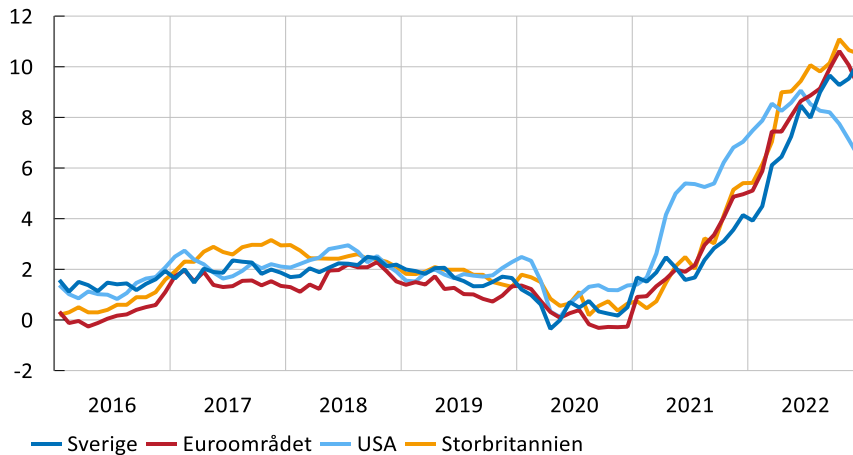


Anm. Det rosa fältet visar Riksbankens variationsband och täcker ungefär tre fjärdedelar av KPIF-utfallen sedan januari 1995. Variationsbandet är ett sätt att visa om avvikelser från inflationsmålet är ovanligt stora.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 2. Konsumentpriser i olika länder och regioner**

Årlig procentuell förändring

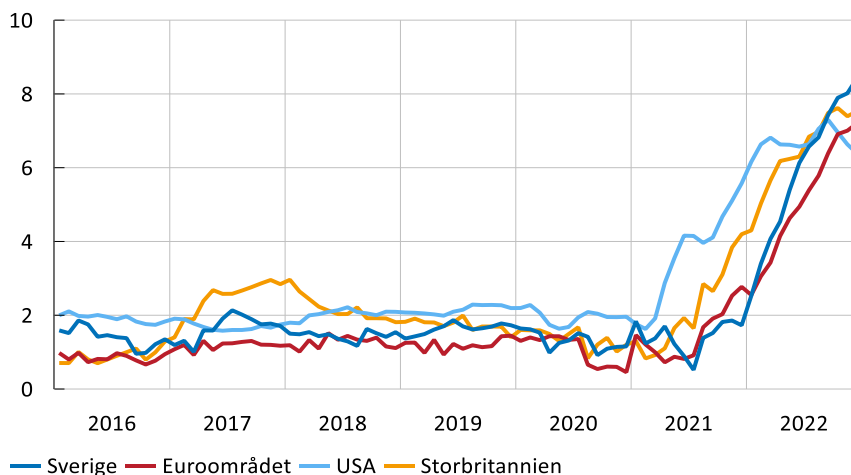


Anm. Konsumentpriser avser KPIF för Sverige, KPI för USA och Storbritannien och HIKP för euroområdet.

Källor: Eurostat, SCB, U.K Office for National Statistics och U.S. Bureau of Labor Statistics.

**Diagram 3. Konsumentpriser exklusive energi i olika länder och regioner**

Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF exklusive energi för Sverige, HIKP exklusive energi för euroområdet, KPI exklusive energi för USA och Storbritannien.

Källor: Eurostat, SCB, U.K. Office for National Statistics och U.S. Bureau of Labor Statistics.

Under inledningen av 2022 började dock de höga energi- och råvarupriserna även sätta avtryck i den underliggande inflationen i Sverige. Inflationen ökade än mer efter Rysslands invasion av Ukraina i februari 2022. Obalanserna förstärktes till följd av kriget och dessutom av nya pandemirelaterade restriktioner i Kina. Priset på flera råvaror, livsmedel och insatsvaror drevs upp ytterligare. Det uppstod allvarliga störningar på de europeiska energimarknaderna som bland annat fick elpriserna att stiga kraftigt (se diagram 4). Prisökningarna spreds snabbt och även lönerna steg snabbare i flera länder tack vare ett starkt konjunkturläge. Inflationen ökade därmed till de högsta nivåerna på flera decennier i många delar av världen. Stigande priser och högre räntor medförde att en del hushåll och företag fick en alltmer ansträngd ekonomi. I flera länder, däribland Sverige, vidtog regeringar olika åtgärder för att mildra effekterna av höga energikostnader.

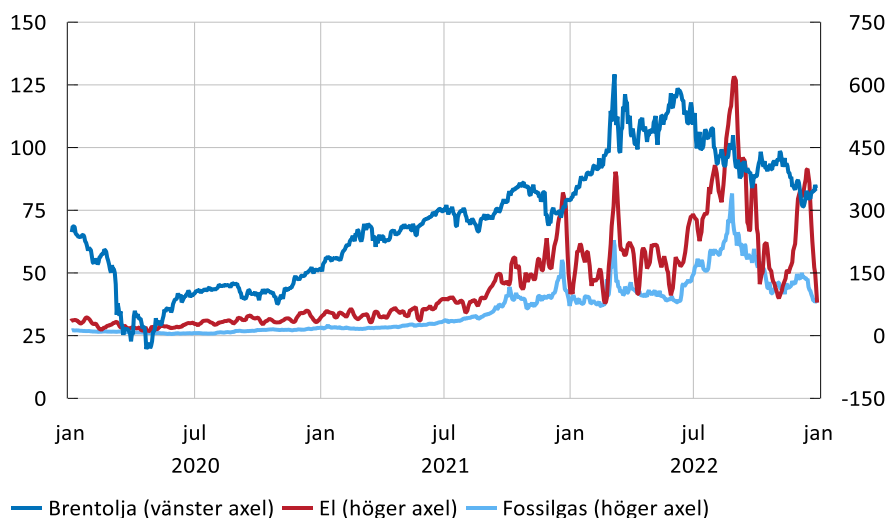
I slutet av året fanns det tecken på att en del av prisstegringarna i omvärlden hade dämpats även om den underliggande inflationen var fortsatt hög (se diagram 2 och diagram 3). Åtstramande penningpolitik bidrog till att minska efterfrågan och de pandemirelaterade utbudsproblemen avtog gradvis. Att globala energipriser föll efter sommaren bidrog också till att prisstegringarna dämpades.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Detta beror på flera faktorer, exempelvis minskat globalt energibehov från industrin, åtgärder för att minska elförbrukningen i Europa och ett ovanligt varmt väder under hösten och vintern. En annan viktig förklaring var att många europeiska länder snabbt lyckades ersätta fossilgas från Ryssland med fossilgas i flytande form från andra länder. Dessutom bidrog politiska åtgärder samt satsningar för att kunna ta emot flytande fossilgas och investeringar i förnybar energi till att osäkerheten om energiförsörjningen i Europa minskade.



**Diagram 4. Energipriser**

USD/fat (vänster axel) och EUR/MWh (höger axel)



Anm. El- och fossilgaspris för Tyskland. För elpris avses spotpris, 5-dagars glidande medelvärde. För fossilgas avses terminspris för nästkommande månad.

Källor: The Iberian Energy Derivatives Exchange och Intercontinental Exchange.

**Inflationsmålet prövas**

I början på året förklarades den höga inflationen i Sverige, precis som i utlandet, till en del av att energipriserna hade ökat (se diagram 1). Energipriserna, det vill säga både drivmedels- och elpriser som var exceptionellt höga redan i början av 2022, fördubblades efter Rysslands invasion av Ukraina (se diagram 27 i kapitel 3). Även livsmedelspriserna ökade kraftigt som en följd av kriget. Inflationen under 2022 var dock ovanligt hög även bortsett från livsmedel och energi. Varupriserna som under ett antal år hade sjunkit något i genomsnitt steg kraftigt. Företagens kostnader ökade på grund av högre priser på energi, transport, konstgödsel, spannmål och insatsvaror. Att kronan var svag bidrog också till att inköpspriserna från utlandet blev högre.<sup>3</sup> Kostnadsökningarna fördes snabbt över till konsumenter mot bakgrund av hög efterfrågan i Sverige.<sup>4</sup> Ökningstakten i tjänstepriserna, som i större utsträckning avspeglar det inhemska konjunkturläget, steg tydligt inom branscher som nöjen, logi samt mat och dryck på restaurang, där efterfrågan steg kraftigt efter pandemin. Sammantaget steg alla stora delindex (energi, livsmedel, varor och tjänster) snabbt och bidrog med i

<sup>3</sup> Kronan försvagades med drygt 7 procent, mätt med KIX, under 2022. Enligt Riksbankens tidigare skattningar leder en 10-procentig försvagning av kronkursen till cirka 0,5 procentenheter högre KPIF-inflation. Den kraftiga uppgången av inflationen drevs därför främst av andra faktorer än växelkursen. Genomslaget på inflationen kan dock ha blivit större den senaste tiden eftersom kronan har försvagats mycket samtidigt som många producentpriser har ökat. Företagen har i det här läget förmodligen fört över ökade importpriser till konsumentpriserna oavsett om kostnadsökningen förklaras av den svaga kronan eller höga frakt- och råvarupriser i utländsk valuta. Se även fördjupningen "Varför har kronan försvagats i år?" i Penningpolitisk rapport, november 2022 och P. Bacchetta och P. Chikhani (2021), "On the weakness of the Swedish krona", *Penning- och valutapolitik*, 2021:1, Sveriges riksbank.

<sup>4</sup> I Riksbankens företagsundersökningar vittnade flera företag om ett gott efterfrågeläge och större acceptans för prishöjningar. Andelen företag som var nöjda med sin lönsamhet enligt Konjunkturinstitutets barometer var också hög under första halvåret.



genomsnitt närmare 2 procentenheter vardera till KPIF-inflationen (se tabell 1 och diagram 5).

Riksbanken analyserar flera mått på inflationen för att bilda sig en uppfattning om hur varaktig inflationen är. En viktig indikator för den långsiktiga inflationen är medianen av flera mått på den underliggande inflationen. Årsgenomsnittet för medianen tredubblades till 6,1 procent under 2022, från cirka 2 procent året innan (se tabell 2 och diagram 6).

**Tabell 1. Utveckling i KPIF och dess komponenter**

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	Vikt (procent)	2000-2021	2021	2022
Tjänster	44	1,8	2,2	4,4
Varor exkl. livsmedel	29	-0,4	0,2	6,0
Livsmedel	18	1,8	0,6	9,3
Energi	6	3,9	17,1	32,9
Kapitalstock	3	5,3	5,9	6,9
KPIF	100	1,6	2,4	7,7

Anm. Vikterna är de som gällde för år 2022.

Källa: SCB.

**Tabell 2. Inflationen enligt olika mått**

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2020	2021	2022
KPIF	0,5	2,4	7,7
KPIF exklusive energi	1,3	1,4	5,9
Underliggande inflation (median)	1,4	1,8	6,1

Anm. Underliggande inflation avser medianen för ett antal mått på underliggande inflation. Inkluderade mått är KPIF exkl. energi, UND24, Trim85, KPIF exkl. energi och färskvaror, persistent-viktad inflation (KPIFPV), faktor från principalkomponentanalys (KPIFPC) och viktad medianinflation (Trim1). Se <https://www.riksbank.se/sv/statistik/makroindikatorer/underliggande-inflation/> för mer information.

Källor: SCB och Riksbanken.

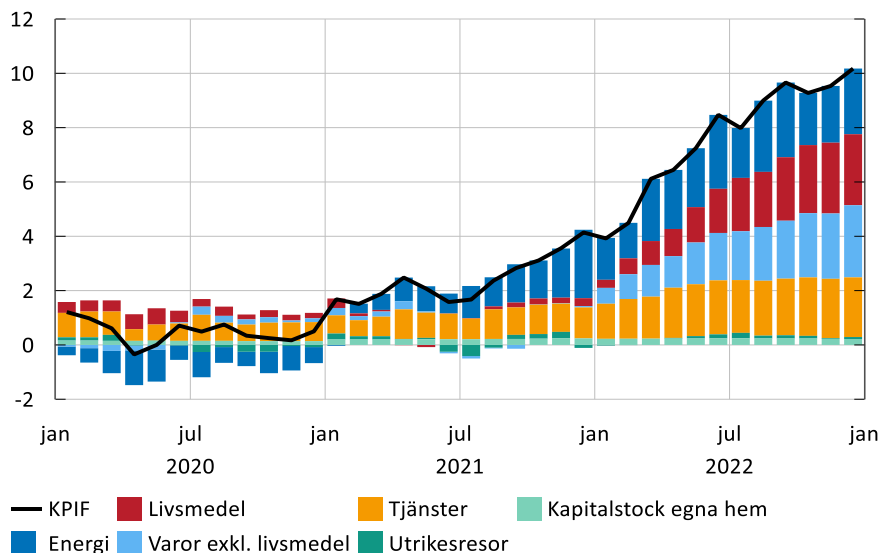
Sammanfattningsvis var och är inflationen alldeles för hög och bred i Sverige. Målavvikelsen var exceptionellt stor under hela 2022. Många av drivkrafterna till den höga inflationen är internationella och har uppkommit på grund av allvarliga och oförutsedda störningar som pandemin och kriget i Ukraina. Men prisuppgångarna under 2022 berodde också på att den svenska konjunkturen var god och att de internationella störningarna letade sig in brett i de svenska konsumentpriserna. Det är denna del av inflationen som Riksbankens penningpolitik främst kan påverka, genom att påverka dels efterfrågan i ekonomin, dels förväntningarna om inflationen framöver.

Den höga inflationen innebär att inflationsmålet prövas på uppsidan för första gången på allvar sedan det infördes. Penningpolitiken har under året varit inriktad på att få ned inflationen och värna inflationsmålet. Penningpolitiken påverkar inflationen och

realekonomin med viss fördröjning och de fulla effekterna av den förda politiken är ännu inte tydliga.

### Diagram 5. Bidrag till KPIF-inflationen

Årlig procentuell förändring respektive procentenheter

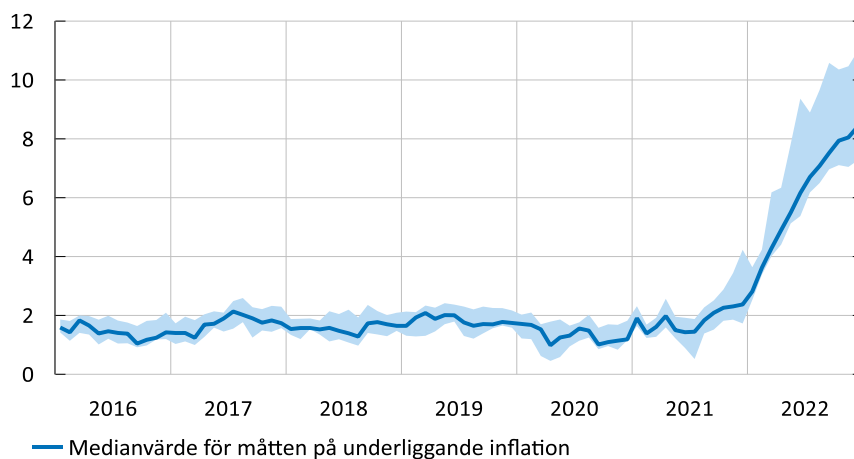


Anm. Staplarna illustrerar respektive prisgrupps bidrag till ökningstakten i KPIF de senaste tolv månaderna. Bidragen kan tolkas som den årliga ökningstakten i varje grupp multiplicerat med gruppens vikt i KPIF. Se tabell 2 för respektive grupps vikt år 2022.

Källor: SCB och Riksbanken.

### Diagram 6. Olika mått på underliggande inflation

Årlig procentuell förändring



Anm. Fältet visar det högsta och lägsta utfallet bland 7 olika mått på underliggande inflation: KPIF exkl. energi, UND24, Trim85, KPIF exkl. energi och färskvaror, persistensviktad inflation (KPIFPV), faktor från principalkomponentanalys (KPIFPC) och viktad medianinflation (Trim1).

Källor: SCB och Riksbanken.

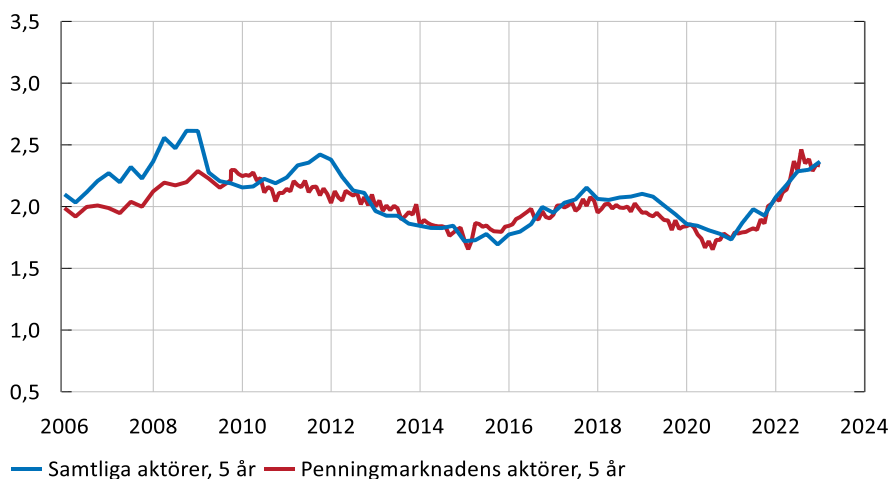
## Stabila långsiktiga förväntningar om framtida inflation

Penningpolitiken syftar till att stabilisera inflationen kring inflationsmålet. Det främsta syftet med ett inflationsmål är att det ska fungera som ett långsiktigt riktmärke för pris- och lönebildningen i ekonomin. Det är viktigt att ekonomins aktörer litar på att Riksbanken med hjälp av penningpolitiken återför inflationen till målet när störningar har fått den att avvika. En gemensam bild av den framtida prisutvecklingen som ligger nära inflationsmålet bidrar till en mer långsiktigt gynnsam utveckling i svensk ekonomi med god och stabil tillväxt.

Trots att inflationen i Sverige har stigit snabbt och är lika hög som på 1970- och 1980-talen var de långsiktiga inflationsförväntningarna under 2022 fortsatt relativt väl förankrade vid inflationsmålet (se diagram 7). Enligt enkätundersökningar steg de ekonomiska aktörernas långsiktiga inflationsförväntningar i början på året men förblev sedan stabila strax över 2 procent. Den sammantagna bedömningen är att ekonomins aktörer förväntar sig att inflationen på lite sikt ska vara nära inflationsmålet.

**Diagram 7. Långsiktiga inflationsförväntningar**

Procent



Anm. Förväntningarna avser KPI.

Källa: Kantar Prospera.

## 1.2 Den ekonomiska utvecklingen 2022

### Tillväxten bromsade in men utvecklingen på arbetsmarknaden var stark

Den ekonomiska aktiviteten var hög i början av året i såväl Sverige som omvärlden. De flesta ekonomier hade återhämtat de kraftiga fallen i BNP som skedde i samband med pandemin (se diagram 8). Den nya pandemivågen som bröt ut i slutet av 2021 fick begränsade effekter på ekonomin tack vare omfattande vaccinationer.

Restriktionerna blev kortvariga på många håll i världen med undantag av Kina som bedrev nolltoleranspolitik mot covid-19 till slutet av 2022.

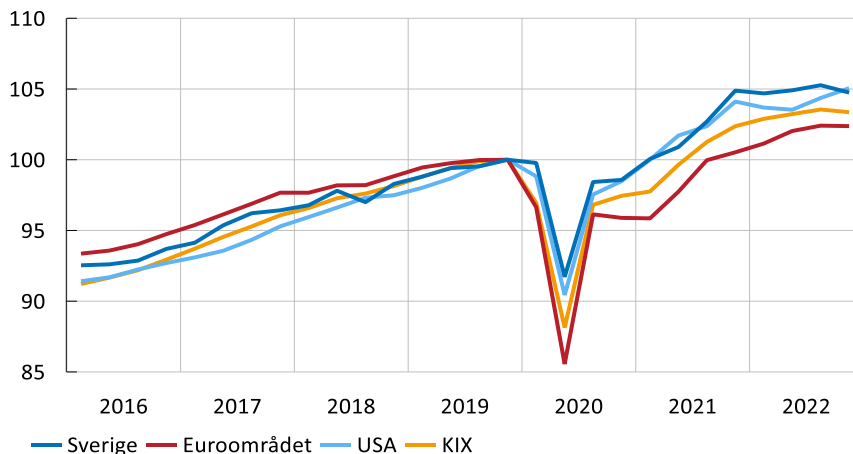
Under senare delen av året dämpades den globala tillväxten till följd av stramare penningpolitik, de ekonomiska konsekvenserna av kriget och avmattningen i Kina på grund av pandemin. Hög inflation, lägre tillgångspriser och högre räntor bidrog sammantaget till att efterfrågan försvagades. Den ekonomiska aktiviteten i Europa präglades särskilt av störningar på energimarknaderna. På arbetsmarknaderna var dock utvecklingen stark under hela året. Det gäller inte minst i USA och euroområdet där arbetslösheten var mycket låg. Sammantaget var konjunkturen i omvärlden stark under 2022.

Den svenska konjunkturen var god under större delen av året. BNP-tillväxten, som var hög i början på året, återgick dock till normala nivåer under hösten. I slutet av året sjönk BNP något, mycket för att prisökningar och stigande räntekostnader fick hushållens efterfrågan att avta. Bostadspriserna som hade stigit till mycket höga nivåer under pandemin föll under 2022.

Sysselsättningsgraden steg till en historiskt hög nivå och arbetslösheten sjönk under större delen av året (se diagram 9).<sup>5</sup> Andelen företag som rapporterade brist på arbetskraft minskade men var fortsatt på en hög nivå i slutet av året. Den starka arbetsmarknaden och den höga inflationen medförde något snabbare nominella löneökningar även i Sverige jämfört med 2021. De reala lönerna föll däremot markant på grund av den höga inflationen.

#### Diagram 8. BNP i Sverige och omvärlden

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



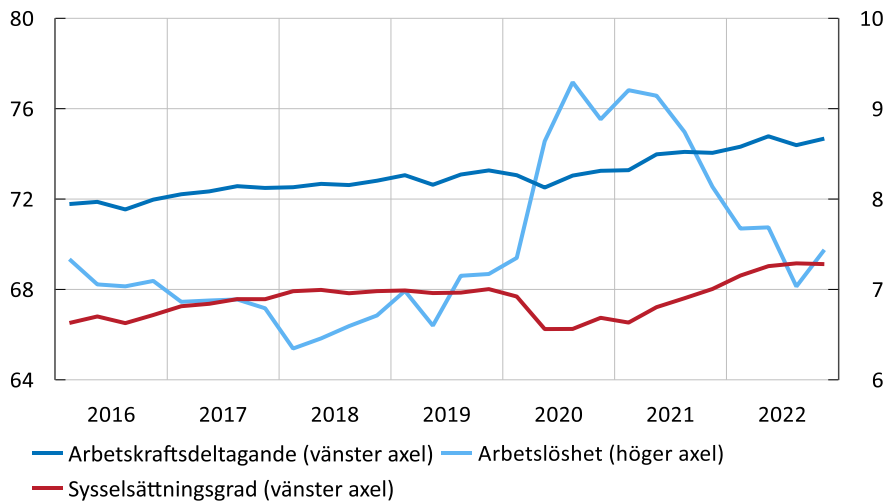
Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden.

Källor: Nationella källor och Riksbanken.

<sup>5</sup> Anledningen till att arbetslösheten i Sverige inte var så låg trots rekordhög sysselsättningsgrad var att arbetskraften hade utvecklats starkt såväl under som efter pandemin. I USA och euroområdet däremot utvecklades arbetskraftsdeltagandet relativt svagt efter den kraftiga nedgången i samband med pandemin. Det innebär att den svenska arbetsmarknaden var ännu starkare jämfört med i USA och euroområdet, trots högre arbetslöshet.

**Diagram 9. Arbetskraft, sysselsättning och arbetslöshet**

Procent av befolkningen respektive arbetskraften, 15-74 år



Anm. Serier är länkade för att justera för tidsseriebrottet i AKU januari 2021.

Källa: SCB.

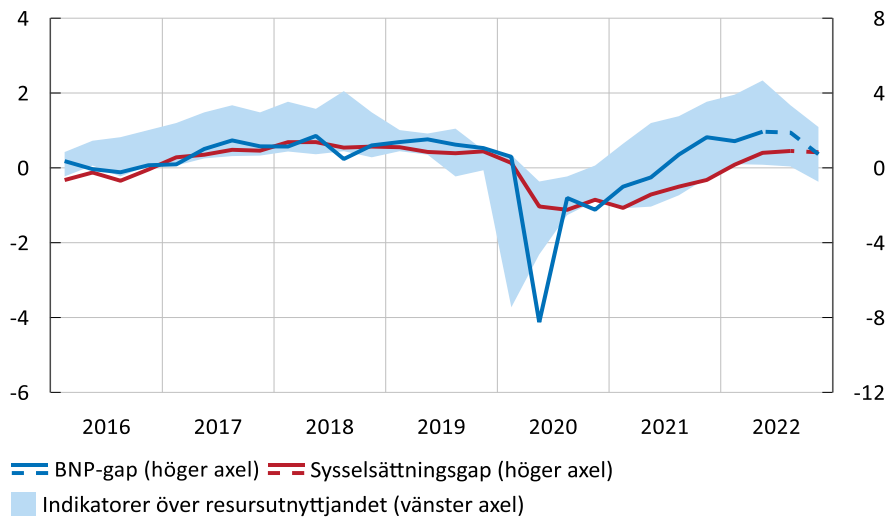
**Högt resursutnyttjande**

Hur högt resursutnyttjandet är, det vill säga hur mycket lediga resurser det finns i ekonomin, påverkar utvecklingen av löner och priser. Därför är det viktigt för Riksbanken att försöka bilda sig en uppfattning om detta. Resursutnyttjandet kan dock inte mätas exakt och Riksbanken gör därför en bedömning utifrån en mängd olika indikatorer. Exempel på sådana är arbetslöshet, kapacitetsutnyttjande och bristtal.

Indikatorerna visar att resursutnyttjandet var högt under 2022 (se diagram 10). Samtliga indikatorer var positiva under större delen av året även om de uppvisade ett relativt brett spann. Längst ned i spannet fanns lönsamhetsomdömet i näringslivet och högst upp i spannet fanns bristtal i näringslivet enligt Konjunkturbarometern. Riksbankens samlade bedömning var att resursutnyttjandet var högre än normalt under 2022. Sysselsättningsgraden var rekordhög, det fanns brist på arbetskraft i många branscher, arbetslösheten hade sjunkit till relativt låga nivåer och efterfrågan på varor och tjänster var överlag hög.

**Diagram 10. Mått på resursutnyttjandet**

Procent respektive standardavvikelser



Anm. Gapen avser BNP:s och sysselsättningens avvikelse från Riksbankens bedömda trender i Penningpolitisk rapport, november 2022. Fältet visar det högsta och lägsta utfallet för standardiserade indikatorer över resursutnyttjandet. Inkluderade serier är: Inverterad arbetslöshet enligt AKU; Inverterad arbetslöshet enligt Arbetsförmedlingen; Kapacitetsutnyttjandet inom industrin/tillverkningsindustrin enligt SCB/Konjunkturbarometern; Konjunkturbarometer-serier för näringslivet över bristtal, lönsamhetsomdöme samt efterfrågeläget.

Källor: Arbetsförmedlingen, Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

## 2 Penningpolitiken 2022

---

Efter många år med låg och stabil inflation steg konsumentpriserna snabbt under 2022 och inflationen nådde de högsta nivåerna på över 30 år. Under året spred sig prisökningarna på energi och andra insatsvaror successivt till många olika kategorier av varor och tjänster och inflationen steg snabbt. Inflationsmålet prövades på uppsidan i en utsträckning som inte skett sedan det infördes. Penningpolitiken lades om helt under våren för att hindra inflationen från att bita sig fast i pris- och lönebildningen. Under året höjdes styrräntan med sammanlagt 2,5 procentenheter. Riksbankens värdepappersinnehav minskade under året och köpen avslutades helt i december. Den snabba inflationsuppgången var svår att förutse och dessutom var ekonomierna i såväl omvärlden som Sverige mer motståndskraftiga än väntat mot störningarna i energiförsörjningen och de höjda räntorna. Både inflationsprognoserna och prognosen för styrräntan reviderades därför kontinuerligt upp under året. Det finns flera lärdomar att dra av utvecklingen under 2022, bland annat för förståelsen av företagens prissättningsbeteende och Riksbankens prognosmetoder.

---

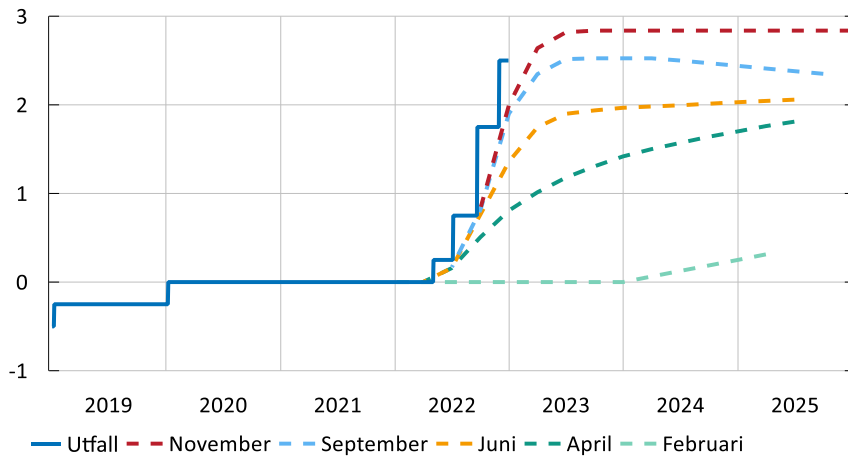
### 2.1 Riksbankens prognoser och penningpolitiska överväganden

Under året dominerades penningpolitiken helt av frågan om hur den höga inflationen skulle stävjas och inom rimlig tid återföras till 2 procent. Bland de frågor som diskuterades specifikt fanns de ekonomiska konsekvenserna av kriget i Ukraina, inflationsuppgångens utbredning och drivkrafter samt risken för att inflationsmålet skulle förlora fästet som nominellt ankare i ekonomin. Ytterligare en fråga som var viktig i den penningpolitiska avvägningen var hur den penningpolitiska transmissionen fungerar i en miljö där hushållen är högt skuldsatta. Under 2022 höjdes styrräntan från noll till 2,50 procent (se diagram 11). Samtidigt trappades värdepappersköpen ned så att innehavet började minska (se diagram 12).



**Diagram 11. Styrränta, prognoser 2022**

Procent

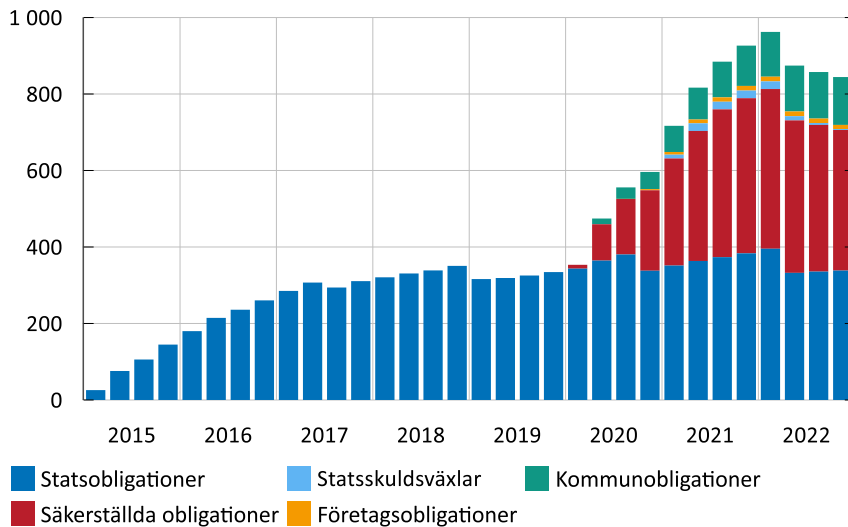


Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken.

**Diagram 12. Riksbankens värdepappersinnehav**

Nominellt belopp, miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

### Inflationen steg till de högsta nivåerna på över 30 år

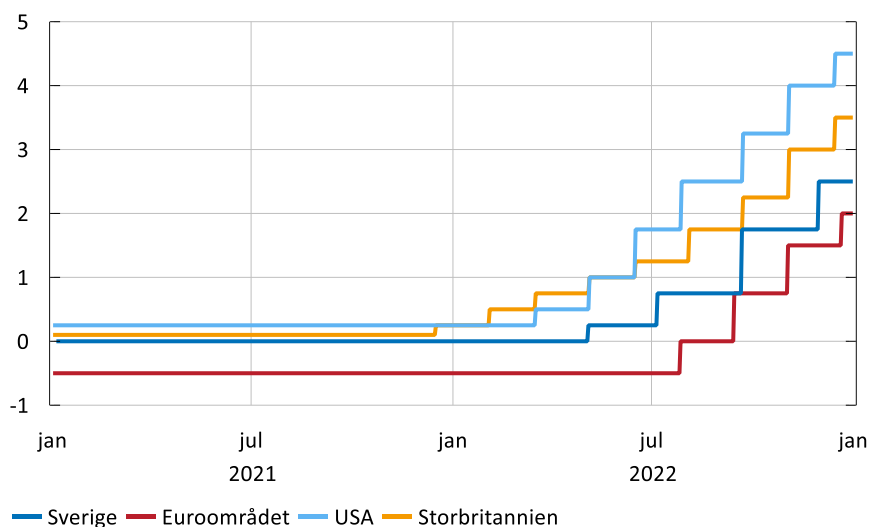
Inledningen av 2022 präglades av den starka återhämtningen efter pandemin. Tillväxtutsikterna var goda i både Sverige och omvärlden, samtidigt som efterfrågan på arbetskraft var hög och arbetslösheten sjönk. Inflationen hade visserligen stigit på de flesta håll i världen, men en stor del av uppgången förklarades av snabbt stigande energipriser och att priserna på viktiga insatsvaror och transporter fortfarande var höga till följd av störningar i globala produktions- och leveranskedjor. Det fanns dock skillnader mellan olika länder. I till exempel USA och Storbritannien hade även den

underliggande inflationen stigit till relativt höga nivåer, medan den fortfarande var nära 2 procent i Sverige och euroområdet (se diagram 3 i kapitel 1).

Det var svårt att avgöra om inflationsutvecklingen efter pandemin skulle kräva en penningpolitisk reaktion eller inte. Många bedömare menade att det rörde sig om en tillfällig, om än stor, inflationsuppgång. Trots att den underliggande inflationen i USA var hög och stigande behöll Federal Reserve i januari styrräntan på rekordlåga 0–0,25 procent och fortsatte att utöka sitt tillgångsinnehav. Man signalerade dock att styrräntan skulle höjas i mars och att tillgångsinnehavet vid den tidpunkten skulle upphöra att växa – en plan som man också fullföljde. I Storbritannien inledde Bank of England däremot sin penningpolitiska åtstramning redan i december 2021 och höjde styrräntan ytterligare en gång i februari till 0,5 procent (se diagram 13). Då inledde man också en minskning av tillgångsinnehavet, i enlighet med sin tidigare presenterade penningpolitiska plan.<sup>6</sup> Jämfört med Sverige var tecknen på stigande underliggande inflation tydligare i euroområdet, men ECB valde att behålla styrräntan på –0,5 procent och att alltjämt utöka sina tillgångsinnehav. Det fanns ännu inga signaler från ECB om att penningpolitiken skulle göras mindre expansiv i närtid.

**Diagram 13. Styrräntor i omvärlden**

Procent



Källor: Respektive centralbank och Riksbanken.

### Svårbedömt läge i februari

I den penningpolitiska rapporten i februari konstaterades att världsekonomin till stor del hade återhämtat det kraftiga BNP-fallet från inledningen av coronapandemin och att de globala tillväxtutsikterna var goda. Riksbanken bedömde att aktiviteten i svensk ekonomi skulle fortsätta öka, om än i långsammare takt, och arbetsmarknaden

<sup>6</sup> Planen innebar att tillgångsinnehavet skulle börja minska när styrräntan nådde 0,5 procent. Se "Utländska centralbankers planer för en gradvis mindre expansiv penningpolitik", fördjupning i *Penningpolitisk rapport*, september 2021, Sveriges riksbank.

bedömdes fortsätta att stärkas i takt med att pandemin klingade av (se diagram 14 och diagram 15).

Den svenska inflationen hade stigit och uppgick i december 2021 till 4,1 procent mätt med KPIF (se diagram 16), men uppgången förklarades av de snabba prisökningarna på el och drivmedel. Mätt med KPIF exklusive energi uppgick inflationen i december 2021 till 1,7 procent (se diagram 17). Energipriserna bedömdes inte fortsätta öka i samma takt och i inflationsutfallen syntes ännu inga tydliga tecken på någon bred prisökning. Tjänstepriserna hade visserligen stigit, men mot bakgrund av deras svaga utveckling under pandemin var det inte oroväckande.

Läget var svårbedömt.<sup>7</sup> I en fördjupning i den penningpolitiska rapporten diskuterades hur höga energipriser kunde påverka andra priser. Fördjupningen inkluderade även ett scenario där inflationen blev högre och mer varaktig och där styrräntan skulle behöva höjas avsevärt tidigare.<sup>8</sup> Men i huvudscenariot bedömdes KPIF-inflationen falla tillbaka under loppet av 2022 (se diagram 16), bland annat till följd av att energi- och livsmedelspriserna bedömdes öka i långsammare takt och att de långsiktiga inflationsförväntningarna fortfarande låg nära målet på 2 procent (se diagram 7 i kapitel 1).

I den penningpolitiska rapporten noterades att det tillkommit en risk i form av det försämrade säkerhetsläget i Europa. En tilltagande rysk aggression bedömdes bland annat kunna leda till stigande energipriser och en ökad oro på de finansiella marknaderna. Konsekvenserna var dock mycket svåra att uppskatta och bedömdes i stor utsträckning bero på hur Ryssland skulle agera i olika scenarier.

Efterfrågan i Sverige bedömdes dämpas tillfälligt av den höga smittspridningen av omikron-varianten av coronaviruset, och för att inflationen skulle vara nära målet på lite sikt bedömdes penningpolitiken fortsatt behöva vara expansiv och ge stöd till ekonomin. Vid det penningpolitiska mötet i februari beslutade därför direktionen att behålla styrräntan på noll procent. Enligt prognosen skulle styrräntan höjas under andra halvåret 2024 (se diagram 11), vilket innebar en något tidigare höjning än vad Riksbanken bedömde i november 2021.

Direktionen beslutade också att under andra kvartalet 2022 köpa obligationer för 37 miljarder kronor för att kompensera för förfall i innehavet av värdepapper, vilket var samma belopp som under första kvartalet.<sup>9</sup> I och med att köpen gjordes i en jämn takt ökade innehavet det första kvartalet, eftersom förfallen inträffade senare under året (se diagram 12). Prognosen var som tidigare att innehavet sammantaget skulle vara ungefär oförändrat under 2022 och gradvis minska därefter genom förfall. Vice riksbankscheferna Anna Breman, Martin Flodén och Henry Ohlsson reserverade sig mot beslutet och prognosen för värdepappersköpen och förespråkade i stället att

---

<sup>7</sup> Se även vidare diskussion i avsnitt 4.2 i denna redogörelse.

<sup>8</sup> Se fördjupningen "Höga energipriser – hur kommer andra konsumentpriser att påverkas?" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2022, Sveriges riksbank.

<sup>9</sup> Riksbanken upphörde med nettoköpen av värdepapper vid årsskiftet 2021/2022.

återinvesteringarna skulle ske i mindre omfattning och en prognos där dessa trappades ned snabbare samt att köp av statsskuldväxlar skulle upphöra helt efter det första kvartalet 2022.

Stämmingsläget i ekonomin vände nedåt när Ryssland inledde sin invasion av Ukraina i slutet av februari, och tillväxtutsikterna försämrades. Inte långt efter mötet i februari stod det klart att det skulle behövas en kraftig omläggning av penningpolitiken i april och att prognoserna från februari var överspelade. Förändringen var påtaglig och kommunicerades därför i olika tal av direktionsledamöterna.<sup>10</sup> Under våren ökade el- och energipriserna ytterligare till följd av störningarna i gasexporten från Ryssland till EU. Samtidigt minskade Ukrainas export av flera råvaror, som majs och vete, vilket gjorde att priserna på många livsmedelsvaror ökade.

### **Penningpolitiken lades om i april**

I den penningpolitiska rapporten i april konstaterade Riksbanken att de ekonomiska konsekvenserna av Rysslands invasion av Ukraina orsakade nya störningar i de globala värdekedjorna, förvärrade leveransproblemen och ökade osäkerheten om tillgången på flera viktiga råvaror. Högre priser på energi och livsmedel pressade upp inflationen ytterligare i ett läge då prisökningstakten i flera länder redan var hög, och i mars uppgick KPIF-inflationen till 6,1 procent (se diagram 16).

Sedan det penningpolitiska beslutet i februari hade inflationen även bortsett från energipriserna blivit väsentligt högre än väntat och utfallen pekade på att prisuppgången nu var bred (se diagram 17). Samtidigt var svensk ekonomi fortfarande stark. Såväl arbetskraftsdeltagandet som sysselsättningsgraden hade stigit till historiskt höga nivåer och bristen på arbetskraft var stor. Det första kvartalet hade arbetslösheten sjunkit till 7,7 procent och den bedömdes sjunka ytterligare något under prognosperioden (se diagram 15).

Vid det penningpolitiska mötet i april bedömde direktionen att det var nödvändigt att lägga om penningpolitiken i en betydligt mindre expansiv riktning för att hindra inflationen från att bita sig fast i pris- och lönebildningen. Direktionen beslutade att höja styrräntan från noll till 0,25 procent. Prognosen var att räntan skulle höjas ytterligare med 0,5–0,75 procentenheter under 2022 och därefter fortsätta höjas gradvis till något under 2 procent i början av 2025 (se diagram 11). Detta innebar en mycket stor förändring i förhållande till bedömningen i februari. Direktionen beslutade också att sänka takten i Riksbankens köp av värdepapper under andra halvåret 2022 så att innehavet börjar minska och att Riksbanken skulle sluta köpa statsskuldväxlar från och med den 28 april 2022 (se diagram 12).

### **Inflationsuppgången breddades under våren**

Under våren fortsatte uppgången i den underliggande inflationen, och det fanns tydliga indikationer på att prisökningarna breddades alltmer i ekonomin. I den

<sup>10</sup> Se till exempel Anna Breman och Stefan Ingves, [öppen utfrågning om penningpolitiken](#) i finansutskottet 3 mars 2022, tal av Anna Breman (2022), "Inflation och penningpolitik i skuggan av ett krig", 23 mars 2022, Sveriges riksbank och tal av Martin Flodén (2022), "Penningpolitik för inflation vid målet", 6 april 2022, Sveriges riksbank.

penningpolitiska rapporten i juni noterade Riksbanken att prisökningarna i Sverige, liksom i omvärlden, nu hade spridit sig alltmer. Såväl varu- som livsmedels- och tjänstepriserna hade stigit avsevärt mer än väntat sedan det penningpolitiska mötet i april, och KPIF-inflationen uppgick i maj till 7,2 procent (se diagram 16). Även mätt med KPIF exklusive energi var inflationen hög och uppgick till 5,4 procent i maj (se diagram 17).

Därtill hade den svenska kronan försvagats. Det är inte ovanligt att kronan försvagas när osäkerheten på de finansiella marknaderna ökar, men Riksbanken bedömde att den var svagare än vad man borde kunna förvänta sig utifrån den allmänna ekonomiska utvecklingen i Sverige jämfört med omvärlden. Kronan väntades därför stärkas något i prognosen (se diagram 18).

Flera faktorer bidrog därmed till att företagens kostnader ökade snabbt och den starka efterfrågan gjorde att det var möjligt att föra över kostnadsökningarna till konsumentpriserna.<sup>11</sup> Trots att tillväxtutsikterna försämrades och osäkerheten ökade var konjunkturen och arbetsmarknaden påfallande stark i många länder, däribland Sverige. I vissa länder, i synnerhet USA och Storbritannien, fanns tecken på att löneförväntningarna och de faktiska löneökningarna hade börjat stiga.<sup>12</sup>

I Riksbankens företagsundersökning vittnade företagen om en stark konjunktur.<sup>13</sup> Indikatorer, såsom Konjunkturinstitutets barometer, pekade också på fortsatt hög efterfrågan på arbetskraft. I Sverige ökade sysselsättningen snabbt under det första kvartalet och arbetslösheten minskade tydligt (se diagram 15). BNP-tillväxten väntades dock växla ner, framförallt till följd av lägre ökningstakt i hushållens konsumtion och minskande bostadsinvesteringar. I takt med att BNP-tillväxten dämpades väntades även efterfrågan på arbetskraft avta och arbetslösheten bedömdes därför stiga något från och med 2023 (se diagram 15).

Vid det penningpolitiska mötet i juni konstaterade direktionen att inflationen hade fortsatt att stiga snabbt och att prisökningarna började sprida sig alltmer i ekonomin. Den snabba inflationsuppgången hade ökat risken för att förtroendet för inflationsmålet skulle försvagas. Inflationsförväntningarna hade stigit, framförallt på ett och två års sikt, men även på längre sikt (se diagram 7 i kapitel 1). Direktionen beslutade därför att höja styrräntan från 0,25 till 0,75 procent, för att se till att inflationen skulle återgå till målet och motverka att den höga inflationen skulle bita sig fast i pris- och lönebildningen. Även prognosen för styrräntan justerades upp (se diagram 11). Direktionen beslutade även att Riksbankens köp av värdepapper under andra halvåret skulle halveras jämfört med beslutet i april. Återinvesteringarna skulle därmed bli lägre och innehavet av värdepapper skulle minska i snabbare takt.

---

<sup>11</sup> En studie av Konjunkturinstitutet från december 2022 indikerar att konsumentpriserna ökade ungefär lika mycket som produktionskostnaderna mellan det andra kvartalet 2021 och det andra kvartalet 2022, se Konjunkturinstitutet (2022), "[Prissättning hos svenska företag under 2022](#)", *Specialstudier*, december 2022.

<sup>12</sup> Se fördjupningen "Brist på arbetskraft och högre lönetryck i omvärlden" i *Penningpolitisk rapport*, juni 2022, Sveriges riksbank.

<sup>13</sup> Se "Alla pratar om problemen, ingen om hur bra det går", *Riksbankens företagsundersökning*, maj 2022, Sveriges riksbank.

## Styrräntan höjdes med 1 procentenhet i september

Under sommaren och hösten 2022 fortsatte inflationen att stiga. I Sverige var KPIF-inflationen 9,0 procent i augusti (se diagram 16), medan prisökningarna exklusive energikostnader uppgick till 6,8 procent (se diagram 17). Inflationen drevs inte av stora prisuppgångar på enskilda produkter, utan uppgången var bred – såväl varu- och livsmedelspriserna som tjänstepriserna hade stigit avsevärt mer än väntat.

I den penningpolitiska rapporten i september konstaterade Riksbanken att inflationen hade stigit snabbt och var hög i både Sverige och omvärlden och att flera faktorer kopplade till pandemin och Rysslands krig i Ukraina bidrog till denna utveckling. Inte minst el- och gaspriserna steg till mycket höga nivåer i Europa.

Trots att de stora prisökningarna hade urholkat hushållens köpkraft konsumerade svenska hushåll i snabb takt under det andra kvartalet. Det berodde troligen på en uppdämd vilja att konsumera och leva mer som tidigare efter två år av pandemi och restriktioner. Detta återspeglades i en stark BNP-tillväxt som framför allt drevs av hushållens konsumtion, men även av näringslivets investeringar. Tillväxten i sysselsättningen var också stark, men efterfrågan på arbetskraft bedömdes avta i takt med att den ekonomiska aktiviteten minskade (se diagram 15).

Sedan det penningpolitiska mötet i juni hade den svenska kronan fortsatt att försvagas och sedan början av året hade kronan totalt sett försvagats med cirka 5 procent (se diagram 18). Det bedömdes delvis bero på att de finansiella marknaderna präglats av hög volatilitet under sommaren men också på de styrräntehöjningar som inleddes i vissa andra länder under våren.

Vid det penningpolitiska mötet i september bedömde direktionen att penningpolitiken behövde stramas åt ännu mer för att föra inflationen tillbaka till målet. Då ökningstakten i både livsmedels- och elpriser hade ökat ytterligare väntades KPIF-inflationen fortsätta stiga under resten av året. Direktionen beslutade därför att höja styrräntan med 1 procentenhet till 1,75 procent (se diagram 11). Prognosen för styrräntan innebar att den skulle fortsätta höjas det kommande halvåret till ungefär 2,5 procent. Denna åtstramning av penningpolitiken bedömdes vara nödvändig för att få inflationen att falla tillbaka mot målet i ett rimligt tidsperspektiv.

Direktionen konstaterade att inflationsutvecklingen framöver var fortsatt svår att bedöma och att penningpolitiken skulle komma att anpassas på det sätt som behövdes för att säkerställa att inflationen återförs till målet inom rimlig tid.

I den penningpolitiska avvägningen diskuterades att den ökade skuldsättningen bland hushållen hade gjort att penningpolitiken nu skulle få ett större genomslag på efterfrågan i ekonomin. Styrräntan behövde därför inte höjas lika mycket för att få samma åtstramande effekt på ekonomin som tidigare, vilket var en viktig aspekt att beakta i de penningpolitiska besluten.<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> Se fördjupningen "Högre räntekänslighet i den svenska ekonomin" i *Penningpolitisk rapport*, september 2022, Sveriges riksbank.

Direktionen noterade att stigande priser och högre räntekostnader var kännbara för hushåll och företag, men att det skulle bli än mer smärtsamt för svensk ekonomi om inflationen blev kvar på höga nivåer. En större räntehöjning bedömdes minska risken för hög inflation på sikt och därmed också behovet av en ännu större penningpolitisk åtstramning längre fram.

### **Fortsatt stigande inflation – styrräntan höjdes till 2,5 procent i november**

Under hösten var konjunkturen fortfarande stark i såväl Sverige som stora delar av omvärlden. Framåtblickande indikatorer tydde dock på att konjunkturen bromsade in och att BNP skulle utvecklas svagt den närmaste tiden. I den penningpolitiska rapporten i november konstaterades att inflationen fortfarande var hög, trots att elpriserna, tack vare bland annat mildt väder, hade sjunkit tillbaka.

KPIF-inflationen hade fortsatt att stiga och uppgick till 9,3 procent i oktober (se diagram 16). För svensk del var det bekymmersamt att den underliggande inflationen, mätt med KPIF exklusive energi, hade fortsatt att stiga till 7,9 procent i oktober och därmed låg en halv procentenhet högre än vad Riksbanken bedömde i september (se diagram 17).

Därtill hade kronan försvagats ytterligare (se diagram 18). Under året bidrog turbulensen på de finansiella marknaderna och en åtstramande penningpolitik i omvärlden, framför allt i USA, till att kronan totalt sett försvagades med drygt 7 procent i KIX-viktade termer.

Den svenska konjunkturen var dock alltså stark. BNP växte med 0,7 procent det tredje kvartalet och sysselsättningsgraden hade fortsatt att stiga till en historiskt hög nivå. I Riksbankens företagsundersökning i september uppgav många företag att konjunkturläget var gott och att produktions- och försäljningstakten var hög. Men allt fler företag förberedde sig på en nedgång och konjunkturläget väntades bli betydligt sämre framöver.<sup>15</sup>

Vid årets sista penningpolitiska möte i november bedömde direktionen att penningpolitiken behövde stramas åt mer för att föra inflationen tillbaka till målet, jämfört med bedömningen i september. Därför beslutade direktionen att höja styrräntan med 0,75 procentenheter till 2,5 procent. Prognosen var att räntan skulle höjas ytterligare i början av 2023, för att då hamna strax under 3 procent (se diagram 11). Vid det penningpolitiska mötet fattade direktionen inget beslut om köp av värdepapper under 2023, vilket i praktiken innebar att köpen avslutades vid årsskiftet och att innehavet därefter skulle minska i takt med förfallen.

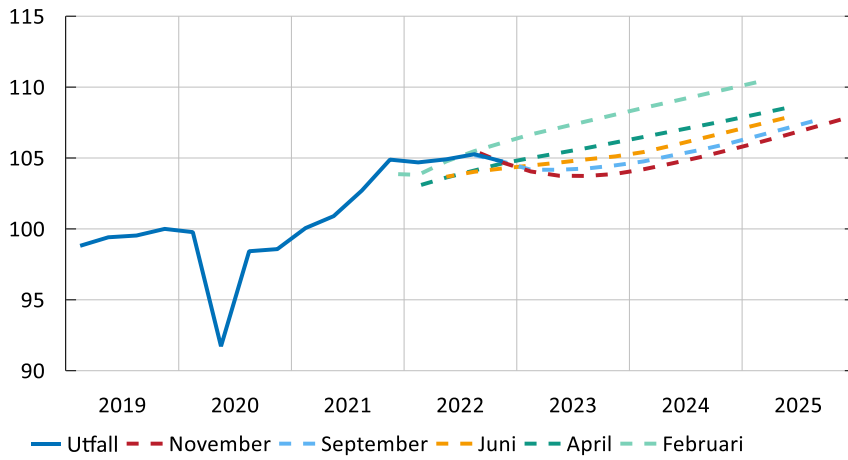
---

<sup>15</sup> Se "Kostnaderna rusar, konjunkturen saktar in", *Riksbankens företagsundersökning*, september 2022, Sveriges riksbank.



**Diagram 14. BNP, prognoser 2022**

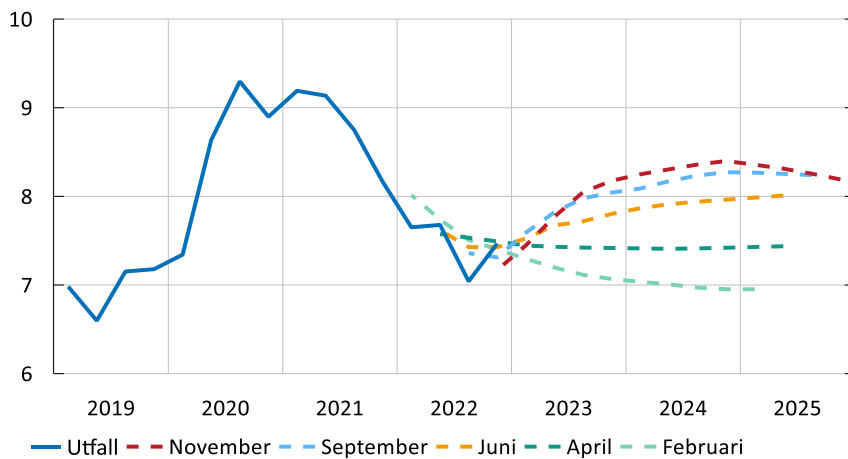
Index, 2019 kv4 =100, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 15. Arbetslöshet, prognoser 2022**

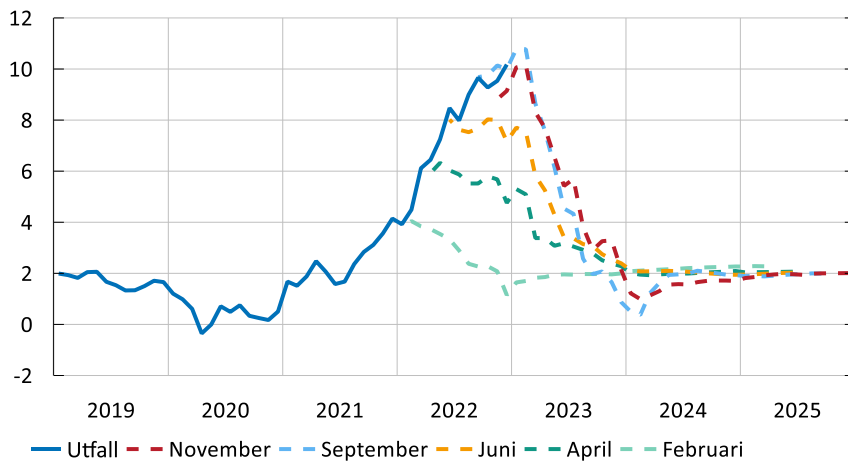
Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 16. KPIF, prognoser 2022**

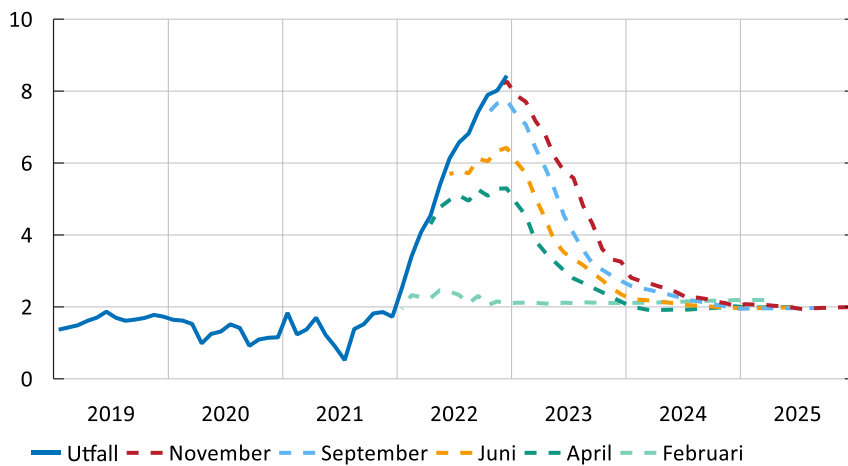
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 17. KPIF exklusive energi, prognoser 2022**

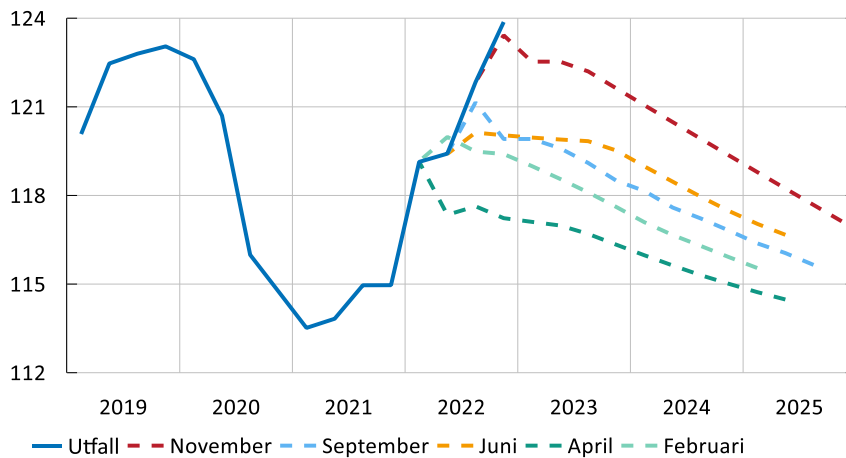
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 18. Nominell växelkurs, KIX, prognoser 2022**

Index, 1992-11-18 = 100



Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt mot valutor i de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor och Riksbanken.

## 2.2 Lärdomar av inflationsuppgången 2022

Den snabba och oväntade uppgången i inflationen under 2022 resulterade i att inflationsprognoserna kontinuerligt reviderades upp, samtidigt som styrräntan höjdes mer än vad som tidigare aviserats. Även om utvecklingen var svår att förutse finns all anledning att gå tillbaka och försöka förstå om det fanns tecken på en stigande inflation som förbisågs och vilka lärdomar som kan dras av händelseförloppet.

Liksom många andra centralbanker världen över underskattade Riksbanken kraften i återhämtningen efter pandemin. Ett högt sparande bland hushållen i kombination med fortsatta störningar i utbudsled resulterade i en oväntat stark impuls till inflationen när ekonomierna öppnade upp och efterfrågan slog igenom.<sup>16</sup>

En bidragande orsak till att inflationsuppgången underskattades var att de prognosmodeller Riksbanken använde som regel var skattade på data sedan mitten av 1990-talet och fångade genomsnittliga effekter sedan dess. Inflationen har under större delen av den perioden varit låg och stabil, och då tenderar företag och hushåll att inte ta så stor hänsyn till den i sina ekonomiska beslut.<sup>17</sup> I en miljö där priserna i producent- och konsumentled ökar snabbt finns en mycket större benägenhet att beakta inflationen, vilket bland annat märktes i företagens prissättningsbeteende under inledningen av året. Tidigare har kostnadsökningar inte vältrats över till

<sup>16</sup> Se även tal av T. Macklem (2022), "[Putting the resolute in resolutions: Looking ahead to lower inflation](#)", 12 december 2022, Bank of Canada.

<sup>17</sup> Detta fenomen brukar benämnas rational inattention och har uppmärksammats i kommunikationen från flera centralbanker. Se till exempel tal av P. Beaudry (2023), "[No two ways about it: Why the Bank is committed to getting back to 2%](#)", 16 februari 2023, Bank of Canada, tal av J. Powell (2022), "[Monetary Policy and Price Stability](#)", Jackson Hole, 26 augusti 2022, samt tal av C. Mann (2022), "[Inflation expectations, inflation persistence and monetary policy strategy](#)", 5 september 2022, Bank of England.

konsumentledet fullt ut, men en studie från Konjunkturinstitutet tyder på att detta skedde i stor utsträckning 2021–2022.<sup>18</sup>

Ett annat tecken på att prissättningsbeteendet förändrats framgår av Riksbankens företagsundersökningar. Efter att under lång tid ha redovisat hur svårt det varit att höja priserna återgav undersökningen i mars 2022 i stället omdömen som ”aldrig varit med om att kunderna accepterar prishöjningar så lätt”. Och då genomfördes ändå intervjuerna till undersökningen före den ryska invasionen av Ukraina.<sup>19</sup> Förändringar i prissättningsbeteendet kan ha medfört att Riksbanken inledningsvis underskattade de indirekta effekterna på inflationen av exempelvis stigande energipriser. På motsvarande sätt kan också genomslaget av en svagare krona på inflationen ha varit större under 2022 än vad som indikerades av historiska samband. En lärdom är att förändringar i prissättningsbeteendet bland företagen behöver följas mycket noggrant.

Det finns ett antal ytterligare lärdomar av utvecklingen under 2022 när det gäller prognosmetoderna för inflationen.<sup>20</sup> Riksbankens kortsiktsmodeller som tidigare fungerat bra visade sig ha svårt att fånga uppgången i inflationen under året. Fler ”snabba data” kan behövas för att följa utvecklingen i konsumentpriserna, exempelvis data från internet över olika priser. Dessutom kan bevakningen av inflationsutvecklingen i omvärlden behöva förstärkas ytterligare. I USA steg exempelvis inflationen kraftigt redan under 2021, och betydelsen av detta för utvecklingen i övriga världen kan ha underskattats.

Riksbanken lade under året ett stort fokus på att försöka förstå inflationsutvecklingen bättre, bland annat skrevs ett antal fördjupningar om inflationen och metoderna för att prognostisera dess utveckling.<sup>21</sup> Men utvecklingen understryker vikten av att i högre grad analysera osäkerheten kring prognoserna, till exempel genom att i större utsträckning använda scenarier med en väsentligt annorlunda utveckling för bland annat inflationen.

Även om ett flertal scenarier för den framtida inflationen presenterades i den penningpolitiska rapporten under 2022, skulle scenarierna kunna ha integrerats i högre grad i den penningpolitiska strategin och kommunikationen. En tänkbar lärdom skulle kunna vara att, vid sidan av huvudscenariot, i större utsträckning beakta alternativa scenarier i de penningpolitiska besluten. Det skulle också skapa ett ökat fokus på osäkerheten i bedömningarna i den penningpolitiska kommunikationen. På så vis skulle beredskapen hos ekonomins aktörer att hantera en oväntad utveckling kunna förbättras.

---

<sup>18</sup> Studien från Konjunkturinstitutet indikerar att konsumentpriserna ökade ungefär lika mycket som produktionskostnaderna mellan det andra kvartalet 2021 och det andra kvartalet 2022; se Konjunkturinstitutet (2022), ”Prissättning hos svenska företag under 2022”, *Specialstudier*, december 2022.

<sup>19</sup> Se ”Jag har aldrig varit med om att kunderna accepterar prishöjningar så lätt”, *Riksbankens företagsundersökning*, februari 2022, Sveriges riksbank.

<sup>20</sup> Se J. Johansson, M. Löf, P. Stockhammar och I. Strid (2022), ”Vad förklarar Riksbankens prognosfel för inflationen?”, *Staff memo*, juni, Sveriges riksbank.

<sup>21</sup> Se även fördjupningen ”Riksbankens penningpolitiska utvecklingsarbete” i denna redogörelse.

## 2.3 Förteckning över de penningpolitiska besluten 2022

Riksbankens direktion höll fem penningpolitiska möten under 2022. I anslutning till dessa publicerades en penningpolitisk rapport med prognoser för styrräntan, inflationen och andra ekonomiska variabler.

**Den 9 februari.** Direktionen beslutade att behålla styrräntan oförändrad på noll procent och att detta beslut skulle tillämpas från och med onsdagen den 16 februari 2022. Dessutom beslutades att Riksbanken mellan den 1 april och den 30 juni 2022 skulle

- a) köpa svenska nominella och reala statsobligationer samt svenska statens gröna obligationer till ett sammanlagt nominellt belopp om 12 miljarder kronor,
- b) köpa svenska statsskuldväxlar till ett sådant sammanlagt nominellt belopp att Riksbankens innehav av statsskuldväxlar kunde upprätthållas på en nivå kring 20 miljarder kronor,
- c) köpa obligationer utgivna av svenska kommuner och regioner samt Kommuninvest i Sverige AB till ett nominellt belopp om 12 miljarder kronor som även fick omfatta köp av gröna kommunobligationer,
- d) köpa säkerställda obligationer utgivna i svenska kronor av svenska kreditinstitut till ett nominellt belopp om 12 miljarder kronor,
- e) köpa obligationer utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag till ett nominellt belopp om 1 miljard kronor som även fick omfatta köp av gröna obligationer.

Vice riksbankscheferna Anna Breman, Martin Flodén och Henry Ohlsson reserverade sig mot beslutet och prognosen för värdepappersköpen. De förespråkade köp av stats- och kommunobligationer samt säkerställda obligationer under andra kvartalet 2022 för 9 miljarder kronor per obligationsslag och att köpen sedan gradvis skulle trappas ned under andra halvåret. De förespråkade vidare att Riksbankens köp av statsskuldväxlar skulle upphöra efter första kvartalet 2022 och att köpen av företagsobligationer skulle minska till 500 miljoner kronor under andra kvartalet för att sedan antingen trappas ned ytterligare eller helt avslutas. De bedömde att en sådan nedtrappning av köpen skulle vara förenlig med fortsatt expansiva finansiella förhållanden, en god realekonomisk utveckling och uppfyllelse av inflationsmålet.

**Den 27 april.** Direktionen beslutade att höja styrräntan till 0,25 procent och att detta beslut skulle tillämpas från och med onsdagen den 4 maj 2022. Dessutom beslutade direktionen att sänka takten i köpen av värdepapper under andra halvåret så att innehavet skulle börja minska. I detalj innebar beslutet att Riksbanken mellan den 1 juli och den 31 december 2022 skulle

- a) köpa svenska statsobligationer till ett nominellt belopp om 12 miljarder kronor som även får omfatta köp av svenska statens gröna obligationer,
- b) köpa obligationer utgivna av svenska kommuner och regioner samt Kommuninvest i Sverige AB till ett nominellt belopp om 12 miljarder kronor som även får omfatta köp av gröna kommunobligationer,

- c) köpa säkerställda obligationer utgivna i svenska kronor av svenska kreditinstitut till ett nominellt belopp om 12 miljarder kronor,
- d) köpa obligationer utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag till ett nominellt belopp om 1 miljard kronor som även får omfatta köp av gröna obligationer.

Därtill beslutades att Riksbanken skulle sluta köpa svenska statsskuldsväxlar från och med den 28 april 2022.

**Den 29 juni.** Direktionen beslutade att höja styrräntan till 0,75 procent och att detta beslut skulle tillämpas från och med onsdagen den 6 juli 2022. Dessutom beslutades att Riksbanken mellan den 1 juli och den 31 december 2022 skulle

- a) köpa svenska statsobligationer till ett nominellt belopp om 6 miljarder kronor som även fick omfatta köp av svenska statens gröna obligationer,
- b) köpa obligationer utgivna av svenska kommuner och regioner samt Kommuninvest i Sverige AB till ett nominellt belopp om 6 miljarder kronor som även fick omfatta köp av gröna kommunobligationer,
- c) köpa säkerställda obligationer utgivna i svenska kronor av svenska kreditinstitut till ett nominellt belopp om 6 miljarder kronor,
- d) köpa obligationer utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag till ett nominellt belopp om 500 miljoner kronor som även fick omfatta köp av gröna obligationer.

Slutligen beslutades att Riksbanken från och med den 1 september 2022 endast skulle köpa företagsobligationer utgivna av företag som redovisar sina årliga direkta och indirekta utsläpp av växthusgaser (scope 1 och scope 2) i enlighet med rekommendationer från Task Force for Climate-related Financial Disclosures.

**Den 19 september.** Direktionen beslutade att höja styrräntan med 1 procentenhet till 1,75 procent och att detta beslut skulle tillämpas från och med onsdagen den 21 september 2022.

**Den 23 november.** Direktionen beslutade att höja styrräntan med 0,75 procentenheter till 2,5 procent och att detta beslut skulle tillämpas från och med den 30 november 2022.

### 3 Riksbankens prognoser och penningpolitik de senaste åren

---

Konjunkturen i omvärlden under 2022 blev ungefär lika stark som Riksbanken väntat sig medan den svenska konjunkturen överlag utvecklades i linje med de mer optimistiska prognoserna från tidigare år. Invasionen av Ukraina, liksom obalanser mellan utbud och efterfrågan i spåren av pandemin, bidrog till att inflationen steg i omvärlden och Sverige och blev exceptionellt hög – betydligt högre än i Riksbankens prognoser. Svensk inflation nådde de högsta nivåerna sedan inflationsmålet infördes och priserna steg tydligt på nästan alla varor och tjänster. Uppgången var därmed bred. Ett kriterium för att avgöra om penningpolitiken var väl utformad 2020 och 2021 är att bedöma om prognoserna under dessa år ser rimliga ut i efterhand. Under de åren väntade Riksbanken sig en betydligt lägre inflation och fortsatte därför att föra en expansiv penningpolitik. Även om inflationsuppgången 2022 till stor del berodde på oförutsedda händelser som penningpolitiken inte kan reagera på i förväg underskattade Riksbanken effekterna av bland annat snabbt stigande energipriser och företagskostnader 2021. Det är viktigt att dra lärdomar av prognosfelen och Riksbanken arbetar därför kontinuerligt med att förbättra sina prognosmetoder.

---

Eftersom det tar tid innan penningpolitiken påverkar inflationen och den övriga ekonomin fullt ut, baseras penningpolitiken på prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Ekonomin möter ständigt störningar som medför att inflationen avviker från målet. När detta händer anpassar Riksbanken normalt sin penningpolitik så att KPIF-inflationen återförs till 2 procent inom ett rimligt tidsperspektiv. Inflationsprognosen vid varje tillfälle visar hur snabbt Riksbanken avser att föra tillbaka inflationen till målet efter en avvikelse. Av övriga prognoser framgår också hur anpassningen av inflationen har vägts av mot effekten på olika realekonomiska variabler som produktion och sysselsättning.

Även om det tar tid innan penningpolitiken påverkat ekonomin fullt ut kan vissa effekter ändå märkas relativt snabbt. Det gäller till exempel när förändringar av växelkursen påverkar importpriser. Den penningpolitik som bedrevs under 2022, och som beskrivs mer utförligt i kapitel 2, kan alltså i viss mån ha påverkat inflationen redan under samma år. Med detta sagt fokuserar återstoden av detta kapitel på Riksbankens prognoser och penningpolitik under 2020 och 2021.

Ett sätt att belysa 2020 och 2021 års penningpolitik är att studera träffsäkerheten i Riksbankens prognoser från de åren. Samtidigt beskriver prognosfel inte nödvändigtvis hur väl penningpolitiken bedrivits eller hur välgrundade prognoserna är. Målet är givetvis att Riksbankens prognoser ska vara träffsäkra, så att penningpolitiken kan



baseras på bästa möjliga bild av den ekonomiska utvecklingen framöver. Men det inträffar ständigt oförutsedda händelser i ekonomin och det innebär sin tur att den ekonomiska utvecklingen ofta avviker även från välgrundade prognoser. Viss statistik revideras också i efterhand, vilket gör att utfallen, själva utgångspunkten för den penningpolitiska bedömningen, i sin tur kan ändras.

De flesta diagrammen i det här kapitlet visar den faktiska utvecklingen samt Riksbankens prognoser för ett antal centrala variabler. Syftet med diagrammen är att på ett övergripande sätt illustrera Riksbankens tidigare bedömningar av den ekonomiska utvecklingen och jämföra med utfall. Därför behöver inte enskilda prognoser urskiljas. Eftersom pandemin totalt ändrade förutsättningarna för den ekonomiska utvecklingen presenteras och diskuteras i det här kapitlet enbart prognoserna från den penningpolitiska rapporten i juli 2020 och framåt.<sup>22</sup> I de två föregående årens redogörelse beskrevs prognoserna och motiven för de penningpolitiska besluten under 2020 och 2021 mer i detalj.

### 3.1 Den ekonomiska utvecklingen i omvärlden och Sverige

#### **Under 2022 utvecklades BNP i omvärlden i linje med Riksbankens förväntningar, men omvärldsinflationen fortsatte stiga oväntat snabbt**

Sverige är en liten öppen ekonomi, vilket medför att den ekonomiska utvecklingen i omvärlden har stor betydelse för den inhemska utvecklingen. För att fånga utvecklingen i omvärlden väger Riksbanken samman olika länder efter deras betydelse för Sveriges utrikeshandel enligt det så kallade kronindexet (KIX). Särskilt viktig är utvecklingen i euroområdet, som väger nästan 50 procent i indexet.

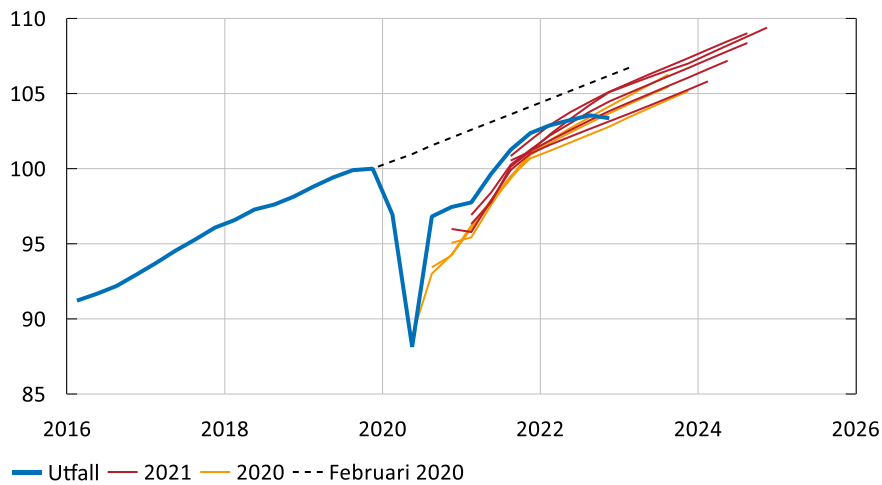
Riksbanken väntade sig att BNP i omvärlden skulle återhämta sig relativt snabbt efter pandemin (se diagram 19). Även om återhämtningen fram till och med första halvåret 2021 gick något snabbare än förväntat kan man betrakta dessa prognoser som relativt träffsäkra, med tanke på den höga osäkerhet som rådde avseende hur pandemin skulle utvecklas och hanteras. Under slutet av 2021 bidrog problem i produktions- och leveranskedjor samt en ny våg i coronapandemin till att dämpa den globala tillväxten. Under 2022 dämpades tillväxten något mer än väntat, vilket gjorde att BNP-nivån blev något lägre än de sista prognoserna som gjordes 2021. I västvärlden bidrog den överraskande höga inflationen till att köpkraften, och därmed även efterfrågan, minskade mer än väntat. I Kina bidrog nolltoleransen mot covid-19, och de nedstängningar den medförde, till en historiskt sett låg tillväxt.

---

<sup>22</sup> Den penningpolitiska rapporten i februari 2020 publicerades innan coronaviruset hade utvecklat sig till en pandemi och i den penningpolitiska rapporten i april 2020 presenterades ingen prognos, utan i stället två scenarier.

**Diagram 19. BNP i omvärlden, utfall och prognoser**

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



Anm. KIX-viktad BNP. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. 2020 syftar på prognoserna som gjordes från juli och framåt det året. Prognosen från februari 2020 visas för jämförelse.

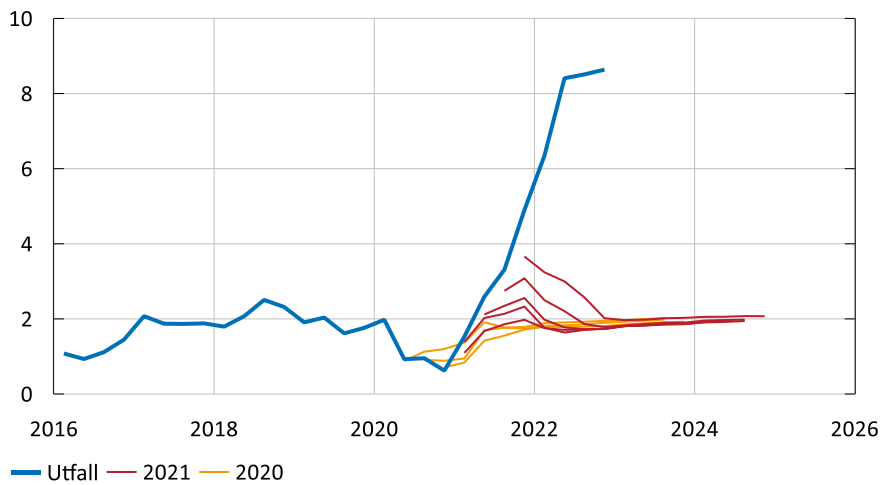
Källor: Nationella källor och Riksbanken.

Inflationen i omvärlden sjönk initialt vid pandemins utbrott. Prognoserna från 2020 visar att Riksbanken väntade sig att inflationen i omvärlden sedan skulle stiga gradvis i takt med att ekonomin återhämtade sig (se diagram 20). Men jämfört med dessa prognoser blev inflationen i omvärlden betydligt högre än väntat från andra kvartalet 2021 och framåt. Under 2021 justerades också prognoserna stegvis uppåt i takt med att utfallen fortsatte att vara överraskande höga. Det var främst högre energi- och livsmedelspriser som bidrog till den stigande inflationen i många länder. Inflationsuppgången kom tidigare och var mer påtaglig i USA än i Europa.

Som många andra prognosmakare bedömde Riksbanken i de sista prognoserna från 2021 att inflationen i omvärlden skulle falla tillbaka 2022, bland annat eftersom utbudsproblemen väntades avta och energipriserna inte väntades stiga i samma snabba takt som tidigare. Flera extraordinära störningar kopplade till kriget i Ukraina och pandemin gjorde dock att världsmarknadspriserna på många råvaror, insatsvaror, energi och livsmedel steg ännu mer. Särskilt i Europa medförde kriget kraftigt stigande energipriser. Samtidigt var arbetsmarknaden fortsatt stark i bland annat USA och euroområdet vilket bidrog till högre löner och en överlag god efterfrågan gjorde att företagen kunde föra vidare sina högre produktionskostnader till konsumentpriserna.

**Diagram 20. Inflation i omvärlden, utfall och prognoser**

KIX-vägd, årlig procentuell förändring



Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. 2020 syftar på prognoserna som gjordes från juli och framåt det året.

Källor: Nationella källor och Riksbanken.

**Kronan blev klart svagare än väntat i spåren av högre finansiell osäkerhet**

Hur växelkursen utvecklas påverkar svensk inflation och realekonomi. En direkt effekt på inflationen verkar via importerade varor som inhandlas i utländsk valuta. Växelkursen varierar mycket och är svåra att göra bra prognoser för. Riksbankens växelkursprognos bygger på en gradvis anpassning till en långsiktig real jämviktsväxelkurs. I de sista prognoserna från 2020 och under 2021 bedömdes kronan vara relativt nära sin långsiktiga nivå och väntades därför stärkas relativt långsamt (se diagram 21). Efter att kronan stärktes snabbare än väntat 2020 var växelkursen relativt oförändrad 2021.

Under 2022 sjönk kronans värde oväntat snabbt och den blev mycket svagare än Riksbankens prognoser från 2020 och 2021. En förklaring till detta bedöms vara den högre globala finansiella osäkerheten som bland annat orsakats av Rysslands invasion av Ukraina.<sup>23</sup> Förhöjd finansiell osäkerhet tenderar att medföra försvagade valutor i små öppna ekonomier.<sup>24</sup> En annan bidragande orsak är att marknadsräntorna i flera länder har stigit mer än i Sverige. Riksbankens tidigare uppskattningar, baserade på historiska samband, tyder på att en permanent kronförsvagning på 10 procent leder till att KPIF-inflationen blir som mest cirka 0,5 procentenheter högre efter ungefär ett år.<sup>25</sup> Genomslaget på inflationen kan ha blivit större den senaste tiden eftersom kronan har försvagats mycket samtidigt som många producentpriser har ökat. Företagen har då förmodligen varit mer benägna att föra över ökade importpriser till konsumentpriserna oavsett om kostnadsökningen förklaras av den svaga kronan eller

<sup>23</sup> Se fördjupningen "Varför har kronan försvagats i år?" i *Penningpolitisk rapport*, november 2022, Sveriges riksbank.

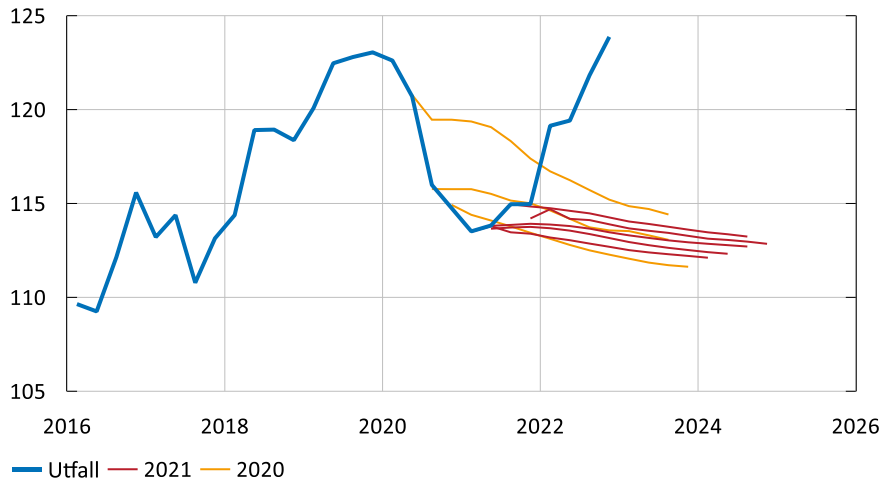
<sup>24</sup> Se exempelvis P. Bachetta och P. Chikhani (2021), "On the weakness of the Swedish krona", *Penning- och valutapolitik* nr 1, Sveriges riksbank.

<sup>25</sup> Se fördjupningen "Växelkursens genomslag på inflationen" i *Penningpolitisk rapport*, december 2016, Sveriges riksbank.

höga frakt- och råvarupriser i utländsk valuta. Den faktiska försvagningen av kronan, mätt med KIX, under 2022 var drygt 7 procent.

### Diagram 21. Nominell växelkurs, KIX, utfall och prognoser

Index, 1992-11-18=100



Anm. 2020 syftar på prognoserna som gjordes från juli och framåt det året. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt av kronans växelkurs mot valutor i de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs.

Källa: Riksbanken.

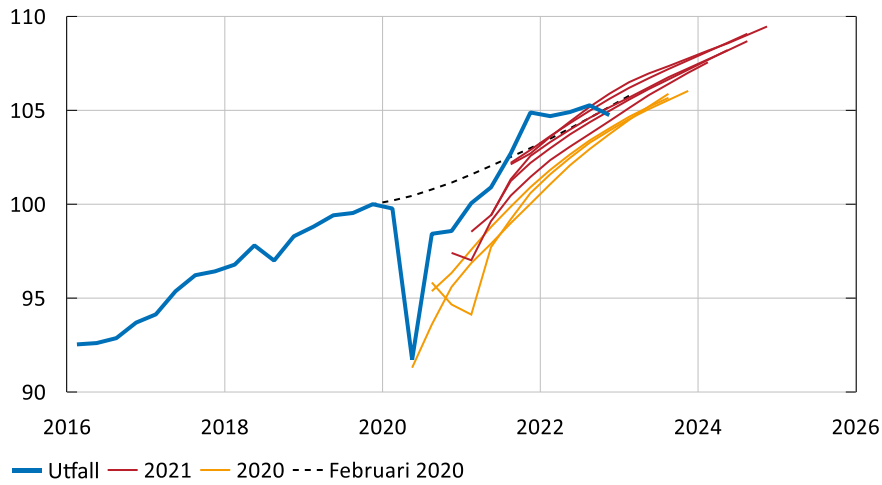
### Oväntat stark svensk konjunktur 2022

Under 2020 väntade sig Riksbanken att BNP i Sverige skulle återhämta sig efter det initiala fallet i samband med pandemins utbrott, men att BNP ändå inte skulle nå upp till den nivå som förväntades innan pandemin (se diagram 22). Samtidigt väntades arbetslösheten initialt stiga, för att därefter falla tillbaka mot de nivåer som rådde före pandemin (se diagram 23). I takt med att återhämtningen gick snabbare än väntat reviderades BNP-prognosen upp gradvis. Likväl blev BNP-nivån överlag något högre de första tre kvartalen 2022 än vad Riksbanken väntade sig under de två föregående åren då såväl investeringar som hushållens konsumtion blev överraskande höga. En tydlig inbromsning skedde dock fjärde kvartalet då BNP föll och blev lägre än vad som väntats under 2021.

Arbetsmarknaden utvecklades starkt 2022, även om den försvagades något sista kvartalet (se diagram 24). Både arbetslösheten och sysselsättningen utvecklades i linje med de mer optimistiska prognoserna från 2021 och klart starkare än prognoserna från 2020. Sysselsättningsgraden nådde historiskt höga nivåer. Att arbetsmarknaden utvecklade sig starkare än prognoserna från 2020 reflekterar att återhämtningen då väntades bli långsammare. En utvärdering av arbetslöshets- och sysselsättningsbedömningar försvåras av att SCB genomförde vissa förändringar i arbetskraftsundersökningarna (AKU) under 2021. Prognoserna från 2020 till februari 2021 baserades nämligen på den gamla statistiken. Likväl är den samlade bilden att konjunkturen överlag blev något starkare än väntat, även om den dämpades sista kvartalet 2022.

**Diagram 22. BNP, utfall och prognoser**

Index, 2019 kv4=100, säsongrensade data

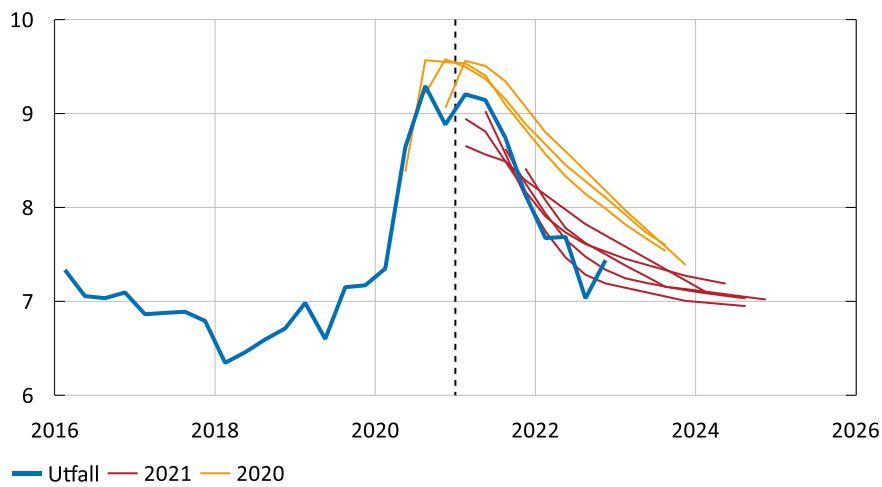


Anm. 2020 syftar på prognoserna som gjordes från juli och framåt det året. Prognosen från februari 2020 visas för jämförelse.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 23. Arbetslöshet, utfall och prognoser**

Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data

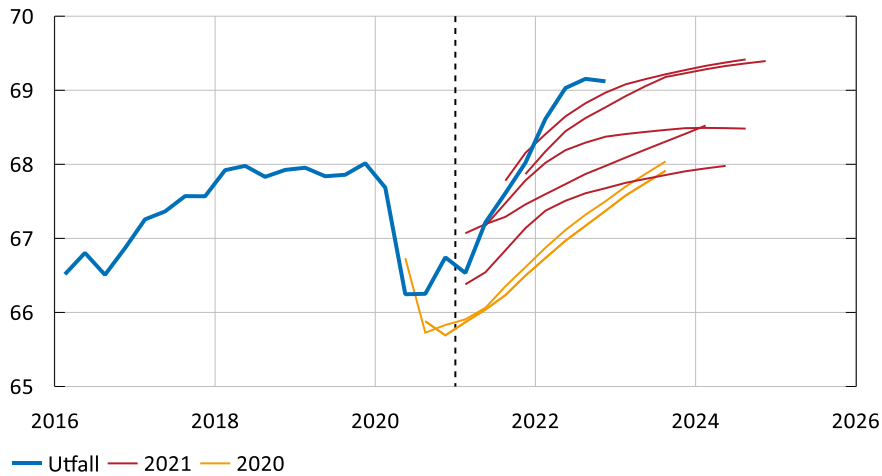


Anm. 2020 syftar på prognoserna som gjordes från juli och framåt det året. Streckad vertikal linje markerar tidsseriebrott i AKU i januari 2021. För information om tidsseriebrottet, se faktarutan i Penningpolitisk rapport april 2021 samt fördjupningen "AKU-omläggningen och Riksbankens arbetsmarknadsbedömning" i Penningpolitisk rapport februari 2021.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 24. Sysselsättningsgrad, utfall och prognoser**

Procent av befolkningen, 15-74 år, säsongrensade data



Anm. 2020 syftar på prognoserna som gjordes från juli och framåt det året. Streckad vertikal linje markerar tidsseriebrottet i AKU i januari 2021. För information om tidsseriebrottet, se faktabrutten i Penningpolitisk rapport april 2021 samt fördjupningen "AKU-omläggningen och Riksbankens arbetsmarknadsbedömning" i Penningpolitisk rapport februari 2021.

Källor: SCB och Riksbanken.

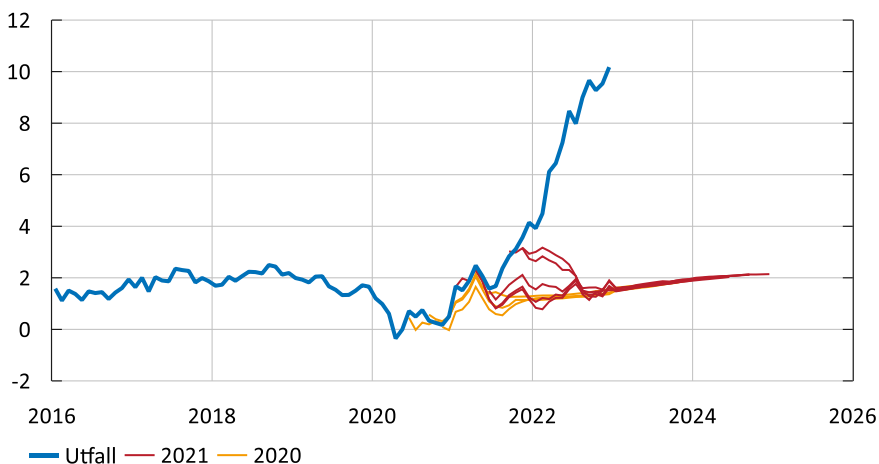
### Oförutsedda händelser bidrog till att svensk inflation blev mycket högre än väntat

Under 2020, när pandemin slagit till och inflationen var låg, fanns det anledning att tro att det skulle ta tid innan aktiviteten återhämtade sig och nådde mer normala nivåer. KPIF-inflationen väntades därför vara fortsatt under målet 2022 (se diagram 25). Under andra halvåret 2021 steg KPIF-inflationen gradvis. Även om Riksbanken lyfte fram risker för att inflationen skulle stiga ytterligare betraktades uppgången som i huvudsak övergående och Riksbanken väntade sig att inflationen skulle dämpas 2022, inflationsbidraget från energipriser väntades falla i linje med terminsprissättning, utbudsproblemen lösas upp och efterfrågan normaliseras.<sup>26</sup> Att energipriserna låg bakom uppgången under andra halvåret 2021 märks tydligt om man jämför utvecklingen för KPIF-inflationen inklusive och exklusive energipriser (se diagram 25 och diagram 26). Tvärtemot förväntningarna steg inflationen väldigt snabbt under 2022 och nådde de klart högsta nivåerna sedan inflationsmålet infördes.

<sup>26</sup> Se fördjupningen "En högre inflation – tillfälligt eller varaktigt?" i *Penningpolitisk rapport*, november 2021, Sveriges riksbank.

**Diagram 25. KPIF, utfall och prognoser**

Årlig procentuell förändring

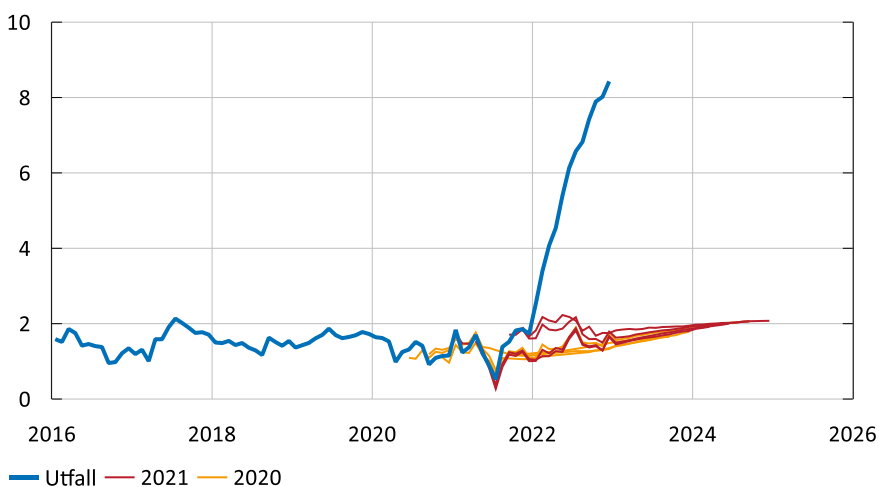


Anm. 2020 syftar på prognoserna som gjordes från juli och framåt det året.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 26. KPIF exklusive energi, utfall och prognoser**

Årlig procentuell förändring



Anm. 2020 syftar på prognoserna som gjordes från juli och framåt det året.

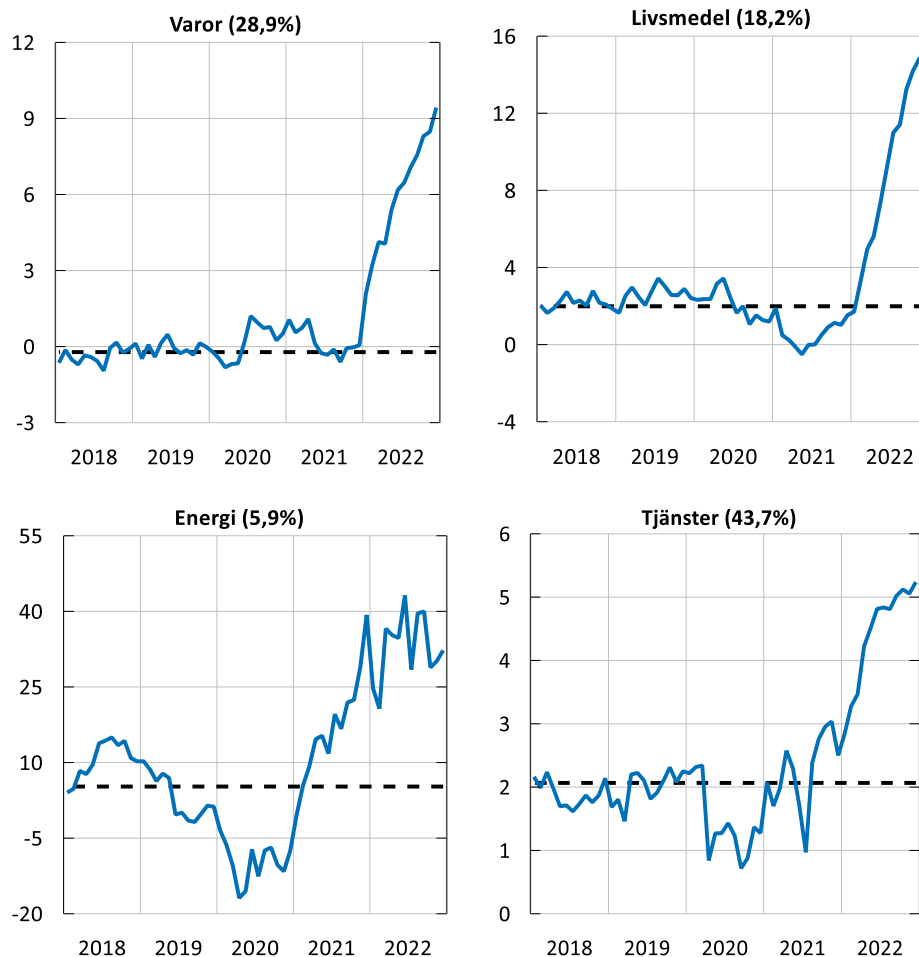
Källor: SCB och Riksbanken.

Ett sätt att belysa vad som drev den snabbt stigande inflationen 2022 och de stora prognosavvikelserna är att studera prisökningstakten för olika delkomponenter av KPIF. Diagram 27 visar att inflationsuppgången var bred 2022. För samtliga delkomponenter var ökningstakten betydligt högre än vad den varit i genomsnitt under perioden 2000–2019. Under inledningen av 2022 steg prisökningstakten på varor snabbt, och bland annat flaskhalsar i de globala leveranskedjorna bedöms ha bidragit till detta. Även priserna på livsmedel och energi ökade betydligt snabbare än väntat, särskilt efter den ryska invasionen av Ukraina, då världsmarknadspriserna på råvaror, energi och livsmedel steg. Att kronan samtidigt försvagades bör ha bidragit till att de internationella prisökningarna fick ett större genomslag på svenska priser.

Även för den priskategori som främst påverkas av inhemska förhållanden, tjänstepriserna, tilltog ökningstakten under 2022 i spåren av den starka konjunkturutvecklingen och som en följd av de övriga breda prisuppgångarna. För tjänstepriserna syns att den årliga ökningstakten började stiga redan under andra halvan av 2021, detta ska dock ses i ljuset av en svag prisutveckling under pandemin och så kallade baseffekter, det vill säga förhållandevis låga priser året innan. Månadstakten för tjänstepriserna tilltog tydligt från februari 2022. Det var väntat att priserna skulle öka snabbare i vissa tjänstesektorer, som till exempel inom restaurangbranschen, när ekonomierna åter öppnade, men uppgången för tjänstepriserna var kraftigare än väntat. Den höga efterfrågan, som bland annat illustreras av att BNP och arbetsmarknaden utvecklades starkare än väntat, bidrog till att företagen hade möjlighet att föra över sina kostnadsökningar till konsumentpriserna.

### Diagram 27. Utvecklingen för olika delindex i KPIF till och med december 2022

Årlig procentuell förändring



Anm. Varor avser varupriser exklusive energi och livsmedel. Inom parentes visas vikten i KPIF, enligt Riksbankens indelning. Här visas inte kapitalstocksindex som har vikten 3,4 procent. Horisontella streckade linjer avser medelvärden för perioden 2000–2019.

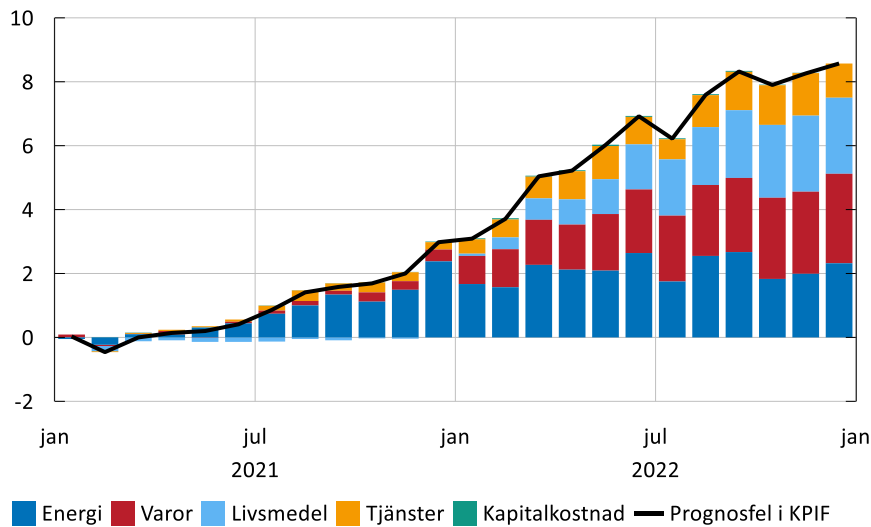
Källor: SCB och Riksbanken.



Diagram 28 visar olika komponenters bidrag till prognosfelet för KPIF-inflationen i prognosen från februari 2021, som gjordes innan inflationen började stiga tydligt. Bilden skulle bli snarlik om man jämförde med prognoser som publicerades tidigare. Diagrammet illustrerar att inflationsuppgången är bred, men också att prognosfelet för livsmedels- och varupriserna bidrar betydligt mer än tjänstepriserna, trots att vikten för de senare är större i KPIF. Prisökningarna på livsmedel och varor var alltså mycket högre än väntat.

**Diagram 28. Skillnad mellan Riksbankens prognos i februari 2021 och utfall. KPIF-inflation och bidrag från olika undergrupper.**

Procentenheter



Anm. Prognosfelet är beräknade utifrån prognosen som publicerades i den penningpolitiska rapporten i februari 2021. Då hade Riksbanken tillgång till utfall för inflationen fram till och med december 2020. Vikten i KPIF 2022 är för livsmedel 18,2 procent, energi 5,9 procent, varor 28,9 procent, tjänster 43,7 procent och kapitalkostnad 3,4 procent.

Källor: SCB och Riksbanken.

De exceptionellt stora prognosfelet som Riksbanken har haft för inflationen 2022 beror till stor del på exogena störningar och andra prognosmakare gjorde liknande prognoser, se exempelvis diagram 30 i kapitel 4. Som beskrivs närmare i "Utvärdering av Riksbankens prognoser" så underskattade samtliga prognosmakare inflationen 2022 mycket.<sup>27</sup> Under andra halvåret 2021 såg Riksbanken förvisso att företagens kostnader steg i många olika branscher och bedömde att dessa efter hand skulle påverka konsumentpriserna och leda till högre inflation exklusive energi under 2022. Men effekterna av de högre kostnaderna underskattades ändå.<sup>28</sup> Som diskuterats i kapitel 2 finns tecken på ett ändrat prissättningsbeteende i Riksbankens företagsundersökningar. Efter att under en lång tid ha uppgett att det var svårt att höja priserna uppgav företagen i mars att det var lätt.<sup>29</sup> Genomslaget av stigande

<sup>27</sup> "Utvärdering av Riksbankens prognoser", *Riksbanksstudier*, nr 1, mars 2023, Sveriges riksbank.

<sup>28</sup> Se fördjupningen "Mycket talar för hög inflation i år och nästa år" i *Penningpolitisk rapport*, april 2022, Sveriges riksbank.

<sup>29</sup> Se "Jag har aldrig varit med om att kunderna accepterar prishöjningar så lätt", *Riksbankens företagsundersökning*, mars 2022, Sveriges riksbank.

kostnader på inflationen kan därmed ha varit större än vad som indikeras av historiska samband.

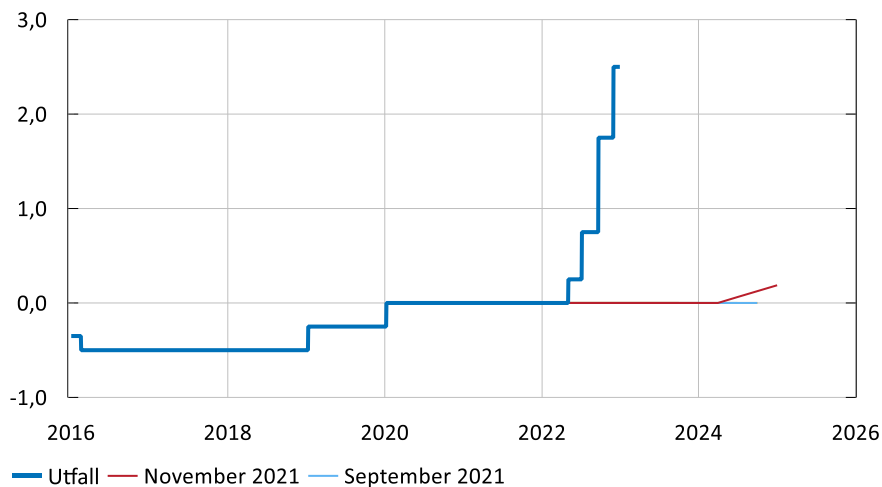
## 3.2 Inflationen och penningpolitikens utformning

I ljuset av att Sverige haft en låg inflation länge och att uppgången främst såg ut att vara driven av stigande och volatila energipriser var den sammantagna bedömningen från juni 2020 till november 2021 att en expansiv penningpolitik behövdes för att inflationen skulle vara nära inflationsmålet på lite sikt. Utöver att signalera att räntan skulle vara kvar nära noll mer än fördubblade Riksbanken sitt innehav av värdepapper från det att pandemin slog till fram till slutet av 2021 (se diagram 12 i kapitel 2).

Ett kriterium för att avgöra om penningpolitiken har varit väl avvägd är att undersöka om de prognoser den baserades på ter sig rimliga i efterhand. Hur den ekonomiska utvecklingen skulle te sig 2022 var genuint osäkert i spåren av pandemin. Återhämtningen i Sverige blev dock något snabbare än vad Riksbanken hade förväntat sig. Riksbanken, liksom andra bedömare, blev framför allt överraskad av den exceptionellt höga inflationen i Sverige och i omvärlden. Riksbanken höjde därför, i linje med andra centralbanker, styrräntan mer än vad som tidigare antagits (se diagram 29).

**Diagram 29. Styrränta, utfall och prognoser**

Procent



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden. I prognoserna från juni 2020 till september 2021 så väntades styrräntan ligga kvar på noll procent under respektive prognoshorisont. Av dessa visas därför enbart prognosen från september 2021.

Källa: Riksbanken.

Penningpolitiken som fördes 2020 och 2021 baserades på prognoser som förutsåg en alltför låg inflation 2022. De exceptionellt stora prognosfelen beror, som diskuteras ovan, till stor del på oförutsedda störningar, men också på att Riksbanken, i likhet med andra bedömare, underskattade effekterna av stigande energipriser och företagens stigande kostnader under andra halvåret 2021.

Men Riksbanken kan och ska ständigt utveckla sina prognosmetoder och analyser för att göra bättre prognoser. Det är viktigt att analysera prognosfelen och dra lärdomar av dessa.<sup>30</sup> För att bättre förstå prissättningsbeteendet har Riksbanken bland annat utökat antalet frågor i företagsundersökningen om hur företagen sätter priser. Riksbanken arbetar också vidare med mikrodata om prisförändringar på enskilda produkter för att bättre förstå den aggregerade inflationen.<sup>31</sup> Möjliga utvecklingsområden inkluderar att se över bedömningen av de indirekta effekterna av högre energipriser och effekten av växelkursförändringar. Det är möjligt att andra priser påverkas mer än proportionerligt vid stora förändringar, som vid den energiprisuppgång vi har sett senaste tiden.<sup>32</sup> I syfte att förbättra sina prognoser utbyter Riksbanken också kontinuerligt erfarenheter med centralbanker i andra länder som mött liknande problem. Lärdomar av inflationsuppgången 2022 diskuteras också närmare i kapitel 2.

---

<sup>30</sup> Se exempelvis J. Johansson, M. Löf, P. Stockhammar och I. Strid (2022), "Vad förklarar Riksbankens prognosfel för inflationen?", *Staff memo*, juni, Sveriges riksbank.

<sup>31</sup> Se exempelvis J. Ewertzh, M. Klein och O. Tysklind (2022), "Prisförändringar i Sverige – insikter från nya mikrodata", *Ekonomiska kommentarer* nr 1, Sveriges riksbank.

<sup>32</sup> Modellberäkningar från Konjunkturinstitutet indikerar att företagen kunnat övervältra sina ökade kostnader då de ökade konsumentpriserna under de första tre kvartalen ungefär motsvaras av ökade produktionskostnader, se Konjunkturinstitutet (2022), "Prissättning hos svenska företag under 2022", *Specialstudier*, december 2022. I Riksbankens företagsundersökningar vittnade företag också om att det fanns en större acceptans för stigande priser.

## 4 Viktiga penningpolitiska frågor

---

Riksbankens främsta penningpolitiska uppgift är att upprätthålla varaktigt låg och stabil inflation. Hushåll och företag ska kunna lita på att avvikelser från inflationsmålet inte blir alltför långvariga. På så sätt minskar risken att de förändrar sin syn på vad som är en normal inflation i ekonomin. Ett trovärdigt inflationsmål fungerar som ett riktmärke för pris- och lönebildningen, vilket skapar goda förutsättningar för en gynnsam ekonomisk utveckling. Debatten om penningpolitiken under året handlade bland annat om den höga inflationen – vilken roll penningpolitiken har spelat för utvecklingen och hur den borde agera i det nya läge som uppstått. Även värdepappersköpen diskuterades. Här handlade diskussionen bland annat om hur länge det var lämpligt att fortsätta köpen i samband med pandemin och om de finansiella förluster som Riksbanken har gjort på sitt innehav.

---

### 4.1 Syftet med inflationsmålet

Penningpolitikens främsta uppgift är att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet på 2 procent. Beslutet att införa inflationsmålet fattades 1993 av riksbanksfullmäktige, som då var det beslutsfattande organet i Riksbanken.<sup>33</sup> I den nya riksbankslag som trädde i kraft den 1 januari 2023 specificeras att Riksbanken ska upprätthålla prisstabilitet genom varaktigt låg och stabil inflation. Den tidigare formuleringen var att Riksbanken skulle upprätthålla ett fast penningvärde. Den nuvarande preciseringen av målet, det vill säga ett inflationsmål på 2 procent mätt enligt KPIF, har ett uttalat politiskt stöd.<sup>34</sup>

Det är inte möjligt att alltid hålla inflationen på 2 procent eftersom det hela tiden sker förändringar i ekonomin som gör att inflationen varierar på ett sätt som inte går att förutsäga och inte heller att motverka på kort sikt. Ibland kan det dessutom finnas skäl att avstå från att mycket snabbt försöka föra inflationen tillbaka till målet med kraftiga ränteförändringar, exempelvis då inflationen är över målet men ekonomin ändå är påtagligt svag. Återgången till målet kan då få ta lite mer tid än normalt. Det viktiga är att hushåll och företag har förtroende för att avvikelser från målet inte blir alltför långvariga och att de inte förändrar sin syn på vad som är en normal inflation.

---

<sup>33</sup> Dåvarande riksbanksfullmäktige bestod av åtta ledamöter, sju valda av riksdagen och den åttonde, riksbankschefen, utsågs av de övriga. Många av ledamöterna var aktiva politiker (se till exempel B. Dennis, "Första året med flytande krona", i L. Jonung, (red.), *På jakt efter ett nytt ankare*, SNS Förlag, 2003). Det dåvarande riksbanksfullmäktige var således i hög grad politiskt tillsatt, till skillnad från den direktion som styr Riksbanken sedan 1999.

<sup>34</sup> *En ny riksbankslag*, Regeringens proposition 2021/22:41, s. 275. För en genomgång av implikationerna för penningpolitiken av den nya riksbankslagen, se fördjupningen "Den nya riksbankslagen och det penningpolitiska ramverket" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2023, Sveriges riksbank.

## **Gemensamma förväntningar bidrar till gynnsam ekonomisk utveckling**

Inflationsmålet är tänkt att fungera som ett riktmärke för pris- och lönebildningen – det ska utgöra vad som brukar kallas ett nominellt ankare. När inflationen inte varierar så mycket och ekonomins aktörer har en gemensam bild av hur priserna kommer att utvecklas i framtiden blir det lättare att planera långsiktigt. Det förbättrar i sin tur förutsättningarna för en gynnsam ekonomisk utveckling med god tillväxt.

De flesta är överens om att en hög inflation kan vara skadlig på många sätt. Ett uppenbart skäl är att man får mindre varor och tjänster för samma summa pengar när man handlar och på det sättet blir fattigare. Det är något som märks i allas vardag. Om den höga inflationen byggs in i hushållens och företagens förväntningar kan detta leda till pris-lönespiraler som gör att inflationen befästs på en hög nivå. Det blir då svårt att få ned den igen utan en kraftigt åtstramande politik. När inflationen i genomsnitt är hög tenderar den dessutom att variera mycket från år till år. Det gör det svårare att fatta ekonomiska beslut om framtiden. Hög inflation har även en omfördelningseffekt som i allmänhet gynnar låntagare på långivares bekostnad, och överlag de som har möjlighet att på olika sätt skydda sig mot inflationen i förhållande till de som inte har den möjligheten. Erfarenheter av tidigare episoder med hög inflation, som den på 1970- och 1980-talen, visar att hög inflation kan vara mycket kostsamt för samhällsekonomin.

Det finns också goda ekonomiska skäl till att målet sattes till 2 procent och inte lägre. Ett skäl är att det blir svårare att via lönebildningen effektivt fördela resurserna i ekonomin när den genomsnittliga inflationen är alltför låg. Anledningen är att det i praktiken är svårt att sänka nominella löner. Om inflationen är låg och de nominella lönerna inte kan sänkas blir det svårt att anpassa de relativa lönerna mellan olika yrken, företag och branscher. Detta gör det svårare att locka arbetskraft till de delar av ekonomin där denna gör störst nytta. I förlängningen kan detta medföra både högre arbetslöshet och sämre produktivitet utveckling. Man kan säga att en viss inflation fungerar som ett smörjmedel i ekonomin.

## **Inflationsmål på 2 procent skapar utrymme att motverka lågkonjunkturer**

En annan viktig funktion hos inflationsmålet blev alltmer aktuell på 2010-talet och i början av 2020-talet. Det är att det ger ett visst utrymme att motverka lågkonjunkturer med hjälp av räntesänkningar.

Att den funktionen blivit allt viktigare beror på att det allmänna, globala realränteläget i världen har fallit under ett par decennier till en historiskt låg nivå. Uttryckt med nationalekonomisk terminologi har den globala reala jämviktsräntan fallit. Drivkrafter bakom denna utveckling som ofta lyfts fram är en hög global sparbenägenhet, delvis till följd av demografiska faktorer.<sup>35</sup> Det är en utbredd uppfattning att centralbankerna bestämmer det allmänna ränteläget i ekonomin, och att de tills helt nyligen varaktigt låga räntorna endast berodde på att centralbankerna bedrev en expansiv penningpolitik. Men det allmänna ränteläget bestäms alltså i grunden av sådant som

---

<sup>35</sup> Se till exempel H. Lundvall (2020), "Vad driver den globala trenden mot lägre realräntor?", *Penning- och valutapolitik* nr 1, Sveriges riksbank.

centralbankerna inte kan styra. Centralbankerna sätter sina styrräntor i relation till detta underliggande allmänna ränteläge.

Ett förhållande som är centralt här är att den genomsnittliga nominella räntenivån (oavsett om det gäller centralbankernas styrräntor eller det allmänna globala ränteläget) påverkas av hur hög inflationen är i genomsnitt. Om den genomsnittliga inflationen är mycket låg, säg nära noll, i stället för att i genomsnitt ligga på inflationsmålet på 2 procent, då blir också räntorna i genomsnitt ungefär 2 procentenheter lägre.<sup>36</sup>

Det innebär i sin tur att om inflationen och inflationsförväntningarna varaktigt ligger under målet så kommer också utrymmet att sänka räntorna att vara mindre än om de ligger på målet på 2 procent. Styrräntan kommer då att tidigare slå i den gräns där den inte kan sänkas mer och behöver ligga kvar där under längre tid. Det blir därmed svårt att göra penningpolitiken tillräckligt expansiv.<sup>37</sup> Det är kombinationen av det låga globala reala ränteläget och ambitionen att undvika att inflationen och inflationsförväntningarna fastnar på en för låg nivå som förklarar varför styrräntorna länge låg vid noll eller var negativa.

## 4.2 Den penningpolitiska debatten 2022

### Nya förutsättningar för penningpolitiken

Under 2022 försvann diskussionen om problemen med alltför låg inflation och styrräntor vid den nedre gränsen från agendan, åtminstone för den närmaste framtiden. Inflationen steg kraftigt runt om i världen och centralbankerna började höja styrräntorna. Riksbanken höjde under året styrräntan med 2,5 procentenheter, vilket är den snabbaste höjningen på så kort tid under perioden med inflationsmål. Andra centralbanker, som till exempel Federal Reserve, Bank of England och Bank of Canada, höjde dock sina styrräntor betydligt mer (se diagram 13 i kapitel 2).

Överlag tycks det finnas en relativt stor förståelse och acceptans för att Riksbanken behöver höja räntan för att upprätthålla trovärdigheten för inflationsmålet. Det har dock också förts diskussioner om bland annat vilken roll penningpolitiken har spelat för utvecklingen och hur den borde agera i det nya läge som uppstått.

### Reagerade Riksbanken för sent?

En fråga som diskuterades under året är i vilken mån Riksbanken reagerade alltför sent på den stigande inflationen. Med tanke på den utveckling vi nu sett är det ganska

---

<sup>36</sup> Sambandet beskrivs av den så kallade Fisherekvationen, namngiven efter den amerikanske ekonomen Irving Fisher. Fisherekvationen brukar skrivas  $i = r + \pi$ , där  $i$  är den nominella räntan,  $r$  den reala räntan och  $\pi$  (den förväntade) inflationen.

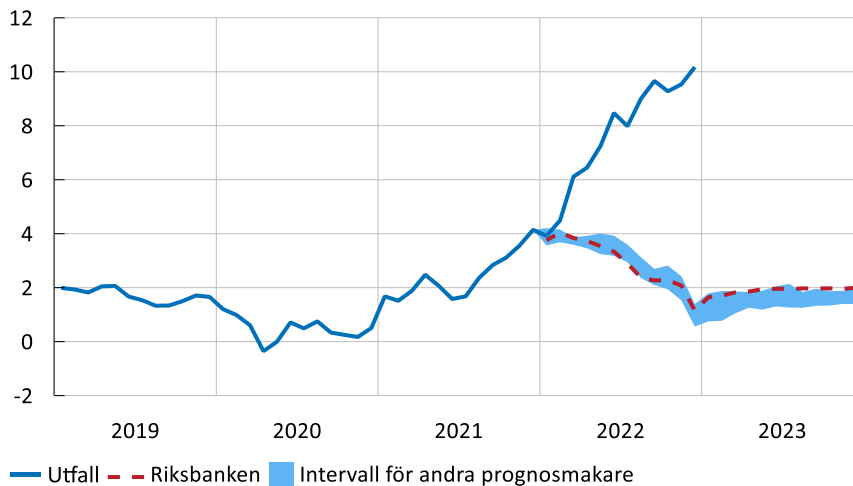
<sup>37</sup> En slutsats som många ekonomer har dragit är att inflationsmålet egentligen borde vara högre än 2 procent, eftersom det penningpolitiska utrymmet då skulle bli större. Det förs en diskussion, framför allt i forskarvärlden, om huruvida en sådan förändring är lämplig och i så fall hur och under vilka omständigheter den skulle kunna genomföras (se till exempel L. Calmfors, J. Hassler och A. Seim (2022), *Samspel för stabilitet – en ESO-rapport om rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik*, Rapport till Expertgruppen för Studier i Offentlig Ekonomi).

uppenbart att det hade varit att föredra att penningpolitiken hade stramats åt tidigare.

Som framgår i kapitel 2 var läget i februari svårbedömt. Inflationen hade stigit, men det hängde framför allt samman med de snabba prisökningarna på el och drivmedel. Energipriserna bedömdes inte fortsätta öka och det syntes inga tydliga tecken på en bredare uppgång i inflationen. Den allmänna bilden var visserligen att inflationen 2022 skulle bli högre än målet på 2 procent, men Riksbanken och andra prognosmakare räknade med att effekten skulle bli kortvarig och att inflationen 2023 i genomsnitt återigen skulle ligga strax under målet (se diagram 30). Denna utveckling bedömdes vara förenlig med en styrränta som hölls kvar på noll procent 2022. Bara ett fåtal prognosmakare utgick från blygsamma höjningar under 2023.

**Diagram 30. Annorlunda utveckling av KPIF-inflationen än vad prognosmakarna trodde i början av 2022**

Årlig procentuell förändring



Anm. Avser prognoser baserade på utfall för KPIF till och med december 2021. Riksbankens prognos är KPIF-prognosen i Penningpolitisk rapport februari 2022. Intervalllet visar spridningen mellan högsta och lägsta prognos gjord av andra bedömare.

Källor: SCB, respektive prognosmakare och Riksbanken.

Det bör framhållas att även i situationer då inflationen ligger över målet kan det finnas skäl att gå relativt försiktigt fram med räntehöjningar så länge man inte bedömer att förtroendet för målet riskerar att försvagas.<sup>38</sup> I kombination med en aktiv penningpolitisk kommunikation kan en förhållandevis måttlig åtstramning i vissa fall vara tillräcklig. Om så visar sig inte bli fallet behöver politiken läggas om mer kraftfullt.

Rysslands invasion av Ukraina i februari 2022 ändrade den globala ekonomiska spelplanen på ett dramatiskt sätt och förstärkte de störningar som pandemin redan hade orsakat. Bland annat ströp Ryssland sin export av fossilas till Europa, vilket drog med sig elpriserna till exceptionellt höga nivåer.

<sup>38</sup> Detta är i enlighet med formuleringen i riksbankslagen att Riksbanken ska bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning om detta kan göras utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet.

Men redan innan dess fanns det tecken på att inflationsuppgången skulle kunna bli större och mer varaktig än vad prognoserna indikerade. I Riksbankens företagsundersökningar hade företagen under många år uppgett att det varit påfallande svårt att höja priserna. I de intervjuer som gjordes i februari, redan innan Rysslands invasion, och som redovisades i företagsundersökningen i mars, kunde en svängning i stämningläget skönjas. Många företag uppgav nu att det inte längre var särskilt svårt att höja priserna.<sup>39</sup>

Kombinationen av en stark återhämtning efter pandemin, en expansiv penningpolitik och snabba globala kostnadsökningar förefaller ha skapat förutsättningar för en förändring av prissättningsbeteendet i ekonomin i förhållande till det som hade dominerat under lång tid. Kostnadsökningarna kunde i högre grad än tidigare snabbt föras ut till konsumentledet och det förefaller också ha funnits en ökad acceptans för detta. Snabba beteendeförändringar av det här slaget är svåra att på förhand inkorporera i prognoserna eftersom det inte är uppenbart vad som utlöser dem. De är dock sannolikt ett skäl till att Riksbanken och andra prognosmakare inledningsvis underskattade de indirekta effekterna på inflationen av exempelvis stigande energipriser. Detta visar på vikten av att följa prissättningsbeteendet hos företagen mycket noggrant.

Den instabila och osäkra ekonomiska miljön sedan pandemin har dessutom överlag gjort det svårare att prognostisera hur inflationen kommer att utvecklas.<sup>40</sup>

Riksbankens kortsiktsmodeller som tidigare fungerade tillfredsställande har de senaste åren haft svårt att fånga utvecklingen, uppgången i inflationen under fjolåret inkluderad. Som konstateras i avsnitt 2.2 kan fler ”snabba data” behövas för att följa utvecklingen i konsumentpriserna, exempelvis data från internet över olika priser.

Det kan också finnas skäl att framöver, i de underlag som ligger till grund för de penningpolitiska besluten, i större utsträckning analysera scenarier med relativt stora skillnader i utvecklingen för inflationen. Även om mycket stora avvikelser från huvudprognosen inte ses som särskilt sannolika vid ett givet tillfälle så skulle ett ökat fokus på alternativa scenarier kunna förbättra beredskapen att hantera en situation där ett sådant scenario ändå realiserar.

## Penningpolitikens roll när det gäller att dämpa inflationen

En annan typ av argumentation går ut på att den höga inflationen i stort sett enbart beror på att utbudet av råvaror och insatsvaror har påverkats av pandemin och kriget i Ukraina. Det är därför, menar en del, kontraproduktivt av Riksbanken att försöka få ned inflationen igen genom att höja räntan. Inflationen kommer att falla tillbaka utan att penningpolitiken stramas åt i någon nämnvärd omfattning.

Men som beskrivits ovan beror inflationen inte enbart på utbudsdrivna prisuppgångar utan har spritt sig bredare i ekonomin. Olika mått på den underliggande inflationen, som fångar sådana mer breda, trendmässiga rörelser, har stigit kraftigt under året (se diagram 6 i kapitel 1). Detta understryks bland annat av att prisökningarna syns i såväl

---

<sup>39</sup> Se kapitel 2.

<sup>40</sup> Se J. Johansson, M. Löf, P. Stockhammar och I. Strid (2022), ”Vad förklarar Riksbankens prognosfel för inflationen?”, *Staff memo*, juni, Sveriges riksbank.



varupriser som tjänstepriser (se diagram 27 i kapitel 3). Även de långsiktiga inflationsförväntningarna steg under första halvan av 2022 och låg en bit över målet (se diagram 7 i kapitel 1).

Det finns därför inte skäl att tro att en inflation på omkring 10 procent kommer att falla tillbaka utan att penningpolitiken behöver göra något för att bidra till detta. Det var i mångt och mycket för att politiken inte var tillräckligt åtstramande som inflationen på 1970-talet tog fart som en följd av snabbt stigande energipriser. Men det är givetvis en bedömningsfråga exakt hur mycket räntan behöver höjas för att undvika detta.

### **Riksbanken avslutade värdepappersköpen**

Riksbankens köp av värdepapper har diskuterats med varierande intensitet i stort sett sedan de startade 2015. I slutet av 2021 avslutade Riksbanken sitt pandemiprogram för köp av värdepapper, det vill säga nettoköpen upphörde, och under 2022 minskade Riksbankens innehav något. Från 2023 görs inte längre några återinvesteringar för att kompensera för de papper som förfaller och Riksbanken ska från och med april sälja statsobligationer så att innehavet av värdepapper minskar i snabbare takt. I slutet av förra året publicerades en riksbanksstudie om erfarenheterna av de värdepappersköp som gjorts under perioden 2015–2022.<sup>41</sup> En sådan sammanställning har också efterfrågats av riksdagens finansutskott.

Som konstateras i riksbanksstudien kan köpen delas in i två faser: dels perioden 2015–2017 och dels pandemiåren 2020–2021. De båda faserna skiljer sig åt vad gäller motiven för köpen, men framför allt vad gäller sammansättningen. Under den första fasen köpte Riksbanken enbart statsobligationer. Syftet var att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet i ett läge där inflationen länge hade varit låg och under skridit inflationsmålet, de långsiktiga inflationsförväntningarna hade sjunkit trendmässigt och styrräntans möjligheter att fungera som ett effektivt penningpolitiskt verktyg hade börjat bli uttömda. Köpen var således avsedda att fungera som en mer allmänt stimulerande penningpolitisk åtgärd.

När den andra fasen inleddes i samband med pandemin 2020 hade inflationen under åren dessförinnan åter legat relativt nära målet. Denna gång inkluderade köpen stats- och kommunobligationer, säkerställda obligationer (bostadsobligationer), statsskuldväxlar samt företagsobligationer och företagscertifikat. Köpen var nu till stor del inriktade på att säkerställa kreditförsörjningen och på att se till att Riksbankens styrränta även i en osäker tid skulle få gott genomslag i ekonomin. Inflationen, som på nytt föll dramatiskt en bit in på pandemin, förväntades ligga under målet de kommande åren. I tider av finansiell oro sammanfaller oftast målsättningarna att bevara stabiliteten på de finansiella marknaderna och att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Köpen skulle förhindra en utveckling där utlåningen till hushåll och företag minskade kraftigt. Om ett sådant scenario skulle bli verklighet kunde det kraftigt förvärpa det ekonomiska läget i den redan utsatta situationen. Syftet med köpen var därför primärt att hindra att utbudet av krediter

---

<sup>41</sup> B. Andersson, M. Beechey Österholm och P. Gustafsson (2022), "Riksbankens köp av värdepapper 2015–2022", *Riksbanksstudie* nr 2, Sveriges riksbank.

skulle minska kraftigt och att räntorna skulle gå upp, inte att tydligt sänka utlåningsräntorna till hushåll och företag.

En slutsats i riksbanksstudien är att värdepappersköp i krislägen är avgörande om man vill avhjälpa och förebygga stora problem, såsom var fallet i början av pandemin. Riksbankens köp bidrog då till att begränsa skadeverkningarna på ekonomin och minska risken att Sverige skulle få en finansiell kris. En annan slutsats är att värdepappersköp i mer normala tider bidrar till en mer expansiv penningpolitik, men att dessa effekter då är små. Samtidigt konstaterar studien att den internationella litteraturen om så kallade kvantitativa lättnader, som stora köp av värdepapper också kallas, idag inte säger något entydigt om vilka kanaler som köpen främst verkar genom och i vilka lägen de olika kanalerna har störst betydelse för ekonomin. Detta kan också skilja sig från land till land beroende på exempelvis hur finans- och kreditmarknaderna är utformade mer specifikt. Studien pekar också på att det finns relativt få studier av effekterna av värdepappersköp i små öppna ekonomier som den svenska. Således finns det utrymme för olika synsätt på hur köpen fungerar och vad de har haft för effekter.

Diskussionen kring värdepappersköpen har under senare år bland annat handlat om huruvida köpen i samband med pandemin pågick alltför länge och hur man överlag ska se på köp av privata värdepapper som ett penningpolitiskt verktyg. Under den allra senaste tiden har dessutom tillkommit en diskussion om de förluster som Riksbanken har gjort på sitt värdepappersinnehav till följd av det högre ränteläget.

### **När kan köp av värdepapper avslutas utan att problem uppstår?**

En debatt kring tillgångsköpen har handlat om huruvida det var nödvändigt att Riksbanken fortsatte att köpa tillgångar och öka innehavet under hela 2021. Bakgrunden till denna diskussion var att räntorna på de marknader där problem uppstod var nära eller lägre än nivån före pandemiutbrottet redan mot slutet av 2020. En del bedömare menar att köpen därför borde ha upphört redan då eller i varje fall en bit in på 2021.

Anledningen till att Riksbanken valde att fortsätta med köpen var att det alltså var osäkert hur pandemin skulle utvecklas och vilka konsekvenserna skulle bli för de finansiella marknaderna. Inflationen bedömdes också komma att ligga under målet och det fanns en skepsis i direktionen mot att åter sänka styrräntan under noll. Beslutet handlade i hög grad om att förebygga en sämre utveckling.

Det är givetvis svårt att veta hur utvecklingen skulle ha blivit om Riksbanken inte hade fortsatt med köpen under hela 2021. I riksbanksstudien konstateras att det är svårt att dra några tydliga slutsatser utifrån de resultat som redovisas i olika studier av värdepappersköpens effekter. Dessa indikerar dock att konsekvenserna för den ekonomiska aktiviteten och inflationen av att dra ned på köpen tidigare kan förväntas ha varit relativt små. Samtidigt var inflationen och de långsiktiga inflationsförväntningarna under målet under 2020 och inledningen av 2021. Om Riksbanken hade slutat köpa värdepapper kunde den ekonomiska återhämtningen ha dragit ut mer på tiden och därmed hade pandemins effekter på ekonomin riskerat att bli större. Om

Riksbanken hade justerat ner de aviserade köpen alltför kraftigt riskerade man också att minska sin trovärdighet vid framtida aviseringar.

Besluten att utöka köpen och fullfölja de köp som aviserats är ett exempel på när bedömningar måste göras och beslut fattas under omständigheter som är mycket osäkra. Att det i grunden handlar om bedömningar avspeglas bland annat i att det fanns olika uppfattningar även i Riksbankens direktion.<sup>42</sup>

### **Köp av privata värdepapper som penningpolitiskt instrument**

Den första fasen av värdepappersköp 2015–2017 innebar att en statlig tillgång (statsobligationer) lyftes bort från marknaden och ersattes av en annan tillgång med liknande riskprofil (reserver hos Riksbanken). Under den andra fasen 2020–2021 köpte Riksbanken även värdepapper utgivna av privata aktörer i form av säkerställda obligationer samt företagsobligationer och företagscertifikat. Riksbanken trädde då in som köpare på marknader som på grund av den stora osäkerheten fungerade dåligt när många ville sälja och få ville köpa. Detta var viktigt för att förhindra att problem på de finansiella marknaderna ytterligare skulle försämra ekonomin mitt under pandemin. Dessa köp innebar således att Riksbanken tog över risk från marknadsaktörerna.

Riksbanksstudien tar upp ett par aspekter som tillkommer vid köp av privata värdepapper i förhållande till köp av statspapper. En är problemet med så kallad *moral hazard*, det vill säga att kreditgivare och låntagare tar större risker om de räknar med att centralbanken alltid träder in om problem uppstår. Problemet med *moral hazard* bör vägas in när centralbanken vidtar denna typ av åtgärder, men att avstå från att stötta de finansiella marknaderna i ett krisläge kan också bli mycket kostsamt för ekonomin som helhet. Här finns det därför anledning att se över vad den samlade ekonomiska politiken kan göra för att se till att de risker som byggs upp inte blir för stora.

Man kan också behöva beakta att synen på risk kan påverkas om finansmarknaderna betraktar centralbanken som en säker köpare av värdepapper även utanför direkta kristider. En aspekt som riksbanksstudien lyfter fram är att köp av privata värdepapper som pågår under lång tid riskerar att påverka marknadernas prissättningsmekanismer mer varaktigt, något som i förlängningen kan förväntas leda till att kreditallokeringen i ekonomin blir mindre effektiv. Även om köpen inledningsvis innebär att marknaden över huvud taget fungerar, så kan de efter hand leda till att den fungerar sämre än den gjorde innan problem uppstod. Sett över tid är det viktigt att de risker som finns under mer normala omständigheter återspeglas i rättvisande riskpremier på de finansiella marknaderna. Centrala frågor är därför hur länge värdepappersköp bör fortgå, men också när och i vilken takt de innehav som har byggts upp bör avvecklas.

I propositionen med förslaget till ny riksbankslag drog regeringen slutsatsen att förändringar i styrräntor och köp av statspapper i allmänhet är att föredra framför köp av icke-statliga tillgångar. Enligt den nya lagen ska dock Riksbanken kunna köpa även icke-statliga värdepapper om det finns synnerliga skäl. Köpen ska då utformas så att

---

<sup>42</sup> Se till exempel tal av M. Flodén, "Mina tankar kring Riksbankens tillgångsköp", 14 december 2022, Sveriges riksbank.

kredit- och resursallokeringen påverkas i så liten utsträckning som möjligt, givet de effekter Riksbanken vill uppnå. Sammantaget kan detta tolkas som att lagstiftaren ser köp av icke-statliga värdepapper som ett mindre lämpligt penningpolitiskt instrument i mer normala tider. Det hindrar dock inte att det används i mer exceptionella lägen, exempelvis då oro uppstått på de finansiella marknaderna och den penningpolitiska transmissionen riskerar att påverkas negativt, så som var fallet under pandemin.

### Effekterna på Riksbankens resultat

En konsekvens av att centralbanker bygger upp ett stort innehav av obligationer och andra värdepapper är att de tar på sig ränterisk och kan göra finansiella förluster eller vinster om räntorna stiger eller sjunker snabbt. Detta är en oundviklig del av transmissionen av värdepappersköp som Riksbanken och andra centralbanker har varit väl medvetna om och kommunicerat.<sup>43</sup> Den snabba uppgången i inflationen och räntorna den senaste tiden har dock medfört att risken för finansiella förluster har materialiserats på mycket kort tid. Fördjupningen "Värdepappersköpens effekter på Riksbankens resultat" diskuterar dessa förluster mer i detalj.

Efter den globala finanskrisen 2008, och särskilt under och efter pandemin, har många centralbanker köpt värdepapper av liknande skäl som Riksbanken. Flera har dessutom köpt betydligt större volymer i förhållande till sin ekonomiska storlek än Riksbanken (se diagram 31). De har också ofta köpt tillgångar med längre löptid – och därmed mer ränterisk – än Riksbanken. Även dessa centralbanker kommer att redovisa förluster.

Centralbanker har inte som mål att gå med vinst och det har inte heller varit syftet med att köpa värdepapper.<sup>44</sup> Beroende på period har syftet i stället varit att se till att penningpolitiken får önskad effekt, stimulera efterfrågan i ekonomin, få upp inflationen och upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Det är i första hand den typen av effekter som förlusterna måste ställas mot.

En förlust innebär också att Riksbanken inte kan dela ut vinst till staten. Den expansiva penningpolitiken har dock samtidigt stärkt de offentliga finanserna via olika kanaler. Bland annat ger den högre ekonomiska aktiviteten större skatteintäkter och mindre utgifter för bland annat arbetslöshetsersättningar. Statens kostnader för att låna pengar är också mindre eftersom räntorna har hållits låga.

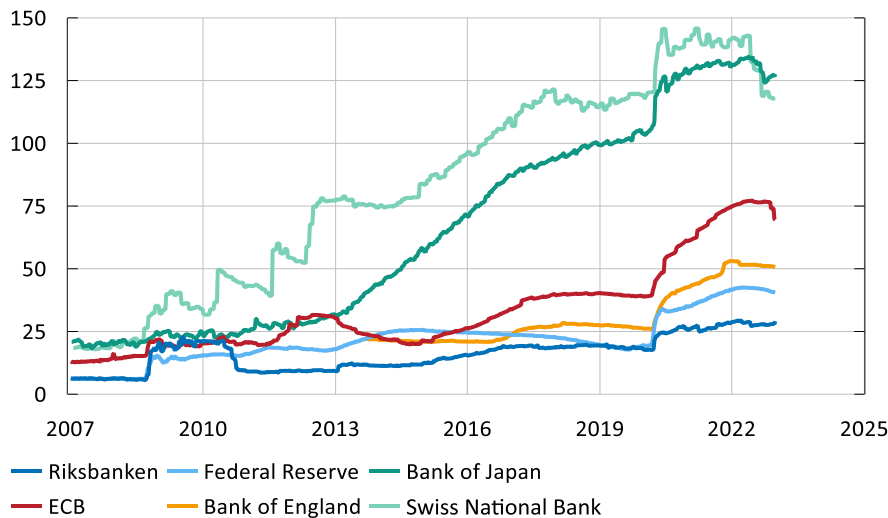
---

<sup>43</sup> Att obligationsköpen ökar riskerna på centralbankers balansräkningar i allmänhet och på Riksbankens balansräkning i synnerhet noteras i bland annat tal av K. af Jochnick (2015), "Måste Riksbanken gå med vinst? Utmaningar för Riksbankens finansiering", 23 januari 2015, Sveriges riksbank och M. Flodén (2016), "Riksbankens obligationsköp påverkar statens finanser", 9 november 2016, Sveriges riksbank. Förluster av den storlek som gjorts för 2022 har även nämnts tidigare av Riksbanken som ett tänkbart men mycket osannolikt scenario med stora ränteuppgångar, se "Beslut om avsättningar för finansiell risk 2020", beslutsunderlag, diariernr 2020-01285, Sveriges riksbank. För framställningar om det faktum att förluster nu har uppstått, se till exempel D. Kjellberg och M. Åhl (2022), "Riksbankens finansiella resultat och kapital påverkas av högre räntor", *Ekonomiska kommentarer* nr 8, Sveriges riksbank och tal av M. Flodén (2022), "Mina tankar kring Riksbankens tillgångsköp", 14 december 2022, Sveriges riksbank.

<sup>44</sup> För en diskussion om vad det innebär om en centralbank går med förlust, se till exempel A. Nordström och A. Vredin (2022), "Har centralbankens eget kapital någon betydelse för penningpolitiken?", *Staff memo*, december, Sveriges riksbank.

**Diagram 31. Centralbankers balansomslutning**

Procent av BNP



Anm. BNP beräknas som summan av innevarande kvartal och de tre föregående kvartalen. För de kvartal som BNP ännu inte publicerats används den senast publicerade BNP-statistiken.

Källor: Nationella källor och respektive centralbank.

Om centralbanken gör en stor förlust kan det medföra att dess egna kapital minskar. Det behöver inte påverka centralbankens förmåga att genomföra penningpolitiken, men det kan få negativa konsekvenser om det leder till spekulationer om att den har minskat. Ett lågt eget kapital kan dessutom, under vissa förutsättningar, försämra centralbankens möjligheter att själv finansiera sin verksamhet, vilket kan göra att bankens finansiella oberoende blir svagare. Som konstateras i fördjupningen "Värdepappersköpens effekter på Riksbankens resultat" är den låga efterfrågan på sedlar och mynt i Sverige en omständighet som skapar problem. Överskottet från monopollet på att ge ut pengar är mycket litet och det försämrar Riksbankens förutsättningar att själv bygga upp det egna kapitalet. Den låga intjäningsförmågan är en fråga Riksbanken behöver arbeta vidare med. Det är viktigt att farhågor kring denna inte leder till att Riksbankens möjligheter att uppfylla sitt mål och sina uppdrag börjar ifrågasättas.

**Den penningpolitiska debatten och inflationsmålpolitikens ramverk**

Sedan en tid tillbaka, och även under det gångna året, har det framförts kritik som går ut på att Riksbanken de senaste åren har fört en politik där den har hållit räntan vid noll eller negativ trots att svensk ekonomi utvecklades väl. Det har ibland beskrivits som att Riksbanken höll "minusränta i högkonjunktur" och "jagade tiondelar av inflationen".

Syftet med Riksbankens expansiva penningpolitik under dessa år var ytterst att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet, vilket är Riksbankens uppdrag. Riksbankens bedömning var att inflationen behövde stiga upp mot målet för att inte de långsiktiga inflationsförväntningarna skulle förankras på en för låg nivå, med de problem som då kan uppstå. Penningpolitiken var inriktad på att se till inflationen inte avvek från målet

alltför länge.<sup>45</sup> Genom att visa att Riksbanken tar inflationsmålet på allvar när inflationen är för låg blir det sannolikt också lättare att hålla de långsiktiga inflationsförväntningarna förankrade när inflationen överstiger målet.

Den penningpolitik som Riksbanken bedrev var således väl i linje med principerna för inflationsmålspolitiken och det uppdrag som Riksbanken har. I ljuset av det historiskt låga globala reala ränteläget, som alltså styr vilka räntor som centralbankerna kan sätta, var styrräntor på eller nära den nedre gränsen ett internationellt fenomen. Även i andra länder där man hade samma problem med för låg inflation var styrräntan noll eller negativ under den här perioden. De strategiförändringar som den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, gjorde i augusti 2020 och den europeiska centralbanken, ECB, gjorde i juli 2021 var ämnade att bland annat hantera farhågor för att en alltför låg genomsnittlig inflation skulle minska penningpolitikens handlingsutrymme.<sup>46</sup>

För att förtroendet för inflationsmålet ska kunna upprätthållas och de långsiktiga inflationsförväntningarna hållas förankrade vid målet kan Riksbanken ibland behöva föra en expansiv politik även när ekonomin utvecklas relativt väl, eller en åtstramande penningpolitik trots att realekonomin utvecklas förhållandevis svagt. Detta är helt i enlighet med principerna för inflationsmålspolitiken och med riksbankslagen som säger att det överordnade målet för Riksbanken är att upprätthålla låg och stabil inflation. Inflationsmålet är således inte ett medel för att stabilisera konjunkturen, utan ett sätt att lägga grunden för en god långsiktig utveckling av ekonomin.

När Riksbanken påbörjade den riktigt expansiva politiken 2014 var inflationen mätt som årsgenomsnitt 0,5 procent, det vill säga en bra bit under målet (den var 0 procent i mars det året). Den penningpolitiska transmissionsmekanismen visade sig fungera ungefär som normalt även när styrräntan sänktes till strax under noll.<sup>47</sup> Åren före pandemin, 2017–2019, låg inflationen återigen i genomsnitt nära 2 procent.

Den politik som Riksbanken har bedrivit utvärderas varje år av riksdagens finansutskott och därutöver ungefär vart femte år av externa bedömare, på finansutskottets uppdrag. Karnit Flug och Patrick Honohan, som utvärderade penningpolitiken för åren 2015–2020, konstaterade att den expansiva inriktningen på penningpolitiken verkade ha fått önskad effekt när det gäller att pressa upp inflationen mot målet.<sup>48</sup>

---

<sup>45</sup> Den grundläggande tankemåten för en penningpolitik med inflationsmål beskrivs i avsnitt 4.1.

<sup>46</sup> Federal Reserve införde ett mål för genomsnittlig inflation (se till exempel tal av J. Powell (2020), "New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review", 27 augusti 2020, Federal Reserve). ECB övergick till ett symmetriskt mål och betonade vikten av kraftfulla eller ihållande penningpolitiska åtgärder när räntan är nära den nedre gränsen för att undvika att negativa avvikelser från inflationsmålet blir permanenta (se till exempel ECB (2021), "The ECB's monetary policy strategy statement", [https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview\\_monpol\\_strategy\\_statement.en.html](https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.en.html)).

<sup>47</sup> H. Erikson och D. Vestin (2021), "Genomslaget av negativa styrräntor", *Ekonomiska kommentarer* nr 9, Sveriges riksbank.

<sup>48</sup> K. Flug och P. Honohan, *Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–2020*, 2021/22:RFR4, Sveriges riksdag, s. 9. Däremot var Flug och Honohan kritiska till att Riksbanken höjde styrräntan till noll procent i början av 2020, eftersom inflationen då bara nyligen åter hade nått 2 procent och inflationsförväntningarna var på väg nedåt igen.

## 4.3 Frågor inför framtiden

### Bara tillfällig paus för lågräntemiljön?

En fråga i ett lite längre tidsperspektiv är om den senaste tidens höga inflation och stigande räntor innebär att den globala ekonomiska spelplanen har ändrats på ett mer genomgripande sätt – att vi mer permanent har lämnat miljön med mycket låga räntor och lågt inflationstryck bakom oss.

Ett förhållande som talar emot detta är att det finns ganska lite som tyder på att den globala reala jämviktsräntan har förändrats i någon större utsträckning. Den bestäms av spar- och investeringsbenägenheten i världen och av hur hög efterfrågan på säkra tillgångar är i förhållande till mer riskabla.<sup>49</sup> Det är inte uppenbart att de faktorer som påverkar dessa variabler skulle ha ändrats eller kommer att ändras särskilt mycket framöver. Exempelvis är det geopolitiska läget idag mer osäkert än på länge, vilket talar för ett stort försiktighetssparande och för en fortsatt hög efterfrågan på säkra tillgångar. Den reala jämviktsräntan förväntas enligt de flesta uppskattningar förbli på en historiskt låg nivå under överskådlig tid.<sup>50</sup>

Om den reala jämviktsräntan skulle förbli låg innebär det att vi om några år kan vara tillbaka i en situation där det allmänna ränteläget återigen är lågt och penningpolitikens effekter på ekonomin och inflationen periodvis hämmas av att styrräntan slår i den nedre gränsen. Detta skulle, på samma sätt som varit fallet det senaste decenniet, kunna bidra till att inflationen tenderar att ligga under målet. Det skulle då återigen kunna bli aktuellt att diskutera behovet av ett bättre samspel i den makroekonomiska politiken när räntan och inflationen är låga.<sup>51</sup>

### Högre inflationstryck i framtiden?

Även om inflationen relativt snart skulle återgå till målet är det möjligt att utvecklingen under de senaste två åren ändå kommer att sätta ett visst varaktigt avtryck på inflationsprocessen och penningpolitikens förutsättningar.

De senaste decennierna har faktorer som digitaliseringen och globaliseringen dämpat inflationstrycket. Men både pandemin och kriget i Ukraina har visat att många företag och verksamheter är sårbara för avbrott i leverantörskedjorna. Det tycks därför bli allt vanligare att man börjar fundera på hur beroendet kan minskas och produktionen göras mer robust. Ett sätt att göra detta är genom så kallad reshoring, det vill säga att man flyttar verksamheter närmare hem igen. Om detta blir ett vanligt fenomen skulle detta kunna minska det tryck nedåt på inflationen som globaliseringen har bidragit till.

<sup>49</sup> Se till exempel O. Blanchard (2022), *Fiscal Policy under Low Interest Rates*, The MIT Press.

<sup>50</sup> Se till exempel A. Auclert, H. Malmberg, F. Mertenet och M. Rognlie (2021), "Demographics, wealth, and global imbalances in the twenty-first century", *NBER Working Paper* 29161 och J. Platzer och M. Peruffo (2022), "Secular Drivers of the Natural Rate of Interest in the United States: A Quantitative Evaluation", WP/22/30, International Monetary Fund.

<sup>51</sup> Se till exempel tal av P. Jansson (2021), "År det dags att se över rollfördelningen i den makroekonomiska politiken?" 8 december 2021, Sveriges riksbank och L. Calmfors, J. Hassler och A. Seim (2022), *Samspel för stabilitet – en ESO-rapport om rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik*, Rapport till Expertgruppen för Studier i Offentlig Ekonomi.



För svenskt vidkommande skulle det kunna vara så att dagens höga inflation tydliggör den viktiga roll som inflationsmålet spelar för pris- och lönebildningen. En åsikt som förekommit i debatten de senaste åren är att inflationsmålet inte längre fyller någon funktion som ankare för lönebildningen. Det var endast ett medel för att få ned de tidigare alltför snabba löneökningarna i förhållande till omvärlden. Men i och med att detta har uppnåtts har inflationsmålet fyllt sitt syfte, enligt denna uppfattning. Diskussionen fördes vid en tid då det verkade som om inflationen skulle komma att förbli låg mer eller mindre permanent.

Utvecklingen under 2022 var en påminnelse om att inflationen ibland också kommer att ligga över målet. Det är möjligt att detta gör att inflationsmålets roll i lönebildningen stärks och att det framöver i högre grad uppfattas som det symmetriska riktmärke det är avsett att vara. Detta skulle i så fall givetvis i sig underlätta måluppfyllelsen. Men om så inte skulle bli fallet och ekonomin om några år återgår till ett läge med en inflation under målet och en styrränta nära den nedre gränsen, blir samspelet mellan inflationsmålet och lönebildningen en viktig fråga att analysera.

Även klimatförändringar och den klimatomställning som krävs under kommande decennier skulle kunna bidra till ett högre framtida inflationstryck. Under 2022 bidrog ett minskat utbud av rysk olja och gas, liksom av jordbruksvaror, som exempelvis vete, från Ukraina till att världsmarknadspriserna på energi och livsmedel steg. Detta var en viktig orsak till att den globala inflationen ökade. Bakgrunden var givetvis kriget i Ukraina, men klimatförändringarna och klimatomställningen kan ge upphov till liknande negativa utbudseffekter.<sup>52</sup>

Klimatförändringarna kan innebära att extremväder som torka, översvämningar och orkaner blir vanligare. Detta kan i sin tur leda till exempelvis fetslagna skördar och brott i leverantörskedjorna, vilket pressar upp priserna på livsmedel, råvaror och olika produkter. Klimatomställningen bygger på att priset på varor och tjänster som orsakar utsläpp av växthusgaser ska öka jämfört med priset på varor och tjänster som inte gör det. På kort sikt kan detta leda till högre priser på energi rent allmänt och på produkter där energi är en viktig del. Effekten på inflationstrycket beror på hur snabbt och friktionsfritt alternativa, icke-fossila energikällor fasas in.<sup>53</sup>

Det är givetvis svårt att säga hur viktiga de här faktorerna är och i vilken mån de kommer att bidra till att det underliggande inflationstrycket blir högre framöver än det har varit det senaste decenniet. Men om så skulle bli fallet så kommer det att i viss mån uppväga att den globala reala jämviktsräntan eventuellt förblir på en historiskt låg nivå. Med en "medvind" för inflationen i stället för den "motvind" som rått tidigare skulle styrräntan inte behövas sänkas lika mycket för att inflationsmålet ska kunna upprätthållas. Det blir därför i så fall också mindre vanligt att styrräntan slår i den nedre gränsen och behovet av att bedriva penningpolitik med andra medel, som värdepappersköp, skulle också minska.

---

<sup>52</sup> För mer detaljerade beskrivningar, se till exempel tal av A. Breman (2020), "Så kan Riksbanken bidra till klimatpolitiken", 3 mars 2020, Sveriges riksbank, *Redogörelse för penningpolitiken 2020 och 2021*, Sveriges Riksbank, och *Riksbankens Klimatrapport 2021 och 2023*.

<sup>53</sup> För en kalibrerad modell där effekten på inflationen blir liten, se C. Olovsson och D. Vestin (2023), "Greenflation?", *Working Paper No 420*, Sveriges Riksbank.



## FÖRDJUPNING – Värdepappersköpens effekter på Riksbankens resultat

---

Riksbanken har köpt stora mängder tillgångar sedan 2015, med delvis olika syften. Köpen avslutades under 2022. I och med att inflationen steg kraftigt under 2022 fick Riksbanken och andra centralbanker höja styrräntan mycket och snabbt. Det stigande ränteläget gjorde att värdet på tillgångarna föll. Riksbanken redovisade en stor finansiell förlust för 2022, och det egna kapitalet kommer att bli negativt efter resultatdispositionen våren 2023. Denna fördjupning belyser vilka effekter värdepappersköpen väntas få på resultatet och hur de effekterna fördelar sig över olika tidsperioder och tillgångsslag.

De samhällsekonomiska vinsterna av köpen, i termer av förbättrad måluppfyllelse, bedöms vara stora. Samtidigt är det viktigt att vara medveten om de negativa konsekvenserna för Riksbankens resultat. Även om förmågan att bedriva penningpolitik på kort sikt inte påverkas av stora förluster och ett negativt eget kapital kan problem uppstå på längre sikt. Om Riksbankens finansiella ställning blir alltför svag kan det finansiella oberoendet hotas, vilket i sin tur kan försvaga förtroendet för inflationsmålet och penningpolitiken.

---

### Riksbankens tillgångsköp 2015–2022 – värna inflationsmålet och hantera pandemins effekter

Syftet med den här fördjupningen är att förklara hur Riksbankens köp av tillgångar har resulterat i finansiella förluster. Motiven till köpen beskrivs därför endast kortfattat.<sup>54</sup>

Under våren 2015 sjönk inflationen tydligt under Riksbankens mål, samtidigt som inflationsförväntningarna också sjönk. Riksbankens styrränta var redan på noll procent, vilket bedömdes vara nära den nedre gränsen. Samtidigt behövde penningpolitiken göras mer expansiv för att se till att inflationen steg mot 2 procent och för att trovärdigheten för inflationsmålet skulle upprätthållas. Riksbanken genomförde en kombination av åtgärder. Dels sänktes styrräntan till negativa nivåer och som lägst till -0,5 procent, dels inleddes köp av statsobligationer. Köpen utökades successivt fram till 2017, och innehavet kom sammantaget att uppgå till strax under 300

---

<sup>54</sup> Se B. Andersson, M. Beechey Österholm och P. Gustafsson (2022), "Riksbankens köp av värdepapper 2015–2022", *Riksbanksstudie* nr 2, Sveriges riksbank, för en utförlig redogörelse.

miljarder kronor (se diagram 12 i kapitel 2). Efter 2017 upprätthölls nivån på innehaven genom köp som kompenserade för förfallen på obligationerna, samtidigt som styrräntan höjdes i två steg till noll procent i december 2018 respektive 2019.

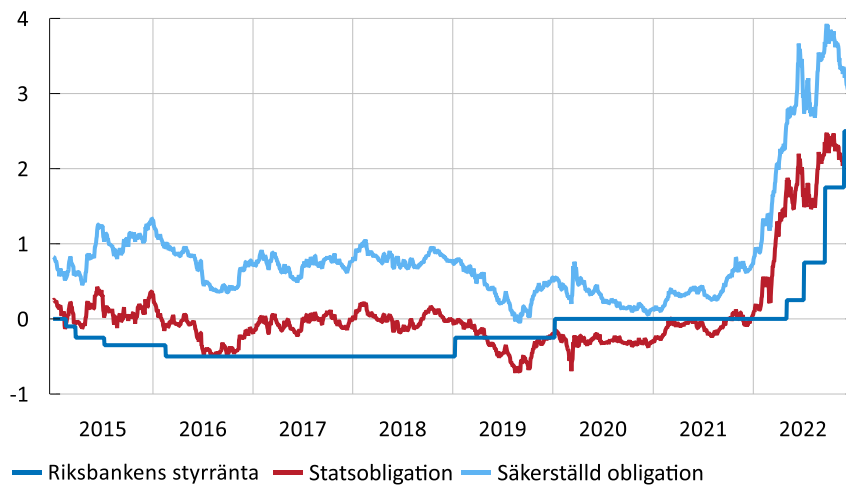
Coronapandemin våren 2020 ledde utöver ett omfattande mänskligt lidande till stora negativa konsekvenser för ekonomin världen över. Inledningsvis ökade osäkerheten dramatiskt på de finansiella marknaderna. Räntemarknaden påverkades i hög grad. Ju högre risk tillgångarna hade, desto mer steg räntorna. Riksbankens sänkte inte styrräntan, som i stället behölls på noll procent, eftersom det inte ansågs meningsfullt att stimulera efterfrågan i en ekonomi som till stora delar var stängd. Ett av de problem som uppstod var dock att räntorna till hushåll och företag riskerade att stiga, med en ytterligare åtstramande effekt på en ekonomi som redan befann sig i fritt fall. Bland de åtgärder som Riksbanken vidtog fanns betydande köp av tillgångar. Till skillnad från tidigare kom köpen att omfatta en bredare palett av räntebärande värdepapper, med tyngdpunkten på säkerställda obligationer. Men även företagspapper, kommunobligationer och ytterligare köp av statsobligationer inkluderades (se diagram 12 i kapitel 2). Köpen utökades och förlängdes i ett antal steg. Sammantaget var Riksbankens köp för att hantera effekterna av pandemin betydligt mer omfattande än köpen 2015–2017 och medförde att innehavet sammantaget ökade med ungefär 700 miljarder kronor under perioden 2020–2021.

## Snabb inflationsuppgång och stora styrräntehöjningar under 2022

Inflationen steg snabbt under 2022, till de högsta nivåerna på över 30 år. Riksbanken har liksom de flesta andra centralbanker därför höjt styrräntan ganska mycket och snabbt, och det allmänna ränteläget har följt med upp. Det betyder att såväl Riksbankens styrränta som räntorna på de obligationer som Riksbanken köpt har stigit kraftigt (se diagram 32).

**Diagram 32. Ränteutvecklingen i Sverige**

Procent



Anm. Obligationsräntor avser skattade nollkupongsräntor med 5 års löptid.

Källor: Macrobond och Riksbanken.

## Varför försämras Riksbankens resultat när räntorna stiger?

Redan i samband med den första fasen av tillgångsköp från 2015 uppmärksammade Riksbanken att riskerna för resultatet ökade och att förluster kunde uppstå i framtiden.<sup>55</sup> Men att räntorna skulle stiga så mycket som de gjorde under 2022 var extremt oväntat. Det illustreras inte minst av att Riksbankens prognos så sent som i februari 2022 indikerade att styrräntan skulle börja höjas från noll först under andra halvåret 2024.<sup>56</sup> Att räntorna steg så mycket innebär också att Riksbanken gör stora förluster på sina tillgångsköp.<sup>57</sup> Hur kommer det sig?

Köpen av obligationer finansierades med nyskapade pengar i form av inlåning i Riksbanken, till styrräntan. Om Riksbanken behåller obligationerna tills de förfaller blir avkastningen på placeringen skillnaden mellan obligationsräntan vid köpet och den genomsnittliga styrräntan under obligationernas löptid. Riksbanken har alltså "lånat kort och investerat långt". Det betyder att Riksbanken har tagit en ränterisk: Medan den långa räntan "låstes in" på nivån vid köptillfället var den framtida styrräntan under obligationens löptid okänd.

<sup>55</sup> Se tal av M. Flodén (2016), "Riksbankens obligationsköp påverkar statens finanser", 9 november 2016, Sveriges riksbank. Redan innan obligationsköpen inleddes uppmärksammades också riskerna för Riksbankens resultat till följd av en större balansräkning, då främst kopplat till den utökning av valuta-reserven som skedde efter finanskrisen; se tal av K. af Jochnick (2015), "Måste Riksbanken gå med vinst?", 23 januari 2015, Sveriges riksbank.

<sup>56</sup> Se *Penningpolitisk rapport*, februari 2022, Sveriges riksbank. I rapporten framgår också att den övre gränsen för det 90-procentiga osäkerhetsintervallet för styrräntan det fjärde kvartalet 2022 var 1,25 procent. Utfallet blev 2 procent.

<sup>57</sup> Riksbanken har i tidigare publikationer också beskrivit och kommenterat hur resultatet påverkas negativt av att ränteläget stiger. Se exempelvis Årsredovisning för Sveriges riksbank 2022 och D. Kjellberg och M. Åhl (2022), "Riksbankens finansiella resultat och kapital påverkas av högre räntor", *Ekonomiska kommentarer* nr 8, Sveriges riksbank.

Ett enkelt exempel visar hur förluster kan uppstå:

- Riksbanken lånar 1 000 miljarder till rörlig ränta (styrräntan) och placerar pengarna i obligationer till noll procents ränta på 5 års löptid till förfall.
- Styrräntan är noll procent vid köptillfället.
- Därefter stiger styrräntan under obligationens löptid.
- Om styrräntan i genomsnitt blir 1 procent blir ränteintäkten totalt noll kronor medan räntekostnaden blir totalt 50 miljarder kronor.
- På så vis förlorar Riksbanken i genomsnitt 10 miljarder per år och totalt 50 miljarder över en femårsperiod.

Hur har det då sett ut i praktiken? Ett sätt att förstå hur Riksbankens resultat har påverkats är att omsätta det enkla exemplet i de konkreta köp som Riksbanken har gjort.

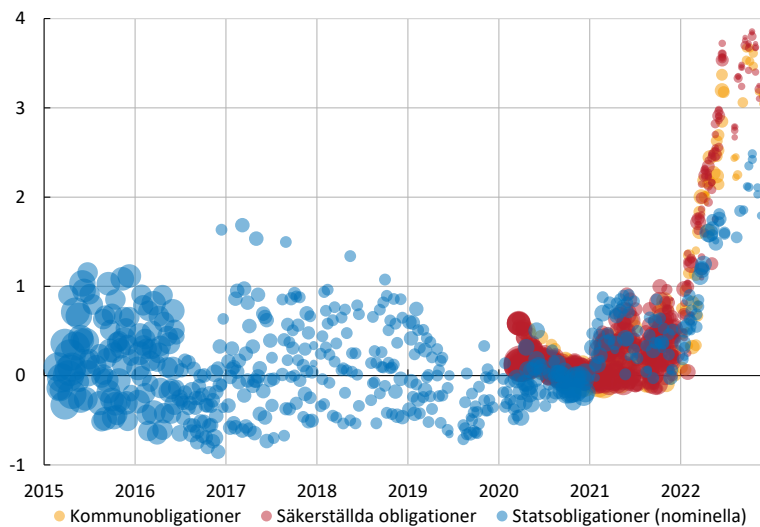
Riksbanken har byggt upp en portfölj av svenska värdepapper som inledningsvis uteslutande bestod av statsobligationer men som sedan utökades med framförallt säkerställda obligationer men även med kommunobligationer och till en liten del företagspapper. Diagram 33 visar köpen i tre dimensioner: storleken på köpen, som illustreras med storleken på bollarna, den ränta som köpen gjordes till, som illustreras av bollarnas placering på y-axeln och slutligen tidpunkten för köpen, som illustreras av bollarnas placering på x-axeln.<sup>58</sup> Det framgår att merparten av köpen av statsobligationer skedde 2015–2016 till en ränta nära noll procent i genomsnitt. Vidare framgår att köpen av säkerställda obligationer och kommunobligationer till största delen skedde under 2020 och 2021 till en ränta kring 0,5 procent i genomsnitt.

---

<sup>58</sup> I diagrammet framgår dock inte obligationernas löptid.

**Diagram 33. Räntor på Riksbankens köp av obligationer**

Procent



Anm. Bollstorleken är proportionell mot köpets nominella belopp. Diagrammet visar den fasta ränta som ges om obligationen hålls till förfall.

Källa: Riksbanken.

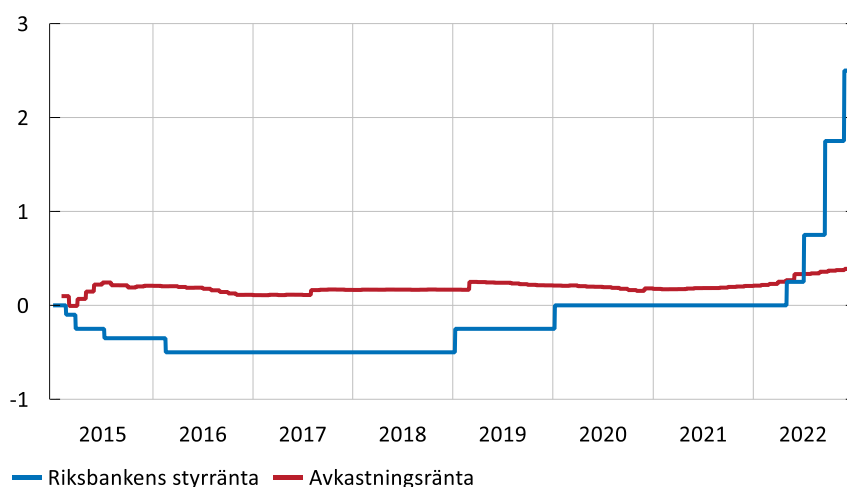
Diagram 34 visar den sammantagna avkastningsräntan på Riksbankens innehav av svenska värdepapper, tillsammans med styrräntan som köpen finansierades till.<sup>59</sup> Det framgår att avkastningsräntan från inledningen av 2015 ända fram till början av 2022 översteg styrräntan något och var mellan 0 och 0,5 procent. Under loppet av 2022 höjdes styrräntan kraftigt från 0 till 2,5 procent.

Riksbankens räntenetto, alltså skillnaden mellan avkastnings- och finansieringsräntan, var alltså något över noll fram till mitten av 2022 men blev snabbt kraftigt negativt under återstoden av året. Andra centralbanker, som Federal Reserve, redovisar effekten på resultatet just på detta sätt, alltså som ett räntenetto år för år. Om Riksbanken skulle göra likadant skulle det betyda små vinster på tillgångsköpen 2015–2021 och en ganska stor förlust 2022. Det skulle alltså fungera ungefär som i det enkla exemplet som beskrevs tidigare. Den slutliga effekten på resultatet kommer att avgöras av hur skillnaden mellan avkastningsräntan och styrräntan utvecklas framöver.

<sup>59</sup> Avkastningsräntan är den ränta som innehavet ger om obligationerna hålls till förfall.

**Diagram 34. Genomsnittlig årlig avkastningsränta på obligationsinnehavet om det hålls till förfall samt aktuell finansieringsränta (Riksbankens styrränta)**

Procent



Anm. Riksbankens styrränta (blå linje) kan ses som den aktuella procentuella finansieringsräntan för obligationsinnehavet (Riksbankens räntekostnad för inlåning av de reserver som skapades vid obligationsköpen). Avkastningsräntan (röd linje) avser innehavet av obligationer i kronor (enbart det med fasta kuponger) och visar hur den genomsnittliga årliga avkastningen på innehavet skulle bli från den aktuella tidpunkten fram till att alla obligationer har förfallit. Förändringarna i detta genomsnitt har skett på grund av köp och förfall. Om blå linje är ovanför röd linje vid en tidpunkt överstiger den aktuella finansieringsräntan den avkastning vi kan vänta oss från obligationsinnehavet om Riksbanken håller det till förfall.

Källa: Riksbanken.

## Värdeminskningar påverkar Riksbankens resultat

Riksbanken använder sig av redovisningsregler som följer Europeiska centralbanks-systemets (ECBS) riktlinjer. De riktlinjerna ger olika möjligheter att redovisa resultatet, men här beskrivs den metod som Riksbanken har valt.<sup>60</sup> Metoden innebär att det aktuella marknadsvärdet på obligationsinnehavet kan ha stor betydelse för Riksbankens resultat. Och marknadsvärdet på en obligation sjunker när räntorna stiger. Så här fungerar det: I redovisningen av Riksbankens resultat ingår inte realiserade vinster men däremot realiserade förluster. När resultatet ska fastställas marknadsvärderas tillgångarna i slutet av ett redovisningsår. Om marknadsvärdet på en obligation som Riksbanken köpt överstiger inköpspriset och alltså har ökat i värde, förs detta inte till årets resultat utan läggs på ett så kallat värderegleringskonto på balansräkningens skuldsida. Men om marknadsvärdet istället understiger inköpspriset sker en nedskrivning av anskaffningsvärdet. Nedskrivningen belastar årets resultat, trots att Riksbanken fortfarande äger obligationen och varken något kassaflöde har skett eller någon förlust har realiserats. Denna asymmetriska hantering av hur

<sup>60</sup> Se ECBS riktlinje för redovisning, (EU) 2016/2249 (ECB/2016/34), ändrad enligt (EU) 2019/2217 (ECB/2019/34) och (EU) 2021/2041 (ECB/2021/51).

förändringar i marknadsvärdet påverkar det redovisade resultatet följer en sorts försiktighetsprincip.<sup>61</sup>

Det är viktigt att framhålla att den sammantagna resultateffekten med Riksbankens metod blir densamma som med den andra metoden ovan, där räntenettet redovisas år för år. En nedskrivning av värdet på obligationerna kan liknas vid att Riksbanken först säljer obligationerna och sedan köper tillbaka dem till det nya lägre marknadsvärdet. Det för med sig två saker. För det första uppstår en förlust till följd av försäljningen, som belastar resultatet. För det andra sker ”omköpen” till en högre ränta. De framtida redovisade ränteintäkterna kommer därför bli högre och förbättra resultatet följande år, precis så mycket så att det kompenserar för värdeförlusten i samband med försäljningen. Men i Riksbankens fall koncentreras förlusterna till den period då räntorna stiger och värdet på obligationerna sjunker.

Eftersom ränteläget stigit så mycket under 2022, har värdet på obligationerna i Riksbankens tillgångsportfölj fallit kraftigt. Tabell 3 visar att värdet har minskat med 70 miljarder kronor. Uppdelat på tillgångsslag har statsobligationer och säkerställda obligationer bidragit mest till värdeminskningen, eftersom de utgör den övervägande delen av innehavet.

**Tabell 3. Värdeförändringar på Riksbankens penningpolitiska tillgångar 2022**

Miljarder kronor

Tillgångsslag	Värdeförändring
Statsobligationer	-41
Kommunobligationer	-7
Säkerställda obligationer	-23
Företagsobligationer	0
<b>Summa</b>	<b>-70</b>

Anm. Avser värdeförändringar under 2022. Beräkningarna avser obligationer med fast kupongränta. Avrundning gör att beloppen inte summerar.

Källa: Riksbanken.

Under en stor del av perioden då Riksbanken köpte obligationer var ränteläget lågt, samtidigt som obligationsräntorna sjönk. De köpta tillgångarna steg då något i värde, vilket resulterade i vinster på de tidigare obligationsköpen.<sup>62</sup> När räntorna började stiga under 2022 hade stora delar av köpen i den första fasen från 2015 antingen redan förfallit eller hade en kort återstående löptid. Som nämndes tidigare var också köpprogrammets omfattning mindre i den första fasen från 2015 än i den andra fasen från 2020. Det finansiella resultatet ackumulerat över tid är därför betydligt mindre negativt för köpen i den första fasen, vilket framgår av tabell 4.<sup>63</sup>

<sup>61</sup> Se Riksbankens årsredovisning för 2022, avsnittet tillgångsförvaltning, för en mer exakt beskrivning.

<sup>62</sup> Som nämndes tidigare bokförs dock inte realiserade vinster till Riksbankens resultat.

<sup>63</sup> De här beräkningarna bygger på de kassaflöden som hittills har uppkommit för varje obligation som har köpts, i kombination med en marknadsvärdering utifrån aktuella priser på de obligationer som ännu inte har förfallit. Man kan alltså se beräkningen som slutresultatet av köpen under antagandet att det återstående innehavet säljs idag.

**Tabell 4. Finansiellt resultat av Riksbankens köp i de olika faserna**

Miljarder kronor

Fas	Finansiellt resultat
Fas 1 (beslut 2015–2019)	–9
Fas 2 (beslut mars 2020–juni 2022)	–51
<b>Summa</b>	<b>–59</b>

Anm. Avser totalt resultat sedan köpen inleddes och baseras på marknadsvärdering 31 december 2022. Beräkningarna avser obligationer med fast kupongränta. Avrundning gör att beloppen inte summerar.

Källa: Riksbanken.

Eftersom Riksbanken mestadels har köpt statsobligationer och säkerställda obligationer är det föga förvånande att det är de köpen som har gett de största förlusterna (se tabell 5). Trots att Riksbanken mestadels har köpt säkerställda obligationer de senaste åren har statsobligationsköpen genererat ungefär lika stora förluster. Det beror dels på att statsobligationerna har en längre löptid och därmed minskar mer i värde när ränteläget stiger, dels på att räntan de köptes till var lägre (se diagram 33).

**Tabell 5. Finansiellt resultat av Riksbankens köp av olika tillgångsslag**

Miljarder kronor

Tillgångsslag	Finansiellt resultat
Statsobligationer	–29
Kommunobligationer	–7
Säkerställda obligationer	–24
Företagsobligationer	0
<b>Summa</b>	<b>–59</b>

Anm. Avser totalt resultat sedan köpen inleddes och baseras på marknadsvärdering 31 december 2022. Beräkningarna avser obligationer med fast kupongränta. Avrundning gör att beloppen inte summerar.

Källa: Riksbanken.

## Stor finansiell förlust och negativt eget kapital 2022

Vilket det totala finansiella resultatet av Riksbankens tillgångsköp blir vet vi inte förrän alla obligationer har förfallit eller sålts. Men vi vet att de stigande räntorna under 2022 kraftigt minskade värdet på Riksbankens obligationsinnehav. Trots att det inte rör sig om realiserade förluster måste värdeminskningen alltså bokföras som en förlust för Riksbanken. Sammantaget blev Riksbankens resultat –81 miljarder för 2022, vilket också inkluderar värdeminskningar från högre räntor på Riksbankens utländska värdepapper i valutareserven.<sup>64</sup> Det innebär att det egna kapitalet blir negativt 2022 när resultatdispositionen är färdigställd.

<sup>64</sup> Det inkluderar en återföring av riskavsättningar på 5 miljarder kronor, som förbättrar resultatet. Se "5 miljarder återförs från tidigare riskavsättningar till resultatet för 2022", nyhet på [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se) den 11 januari 2023.



I den nya riksbankslag som trädde i kraft i januari 2023 finns regler för hur stort det egna kapitalet måste vara. Enligt lagen ska Riksbanken göra en framställning till riksdagen om det egna kapitalet sjunker under 20 miljarder kronor. Orealiserade vinster bokförda på värderingskonton ska dock beaktas i framställningens storlek. En eventuell framställning görs i så fall först med utgångspunkt i bokslutet för räkenskapsåret 2023. Faktarutan nedan visar mer i detalj hur den formella proceduren ser ut.

## Riksbankens eget kapital och eventuellt behov av kapitaltillskott

I den nya riksbankslag som trädde i kraft den 1 januari 2023 anges en målnivå för Riksbankens eget kapital på 60 miljarder kronor. Målnivån ska räknas upp årsvis med KPI. Om Riksbankens eget kapital faller under en tredjedel av målnivån ska Riksbanken göra en framställning till riksdagen om att återställa det egna kapitalet.

Denna bestämmelse ska tillämpas första gången för räkenskapsåret 2023. En obligatorisk framställning kan aktualiseras först under våren 2024 när årsredovisningen för 2023 fastställts. Det är direktionen som beslutar om framställningen. Tabellen nedan ger en översikt.

**Tabell 6. Riksbankslagen och eget kapital (från redovisningsåret 2023)**

När	Vad	Vem
Januari (2024–)	Riskavsättningsbeslut (8 kap. 11 § i riksbankslagen)	Direktionen
Februari (2024–)	Årsredovisningen (8 kap. 4 § i riksbankslagen)	Direktionen
Februari (2024–)	Beslut om resultatdisposition (inkl. vinstutdelning) (8 kap. 4 § och 12–14 §§ i riksbankslagen)	Fullmäktige
Februari (2024–)	Framställning till riksdagen om återställning av eget kapital, om eget kapital understiger en tredjedel av målnivån (8 kap. 15 § i riksbankslagen)	Direktionen
April/maj (2024–)	Fastställa balans- och resultaträkning Godkänna resultatdisposition (inkl. vinstutdelning) (8 kap. 6 § i riksbankslagen)	Riksdagen

## Stora samhällsekonomiska vinster av tillgångsköpen

Riksbankens uppdrag är inte att tjäna pengar. Det överordnade målet är att upprätthålla varaktigt låg och stabil inflation och, utan att åsidosätta detta mål, bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning.

Riksbankens tillgångsköp från 2015, tillsammans med en negativ styrränta, bedöms ha bidragit till att förbättra måluppfyllelsen. Inflationen steg mot målet och låg mycket

nära 2 procent under 2017 och 2018, samtidigt som inflationsförväntningarna stabiliserades kring målet (se diagram 1 och diagram 7 i kapitel 1).<sup>65</sup>

Riksbankens bedömning är att även åtgärderna under pandemin, där tillgångsköpen var ett väsentligt inslag, i stort sett fungerade som det var tänkt.<sup>66</sup> Räntorna till hushåll och företag hölls låga genom den akuta fasen av pandemin. Detta, tillsammans med de omfattande åtgärderna från regeringen och Finansinspektionen, höll kreditförsörjningen och aktiviteten i ekonomin igång, även om fallet i BNP blev oerhört dramatiskt. De samlade ekonomisk-politiska åtgärderna bidrog till att en finansiell kris kunde undvikas, och ekonomin återhämtade sig starkt efter den inledande nedgången.

## Den penningpolitiska verktygslådan behöver ses över kontinuerligt

På kort sikt har centralbanker över lag inga problem med att bedriva penningpolitik även om nivån på det egna kapitalet är låg, eftersom de, i alla fall i teorin, har obegränsade möjligheter att skapa betalningsmedel i den egna valutan. Men centralbankens förmåga att täcka sina kostnader på längre sikt är viktig för att upprätthålla det finansiella oberoendet och penningpolitikens trovärdighet.<sup>67</sup> Riksbankens möjligheter att generera långsiktiga vinster är försvagade i och med att kontantanvändningen har minskat.<sup>68</sup> Möjligheterna att bygga upp det egna kapitalet efter stora förluster är därför sämre för Riksbanken än för många andra centralbanker.

Den penningpolitiska verktygslådan behöver ständigt ses över, vilket inte minst utvecklingen sedan den globala finanskrisen visar. En fråga som är viktig för Riksbanken att analysera framöver är hur olika penningpolitiska verktyg förhåller sig till varandra när det gäller å ena sidan möjligheterna att uppnå de penningpolitiska målen inom rimlig tid och å andra sidan riskerna att Riksbankens resultat försämras.<sup>69</sup>

<sup>65</sup> Se redogörelserna för penningpolitiken 2017 och 2018, Sveriges riksbank.

<sup>66</sup> Se exempelvis fördjupningen "Coronakrisen och Riksbankens köp av värdepapper" i *Redogörelse för penningpolitiken 2021*, Sveriges riksbank.

<sup>67</sup> Se A. Nordström och A. Vredin (2022), "Har centralbankens eget kapital någon betydelse för penningpolitiken?", *Staff memo*, december, Sveriges riksbank.

<sup>68</sup> Se D. Kjellberg och D. Vestin (2019), "Riksbankens balansräkning och finansiella oberoende", *Penning- och valutapolitik nr 2*, Sveriges riksbank.

<sup>69</sup> För en övergripande genomgång av nya penningpolitiska verktyg som figurerat i den internationella diskussionen, se exempelvis tal av A. Breman (2021), "Penningpolitiken i spåren av coronakrisen – vi behöver tänka i nya banor", 23 februari 2021, Sveriges riksbank.

# FÖRDJUPNING – Riksbankens penningpolitiska utvecklingsarbete

---

I Riksbankens penningpolitiska utvecklingsarbete 2022 låg fokus på att analysera inflationsutvecklingen och effekterna av penningpolitiska åtgärder. Bland annat undersöktes hur inflationsutvecklingen påverkas av snabba uppgångar i energipriser och hur prisuppgångar spred sig i ekonomin. Vidare studerades bland annat hur klimatomställningen och det svenska ekonomisk-politiska ramverket påverkar förutsättningarna för inflationsutvecklingen framöver. I samband med att Riksbanken stramade åt penningpolitiken analyserades även hur ekonomin påverkas när styrräntan och värdepappersinnehavet förändras samt hur Riksbankens finansiella resultat påverkas av högre räntor.

---

## Fokus på inflationsutvecklingen och effekter av penningpolitiska åtgärder

I Riksbankens utvecklingsarbete under året låg fokus främst på inflationsutvecklingen och dess drivkrafter. Att denna analyserades noggrant inför de penningpolitiska besluten framgår av de fördjupningar som publicerats i de penningpolitiska rapporterna. En viktig fråga var hur de oväntat stora uppgångarna i energipriserna kunde komma att påverka andra konsumentpriser och en annan huruvida prisuppgångarna spred sig i ekonomin, på andra sätt än via högre kostnader, och om man såg tecken på spridningseffekter via förväntningar och löner. Därutöver undersökte Riksbanken och drog lärdomar från de stora prognosfelen för 2022 för att bättre förstå inflationsutvecklingen framöver. Riksbanken studerade också hur klimatomställningen påverkar inflationen framöver och hur det svenska ekonomisk-politiska ramverket, med exempelvis ett inflationsmål och en välfungerande lönebildning, bidrar till goda förutsättningar för att få inflationen att återgå till målet. Riksbanken analyserade också de ekonomiska konsekvenserna av kriget i Ukraina och varför kronan försvagades under 2022. I syfte att bättre förstå den aggregerade inflationen arbetade Riksbanken även vidare med analysen av mikrodata om prisförändringar för enskilda produkter.

Till följd av den höga inflationen stramade Riksbanken åt penningpolitiken. En empirisk analys visade att den högre skuldsättningen bland hushållen gjort att styrräntan inte behöver höjas lika mycket som tidigare för att uppnå samma åtstramande effekt. Riksbanken studerade även hur penningpolitikens effekter skiljer sig beroende på om ränteförändringar väntas vara tillfälliga eller mer långvariga. En riksbanksstudie om hur förändringar i värdepappersinnehavet påverkar ekonomin togs också fram. Den belyser effekten av Riksbankens köp av värdepapper 2015–2022. I olika studier analyserades också hur Riksbankens köp av säkerställda obligationer påverkade bolåneräntorna, samt vilken effekt värdepappersköpen hade på finansiella priser

under pandemin. Riksbanken arrangerade även en internationell forskningskonferens om centralbankers verktygslåda, och i synnerhet om hur köp av finansiella tillgångar kan användas som penningpolitiskt verktyg. Kopplat till åtstramningen gjordes även en analys av hur högre räntor kan påverka Riksbankens finansiella resultat.

### Tabell 7. Penningpolitiskt relaterade studier gjorda 2022.

Publiceringsår är 2022 om inget annat anges

Fördjupningar i den penningpolitiska rapporten
"Höga energipriser – hur kommer andra konsumentpriser att påverkas?", februari
"Ekonomiska konsekvenser av kriget i Ukraina", april
"Mycket talar för hög inflation i år och nästa år", april
"Prisökningarna sprider sig i ekonomin", juni
"Brist på arbetskraft och högre lönetryck i omvärlden", juni
"De ekonomisk-politiska ramverken underlättar en återgång till målet", september
"Högre räntekänslighet i den svenska ekonomin", september
"Vad talar för att inflationen sjunker tillbaka nästa år?", september
"Vilken effekt kan åtgärder för att dämpa elpriset få på inflationen?", september
"Varför har kronan försvagats i år?", november
"Alternativa scenarier för inflationen och penningpolitiken", november
Ekonomiska kommentarer
J. Ewertzh, M. Klein och O. Tysklind, "Prisförändringar i Sverige – insikter från nya mikrodata", nr 1
C. Flodberg, I. Häkkinen Skans och P. Wasén, "Långtidsarbetslösheten i pandemins spår", nr 2
M. Sjödin, "Vägen till ett penningpolitiskt beslut", nr 3
M. Apel, "Hur påverkar klimatomställningen inflationen?", nr 5
D. Kjellberg och M. Åhl, "Riksbankens finansiella resultat och kapital påverkas av högre räntor", nr 8
P. Stockhammar, I. Strid och T. Tornese, "Hur har styrräntans påverkan på konsumtionen förändrats när skuldkvoten har stigit?", nr 9
J. Almenberg, M. Ankarhem, K. Blom och T. Jansson, "Bostadspriser och ränteförväntningar", nr 10
R. Emanuelsson, E. O. Andersson och T. Vasi, "Riksbankens köp av säkerställda obligationer och genomslaget på bolåneräntorna", nr 12
S. Laséen, J. Lindé och U. Söderström, "Hur mycket påverkas inflationen av penningpolitiken?", nr 13
Penning- och valutapolitik
S. Ingves, "Sveriges roll i det internationella ekonomiska samarbetet – i går, i dag, i morgon", nr 1
A. Nordström, "Understanding the foreign exchange market", nr 1
M. Apel och H. Ohlsson, "Penningpolitik och inflation i krigstider", nr 2
M. Beechey Österholm, "The Riksbank's bond purchases: who sold bonds to the Riksbank?", nr 2

**Staff memo**

P. Gustafsson, "En händelsestudie av värdepappersköpens effekter på finansiella priser under pandemin", mars

J. Johansson, M. Löf, P. Stockhammar och I. Strid, "Vad förklarar Riksbankens prognosfel för inflationen?", juni

K. Doherty, M. Eriksson och D. Hansson, "Välfungerande kreditförsörjning för flertalet företag under pandemin. En analys av mikrodata", juli

S. Laséen, "Hushållens skulder och penningpolitik: ett regionalt perspektiv", september

C. Flodberg, M. Hesselman och M. Löf, "Kan inflationsprognoser förbättras med alternativa mått på arbetsmarknadsläget?", november

A. M. Ceh, "How much is priced in? Market expectations of monetary policy lift", december

A. Nordström och A. Vredin, "Har centralbankens eget kapital någon betydelse för penningpolitiken?", december

**Riksbanksstudier**

"Utvärdering av Riksbankens prognoser", nr 1

B. Andersson, M. Beechey Österholm och P. Gustafsson, "Riksbankens köp av värdepapper 2015–2022", nr 2

**Working paper series**

R. Billi och C. Walsh, "Seemingly Irresponsible but Welfare Improving Fiscal Policy at the Lower Bound", nr 410

R. Billi, "Inflation Targeting or Fiscal Activism?", nr 412

M. Carlsson, A. Clymo och K-E. Joslin, "Dispersion over the Business Cycle: Passthrough, Productivity, and Demand", nr 414

T. Broer, J. Kramer och K. Mitman, "The Curious Incidence of Monetary Policy Across the Income Distribution", nr 416

C. Bertsch, I. Hull, R. L. Lumsdaine och X. Zhang, "Central Bank Mandates and Monetary Policy Stances: through the Lens of Federal Reserve Speeches", nr 417

**Penningpolitiska tal av direktionen**

S. Ingves, "Penningpolitiska erfarenheter i Norge och Sverige – en resa under 10 år", tal på Norges Bank 21 mars

A. Breman, "Inflation och penningpolitik i skuggan av ett krig", tal på Sveriges riksbank 23 mars

M. Flodén, "Penningpolitik för inflation vid målet", tal på DI Risk and Return, Grand hotel Stockholm 6 april

C. Skingsley, "Hög inflation och stigande reporänta – vad händer med Riksbankens balansräkning?", tal på Handelsbanken 6 maj

H. Ohlsson, "Penningpolitik och inflation i krigstider", tal på Ekonomisk-historiska institutionen, Uppsala universitet 17 maj

S. Ingves, "Inflationsmål i snart 30 år – ett robust ramverk för alla tider?", tal på Nationalekonomiska föreningen 31 maj

A. Breman, "Från 500 till –0,5 procent – och sedan?", tal på Sveriges riksbank 31 augusti

P. Jansson, "Penningpolitik när inflationen är för hög – förutsättningar och utmaningar", tal på Swedbank 9 december

M. Flodén, "Mina tankar kring Riksbankens tillgångsköp", tal på Handelsbanken 14 december



**SVERIGES RIKSBANK**

Tel 08 - 787 00 00

[registratorn@riksbank.se](mailto:registratorn@riksbank.se)

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

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK