



Penningpolitiskt protokoll

September 2021

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 20 september beslutade Riksbankens direktion att hålla reporäntan oförändrad på noll procent och man bedömer att räntan är kvar på den nivån under den kommande treårsperioden. Riksbanken fortsätter att köpa värdepapper under återstoden av 2021 enligt tidigare beslut och direktionens prognos är att innehavet kommer att vara ungefär oförändrat under 2022. Direktionen beslutade också att nu avsluta vissa lånefaciliteter som lanserades under pandemin och att vid årsskiftet återställa kraven på de säkerheter som bankerna måste lämna vid lån från Riksbanken.

Den globala ekonomiska återhämtningen har fortsatt i snabb takt. Risken för nya bakslag till följd av pandemin kvarstår visserligen, men BNP-tillväxten är hög i såväl Sverige som omvärlden.

Ledamöterna noterade att inflationen de senaste månaderna varit oväntat hög men att detta till stor del beror på snabbt stigande energipriser. Inflationsprognosen för det kommande året är påtagligt uppreviderad och KPIF-inflationen kommer att överstiga 2 procent det närmaste året. Men tillfälliga effekter fortsätter att påverka inflationen och ledamöterna poängterade att penningpolitiken bör se igenom dessa. KPIF-inflationen väntas falla tillbaka under nästa år och en fortsatt expansiv penningpolitik är en förutsättning för att inflationen mer varaktigt ska vara nära inflationsmålet. Bilden av inflationstrycket på lite sikt är oförändrad och flera ledamöter påtalade risken med att för tidigt dra tillbaka den penningpolitiska stimulansen. Man poängterade att inflationen under de senaste decennierna i genomsnitt varit alltför låg och att en inflation tillfälligt över 2 procent skulle kunna bidra till att bättre förankra pris- och löneförväntningarna i linje med målet.

Alla ledamöter stod bakom beslutet att behålla reporäntan oförändrad och prognosen som innebär oförändrad reporänta till tredje kvartalet 2024. Några ledamöter resonerade kring en räntebana som skulle kunna indikera en höjning i slutet av prognosperioden. Direktionen beslutade att avsluta vissa lånefaciliteter som lanserades under pandemin och återställa kraven på de säkerheter som bankerna måste lämna vid lån från Riksbanken. Dessa åtgärder sattes in i ett akut skede av krisen för att garantera likviditetstillgången i det finansiella systemet men sedan en tid har efterfrågan på dem varit låg.



SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 4

DATUM: 2021-09-20

MÖTESTID: 09:00

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

Michael Lundholm, vice ordförande, riksbanksfullmäktige, på distans

Robin Ahlén, på distans/(§ 1-3a)
Mattias Ankarhem
Jeffrey Cheng
Vesna Corbo/(§ 1-3a)
Hans Dellmo/(§ 1-3a)
Charlotta Edler
Dag Edvardsson
Paul Elger
Mattias Erlandsson
Anders Gånge, på distans/(§ 1-3a)
Jesper Hansson
Jens Iversen, på distans/(§ 1-3a)
Peter Kaplan, på distans/(§ 1-3a)
Ann-Leena Mikiver
Marianne Nessén, på distans/(§ 1-3a)
Åsa Olli Segendorf, på distans/(§ 1-3a)
Mikael Perneman, på distans/(§ 1-3a)
Olof Sandstedt, på distans/(§ 1-3a)
Maria Sjödin
Anders Vredin

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

§3a. Den ekonomiska utvecklingen

Marknadsutvecklingen sedan det senaste penningpolitiska mötet

Robin Ahlén, avdelningen för marknader, inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Sedan det förra penningpolitiska mötet har utvecklingen präglats av fortsatt framtidsoptimism, men också av oro för spridningen av deltavarianten av coronaviruset och risken för lägre tillväxt. Den här oron bidrog till att långa obligationsräntor sjönk under sommaren. Den senaste tiden har räntorna dock vänt upp och 10-åriga statsobligationsräntor i Tyskland, Sverige och USA noteras nu endast något lägre än vid det förra penningpolitiska mötet. Den senaste tidens uppgång i Europa är bland annat driven av att inflationen blivit högre än väntat och ökade förväntningar om att den europeiska centralbanken (ECB) något kommer att minska på månadsköpen i pandemiprogrammet, vilken också beslutades av ECB i september. Tidigare under sommaren bytte ECB också till ett symmetriskt inflationsmål på 2 procent.

Marknadsbaserade mått på långsiktiga inflationsförväntningar har varit stabila i USA, men har stigit i euroområdet. En del banker påpekar ett ökat intresse från investerare att köpa skydd mot högre inflation. Samsynen mellan centralbanker och marknaden om att den nuvarande höga inflationen är övergående kvarstår dock i huvudsak.

De finansiella marknaderna har haft mycket fokus på när den amerikanska centralbanken (Fed) ska börja minska takten i värdepappersköpen och Fed har indikerat att det kan vara lämpligt att göra detta i år om arbetsmarknaden utvecklas som förväntat. Marknadsanalytiker förväntar sig att värdepappersköpen börjar trappas ned kring årsskiftet, även om en svag sysselsättningsutveckling bedöms kunna skjuta på planerna något. Marknadsprissättningen tyder på en första räntehöjning i USA under första halvåret 2023. I Storbritannien har arbetsmarknaden återhämtat sig snabbare än Bank of England (BoE) räknat med och marknadsprissättningen på styrräntan har stigit. BoE ser behov av en viss åtstramning under prognosperioden och har aviserat en strategi för i vilken följd olika instrument kommer att användas när penningpolitiken ska stramas åt.

På kreditmarknaderna i USA och Europa har ränteskillnaderna för företagsobligationer med god kreditvärdighet relativt statsobligationer varit fortsatt stabila och företagsrapporterna för det andra kvartalet indikerade att företagens återbetalningsförmåga generellt har stärkts.

Börserna har generellt sett stigit sedan det förra penningpolitiska mötet, även om de har vänt ned något den senaste tiden. Kinesiska bolag och börser har dock varit under press på grund av ökade regleringar samtidigt som den inhemska ekonomin bromsat in. Det negativa

marknadssentimentet har också präglats av krisen i den skuldtunga fastighetsutvecklaren Evergrande som kan vara på väg mot en konkurs eller rekonstruktion. Det är dock osäkert vilka konsekvenserna blir och om det kan leda till några större spridningseffekter.

På råvarumarknaden är uppgången i energipriserna utmärkande och inte minst priset på naturgas har stigit mycket. Om bristen på naturgas kvarstår i Europa till vintern riskerar det att hämma industriproduktionen. På valutamarknaden har rörelserna överlag varit små och den svenska kronan är något svagare jämfört med det förra penningpolitiska mötet. Det är fortsatt främst internationella faktorer som risksentiment och förväntningar på den amerikanska centralbanken som påverkat kronans utveckling. Ränteskillnaderna för företags-, bostads-, och kommunobligationer relativt statsobligationer är fortsatt låga och stabila i Sverige.

Marknadsanalytiker tror att Riksbanken lämnar reporäntan, reporäntebanan och värdepappersköpen oförändrade vid dagens möte. Många bedömer att det börjar bli dags att höja reporäntebanan mot slutet av prognosperioden eftersom konjunkturen fortsatt att stärkas och inflationsförväntningarna stigit. En höjning av reporäntebanan bedöms som mest sannolik vid mötet i november, men utesluts inte vid dagens möte. Marknadsprissättningen på reporäntan steg något efter det senaste svenska inflationsutfallet, men sammantaget är terminsprissättningen relativt likartad som vid det förra penningpolitiska mötet och indikerar en första reporäntehöjning om 25 punkter under andra halvåret 2023. Prosperas senaste enkätundersökning indikerar en oförändrad reporänta i närtid.

Den aktuella penningpolitiska beredningen – nya data och prognos

Olof Sandstedt, chef för avdelningen för finansiell stabilitet, redogjorde för prisutvecklingen på bostadsmarknaden och för läget i företagssektorn och banksystemet. Bostadsmarknaden är fortsatt stark men bromsade in något under sommaren. I juli har bostadspriserna (HOX) ökat med 13,6 procent jämfört med ett år tillbaka. Villapriserna har ökat med 16,6 procent, medan priserna på bostadsrätter har ökat med 8,7 procent. Antalet konkurser bland svenska företag har hittills i år varit i linje med hur det såg ut motsvarande period åren före pandemin. Det kan delvis förklaras av lättade restriktioner och fortsatta stödåtgärder. Utvecklingen för företagen i fastighetssektorn har överlag varit bra vad gäller deras hyresintäkter. Företag med fastighetsbestånd inriktade mot krisdrabbade branscher har återhämtat sig något de senaste månaderna. Bankernas finansieringskostnader är i sin helhet fortsatt låga. Räntorna på svenska säkerställda obligationer är fortsatt mycket låga. Interbankräntorna har varit relativt oförändrade den senaste tiden. Den svenska interbankräntan Stibor med tre månaders löptid är strax under noll procent och referensräntan Swestr, som Riksbanken beräknar utifrån transaktioner som genomförs på penningmarknaden från en bankdag till nästa, ligger på -10 räntepunkter. Den

amerikanska interbankräntan USD Libor på tre månaders löptid ligger på strax över 10 räntepunkter. Inlåningen i bankerna är fortsatt hög, vilket medför att bankernas behov av marknadsfinansiering minskat.

Jesper Hansson, chef för avdelningen för penningpolitik, redogjorde för den ekonomiska utvecklingen sedan det penningpolitiska mötet den 30 juni och för de penningpolitiska åtgärder som avdelningen för penningpolitik bedömde skulle samla en majoritet av direktionen vid dagens möte. Den penningpolitiska beredningen har inkluderat diskussioner med direktionen om prognoserna och de penningpolitiska antagandena vid möten den 6 och 7 september samt den 9 september. Utkastet till penningpolitisk rapport diskuterades och bordlades på ett direktionsmöte den 14 september.

Hansson började med att konstatera att liksom tidigare, under de senaste dryga 18 månaderna, har pandemins förlopp stor inverkan på den ekonomiska utvecklingen. Vaccinationsgraden fortsätter att öka men i långsammare takt. Men det är stora skillnader mellan länder och i vissa delar av världen är andelen vaccinerade fortfarande låg. Smittspridningen fortsätter därmed och risken kvarstår att det ska uppstå ytterligare nya varianter av viruset där vaccinerna fungerar sämre. Sedan det förra penningpolitiska mötet har smittspridningen ökat på många håll i världen. Men vaccinen fungerar bra och i länder med hög vaccinationsgrad har belastningen på sjukvården, med undantag för USA, inte ökat särskilt mycket. Läget ser därmed ljusare ut i de utvecklade länderna där alltfler restriktioner tagits bort. I Sverige har regeringen beslutat att ta bort de flesta återstående restriktioner den 29 september. Då kvarstår inga nationella restriktioner som håller nere efterfrågan i ekonomin.

Med stöd av expansiv ekonomisk politik ökar nu BNP i omvärlden snabbt. Optimistiska företag och hushåll samt lättade restriktioner talar för fortsatt hög tillväxt. Många av de länder som är viktigast för svensk export har till stor del redan återhämtat fallet i ekonomisk aktivitet och mot slutet av året väntas KIX-vägd BNP vara drygt 1,5 procent högre än före pandemin. Industrin har redan återhämtat fallet i fjol och produktionen där begränsas nu främst av brist på insatsvaror och fraktkapacitet snarare än av låg efterfrågan. Framöver väntas det främst vara en snabb uppgång i konsumtionen av tjänster som driver återhämtningen.

Samtidigt har även inflationen ökat snabbt. I USA har inflationen varit 5 procent eller strax däröver sedan maj. Att inflationen nu är så hög beror delvis på att i jämförelseperioden för ett år sedan dämpades priser på många produkter relativt mycket av pandemin. När ekonomierna nu öppnar upp och efterfrågan snabbt kommer tillbaka bidrar olika flaskhalsar i produktionen till tvära kast i prisutvecklingen. Bedömningen är att utbudet ganska snart kommer i kapp efterfrågan och att prisökningarna därför huvudsakligen blir övergående. En annan viktig

förklaring till inflationsuppgången är stigande energipriser. Olika mått på kärninflation har stigit mindre och i euroområdet är kärninflationen fortfarande lägre än innan pandemin bröt ut.

I Sverige ökade BNP med 0,9 procent det andra kvartalet och bedöms öka med 2,4 procent det tredje kvartalet, säsongrensat jämfört med föregående kvartal. Därmed är fallet under pandemin återhämtat och i slutet av året bedöms BNP nå upp till den produktionsbana som förutspåddes före pandemin. Andra halvåret 2021 är det till stor del en återhämtning i hushållens konsumtion av tjänster som driver tillväxten. Helåret 2021 beräknas BNP öka med 4,7 procent. Tillväxten dämpas därefter till mer normala 3,6 respektive 2,0 procent 2022 och 2023.

Återhämtningen i produktionen medför att efterfrågan på arbetskraft stiger. Metodförändringar i AKU innebär dock att arbetsmarknadsstatistiken är svårtolkad och arbetslösheten enligt AKU låg kvar på över 9 procent det andra kvartalet. Annan information pekar dock på en stark utveckling på arbetsmarknaden. Tillväxten i sysselsättningen tog fart under det andra kvartalet och ovanligt höga anställningsplaner tyder på en fortsatt snabb ökning i sysselsättningen de närmaste kvartalen. En del negativa effekter av pandemin på arbetsmarknaden antas dröja sig kvar även på längre sikt. Detta innebär att även om den starka konjunkturuppgången får arbetslösheten att sjunka tillbaka så väntas det dröja till 2023 innan den närmar sig nivån före pandemin.

Sedan den penningpolitiska rapporten i juli har utfall för KPIF-inflationen i juni, juli och augusti redovisats. I augusti var inflationen 2,4 procent, vilket var 1 procentenhet högre än väntat. Halva prognosfelet förklaras av oväntat höga elpriser som beror på en kombination av låga vattennivåer i de nordiska vattenmagasinen och snabbt stigande elpriser i Europa. KPIF exklusive energi ökade med 1,4 procent, vilket var 0,4 procentenheter högre än väntat. Exklusive energipriser är dock inflationen fortfarande lägre än före pandemin.

Inflationen beräknas stiga ytterligare under hösten och vara över 2 procent det kommande året. Liksom i omvärlden påverkas inflationen i Sverige av flaskhalsar i produktionskedjorna när efterfrågan inom många särskilt drabbade områden nu snabbt kommer tillbaka. En lugnare ökning i efterfrågan bedöms innebära att dessa utbudsproblem, i linje med historiskt mönster, klingar av framöver samtidigt som även elprisuppgången dämpas. De månatliga säsongrensade prisförändringarna bedöms därmed avta de närmaste månaderna. 12-månadersförändringen i KPIF faller tillbaka under 2 procent i mitten av 2022. Med ett allt starkare konjunkturläge väntas KPIF-inflationen från 2023 mer varaktigt stiga och vara nära 2 procent mot slutet av prognosperioden.

Prognosen bygger på den penningpolitik som avdelningen för penningpolitik bedömer kommer få stöd av en majoritet av direktionen vid dagens möte. Köpen av värdepapper fortsätter under året enligt de beslut som fattades i juni. Det innebär att Riksbankens innehav av värdepapper ökar till

drygt 925 miljarder kronor vid årsskiftet. Innehavet väntas sedan vara ungefär oförändrat under 2022. Reporäntan hålls oförändrad på noll procent under hela prognosperioden till och med tredje kvartalet 2024. Vid dagens möte väntas direktionen också fatta beslut om att avsluta de extraordinära lånefaciliteter som introducerades under förra våren. Efterfrågan i dessa program har varit låg en längre tid och åtgärden väntas inte påverka finansiella förhållanden. Detaljerna i förslagen återges i protokollsbilaga B och C.

Martin Flodén lyfte frågan om de senaste dagarnas rörelser i växelkurser och långräntor och hur dessa återges i rapporten. Ledamöterna enades därefter om mindre ändringar i utkastet till penningpolitisk rapport.

§3b. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef Per Jansson:

Jag ställer mig bakom de ekonomiska bedömningarna och de penningpolitiska antagandena i utkastet till penningpolitisk rapport. Som brukligt inleder jag med att kommentera den aktuella inflationsbilden och inflationsutsikterna. Därefter ska jag säga några ord om hur jag ser på det penningpolitiska läget.

Sedan vårt senaste penningpolitiska möte i juni har vi fått tre nya inflationsutfall, för juni, juli och augusti. Under de här månaderna har inflationen, oavsett om den mäts med eller utan energipriser, ökat snabbare än väntat. Ungefär hälften av prognosfelen beror dock på ovanligt stora energiprisökningar, framför allt ökningarna i elpriserna. Prognosfelen har dessutom blivit allt större över tiden. Augustiutfallet för KPIF-inflationen hamnade på 2,4 procent, vilket var nästan en procentenhet över vår prognos i den senaste penningpolitiska rapporten. Exkluderas energipriserna uppgick utfallet till 1,4 procent. Det var drygt 0,4 procentenheter högre än väntat. I jämförelse med siffrorna från i maj, som var de senaste utfallen vi hade tillgängliga inför junimötet, är inflationen med och utan energipriser nu cirka tre respektive två tiondelar av en procentenhet högre.

Den relativt snabba uppgången i inflationen har också satt avtryck i Riksbankens olika mått på underliggande inflation. Samtliga sju mått som vi regelbundet beräknar är högre i augusti än i maj och måttens median uppgår för stunden till 1,7 procent, att jämföra med 1,5 procent i maj. De två mått som i en empirisk utvärdering visar sig fungera bäst för att förutspå KPIF-inflationen i framtiden, UND24 och KPIFPC, uppgick till 2 respektive 1,3 procent.¹

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

Det förtjänar dock att betonas, vilket jag redan var inne på vid vårt förra möte, att våra mått på underliggande inflation under senare tid varit väldigt volatila och haft svårt att ge en tydlig bild av den mer trendmässiga prisutvecklingen. Det här är i och för sig inte så förvånande då pandemin fört med sig komplicerade prisseffekter på både ekonomins efterfråge- och utbudssida, och dessutom gjort det svårt att mäta vissa priser. Då det finns anledning att tro att dessa problem kommer att hålla i sig ännu en tid vore det bra om de befintliga måtten kunde kompletteras med några alternativa mått, som mer specifikt är skraddarsyddade för att hantera tillfälliga effekter relaterade till pandemin. Goldman Sachs har gjort en intressant analys med idéer som går i den här riktningen och vår Avdelning för penningpolitik kan säkert förfina och förbättra den här analysen ytterligare.² Detta sagt är det förstås ändå positivt att våra mått på underliggande inflation har ökat. Det bör bland annat minska den risk jag tidigare har sett för att även de mer långsiktiga inflationsförväntningarna ska börja uppvisa svaghetstecken.

Det ger mig en bra övergång till att kommentera just utvecklingen av inflationsförväntningarna sedan vårt möte i juni. De nya utfallen som vi har fått sedan dess är månadsundersökningarna för juli och augusti, som bara avser penningmarknadens aktörer, och kvartalsenkäten för september, som bland annat också mäter förväntningarna hos arbetsmarknadsorganisationerna. Det är av visst intresse att konstatera att den senaste undersökningen av inflationsförväntningarna gjordes innan det relativt starka inflationsutfallet för augusti hade offentliggjorts. Under den period som undersökningen genomfördes var den senaste inflationsnoteringen den för juli, med en KPIF-inflation på 1,7 procent och en KPIF-inflation exklusive energipriser på 0,5 procent, alltså inflationstal som var klart lägre än både i maj och i augusti.³

När det gäller penningmarknadens aktörer syns dessbättre ingen koppling mellan deras mer långsiktiga, femåriga förväntningar och den tillfälliga nedgången i inflationen under sommaren. Tvärtom så har dessa aktörers inflationsförväntningar ökat marginellt i de senaste två undersökningarna, efter att i tidigare mätningar ha legat stabilt på 1,8 procent i sju månader i rad.⁴ I både augusti och september uppgick inflationsförväntningarna på fem års sikt bland penningmarknadens aktörer till 1,9 procent.

Ser vi till övriga grupper i den större kvartalsenkäten kan en liten nedgång i femårsförväntningarna noteras. Men här är det viktigt att hålla i minnet att jämförelsen görs med undersökningen i juni, som genomfördes just efter att SCB hade publicerat det mycket starka

² <https://marquee.gs.com/content/research/en/reports/2021/02/28/638f1ac6-4a68-46fe-8c29-9bdb5bc98ad9.html> (endast tillgänglig för prenumeranter).

³ Prosperas septembermätning av inflationsförväntningarna gjordes under perioden 30/8-13/9. Augustiutfallet för inflationen publicerades av SCB den 14/9.

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

inflation utfallet för april på 2,5 procent. Dessutom är som sagt nedgången liten och ingen grupp har förväntningar som understiger 1,9 procent. Som vanligt är de mer långsiktiga inflationsförväntningarna hos arbetsmarknadsorganisationerna av särskilt stor betydelse i sammanhanget. Dessa har, för såväl arbetstagar- som arbetsgivarorganisationerna, bara gått ner med några hundradelar av en procentenhet och ligger kvar strax över 2 procent. Det är förstås viktigt för inflationsmålets roll som ankare för löneutvecklingen.

Vad gäller måtten på mer långsiktiga inflationsförväntningar beräknade från marknadsprissättningen på finansiella kontrakt har utvecklingen varit odramatisk under sommarmånaderna. I Sverige och USA har det gått sidledes medan förväntningarna i euroområdet, som ligger på en lägre nivå, har ökat något för att hamna lite närmare ECB:s inflationsmål på 2 procent.

Den sammantaget ljusare inflationsbilden, i kombination med energipriser som är klart högre än väntat och något större effekter av pandemirelaterade förändringar på ekonomins utbudssida, gör att det i utkastet till penningpolitisk rapport nu föreslås stora upprevideringar av prognosen för KPIF-inflationen fram till sommaren nästa år. KPIF-inflationen förutses nå en topp i november i år, då den uppgår till 3,2 procent. Den spås sedan ligga kvar över 2,5 procent ett antal månader för att någon gång under sensommaren 2022 ansluta till den tidigare prognosbanan. De stora energiprisuppgångarna i år gör att inflationen under ett antal höstmånader nästa år väntas dämpas mer än tidigare, när energiprisnivån sjunker tillbaka. Den beräknas bli som lägst i september 2022 då den bottnar på strax över 1 procent.

Exklusive energipriser förutses inflationen också bli högre men här är upprevideringen mindre men i stället lite mer långvarig. Något förenklat är antagandet att KPIF-inflationen utan energipriser under de kommande 12 månaderna justeras upp i linje med det prognosfel på mellan 0,4–0,5 procentenheter som uppstod i augusti i år.

Från och med slutet av 2022 är prognosjusteringarna små. Det fortsätter därmed, precis som i prognoserna i april och juni, att dröja till 2023 innan inflationen väntas öka ganska jämnt och stabilt, för att i slutet av perioden vara nära inflationsmålet. Drivkrafterna bakom den trendmässiga ökningen i inflationen är som tidigare en starkare efterfrågan, snabbare löneökningar och en stigande omvärlds-inflation. Vissa förändringar på utbudssidan fortsätter också att bidra till det tilltagande inflationstrycket.

Därmed kommer jag till mina reflektioner kring penningpolitiken. Inflationsprognosen har ju skrivits upp rejält, så en första fråga att besvara är om inte detta borde leda till en justering i våra penningpolitiska antaganden i stramare riktning.

Mitt svar är ett tydligt nej. Inflationen förutses visserligen bli ganska hög, under en period över 3 procent, men den påverkas i stor utsträckning av tillfälliga effekter, som penningpolitiken i det här läget bör se igenom. En stor del av inflationsuppgången är en följd av snabbt stigande energipriser, framför allt elpriser, som mycket har att göra med väderrelaterade effekter. Det är i det närmaste själva skolboksdefinitionen på en tillfällig effekt. Räknas energipriserna bort är utvecklingen betydligt mindre dramatisk, med en topp för inflationen på 2,2 procent i juli nästa år.

Tillfälliga effekter som inte hänger samman med energipriser är av naturliga skäl svårare att identifiera och kvantifiera. Men vi kan vara rätt säkra på att de finns där och är ganska betydelsefulla. Det handlar om temporärt snabbt stigande konsumtion av vissa varor och tjänster, som under pandemins begränsningar inte alls eller bara delvis kunde konsumeras. Det handlar också om tillfälligt höga frakt- och råvarupriser samt prisdrivande utbudsbegränsningar. Allt detta kan förvisso leda till att vissa priser stiger permanent men det är osannolikt att det under den här perioden har skett så pass fundamentala förändringar i prisbildningen att trenderna för priserna nu har blivit annorlunda och brantare, vilket är det som krävs för att inflationstakten mer varaktigt ska bli högre. Det belyser vi i en utmärkt faktaruta i utkastet till penningpolitisk rapport.⁵

För att ekonomins pristrender ska ändras på ett mer grundläggande sätt krävs att inflationens riktigt djupa bestämningsfaktorer skiftar. Vi talar då om mer långsiktiga inflationsförväntningar, den trendmässiga löne- och kostnadsutvecklingen och hur finanspolitiken utformas i genomsnitt. Här kan konstateras att de mer långsiktiga inflationsförväntningarna visserligen har hållits uppe väl under krisen – och till och med har stigit lite grann, att löneökningarna ser ut att kunna leta sig upp mot 3 procent och att det offentliga sparandet under några år tillåts vara negativt. Men det handlar knappast om ett grundläggande skift i dessa bestämningsfaktorer, i alla fall är det svårt att dra den slutsatsen baserat på utvecklingen hittills. Av stor betydelse i sammanhanget är också det allmänna globala realränteläget. Och det ser ut att fortsätta att förbli lågt under ännu en tid.

Vi har vid upprepade tillfällen i våra penningpolitiska rapporter uttryckt att en mindre expansiv penningpolitik bara blir aktuell om inflationen påtagligt och varaktigt väntas överstiga inflationsmålet. Det budskapet upprepar vi också i det aktuella utkastet till penningpolitisk rapport. Bakgrunden till vår kommunikation är att inflationen de senaste decennierna i genomsnitt har understigit 2 procent och att vi därför befarar att pris- och löneförväntningarna

⁵ Se faktarutan "FAKTA – Sambandet mellan prisnivå och inflationstakt" i utkastet till penningpolitisk rapport.

inte helt och hållet är förankrade vid målet. Den här kommunikationen ser nu ut att testas skarpt och då är det naturligtvis viktigt att vi i handling visar att vi menar allvar med det vi har sagt.

På vårt penningpolitiska möte i juni resonerade jag om inflationsdynamiken i ett lite längre tidsperspektiv, bortom den vanliga treårshorizonten, och drog då slutsatsen att den lilla avvikelsen från målet uppåt som ser ut att uppstå på längre sikt inte inom kort verkar motivera en mindre expansiv penningpolitik – förstås inte genom åtgärder här och nu men inte heller genom förändringar av den penningpolitiska planen längre fram i tiden. Med våra uppdaterade inflationsutsikter, som ju är oförändrade under 2023 och 2024, ser jag inga skäl att i det här läget dra en annan slutsats på den här punkten. Den här bedömningen, som jag just nu uppfattar som helt i linje med vår kommunikation om att bara en inflation som påtagligt och varaktigt överstiger målet skulle motivera en åtstramning av penningpolitiken, kan givetvis förändras om framtida prognosuppdateringar baserade på längre tidshorisonter skulle tyda på att ett mer besvärligt, ihållande inflationstryck håller på att byggas upp.

Vice riksbankschef Martin Flodén:

Jag ställer mig bakom utkastet till penningpolitisk rapport och de prognoser och den penningpolitik som presenteras där. Jag ställer mig även bakom förslaget att i enlighet med protokollsbilagorna avsluta vissa krisfaciliteter som infördes i samband med pandemins utbrott.

Den ekonomiska återhämtningen har fortsatt i snabb takt i såväl Sverige som omvärlden, och tillväxten väntas förbli hög under resten av året. Men smittspridningen är fortfarande hög i många länder, och på vissa håll är det risk att restriktioner behöver återinföras eller att de inte kan lättas så snabbt som man tidigare hade planerat. Pandemin kan därför fortfarande leda till bakslag för den ekonomiska återhämtningen.

Det är också tydligt att en snabb ekonomisk återhämtning inte blir friktionsfri. Vi ser stora störningar i globala värdekedjor, kopplat till brist på vissa komponenter och störningar i transportsystemen. Och på flera håll ser vi också brist på arbetskraft när tidigare nedstängda verksamheter åter ska aktiveras.

Den tydligaste avvikelsen från vår bedömning vid det penningpolitiska mötet i juni gäller inflationen, särskilt den svenska. KPIF-inflationen i augusti var nästan en procentenhet högre än vår prognos i juni. Och vi har nu reviderat upp prognosen för de kommande tre kvartalen med ungefär en procentenhet.

Det kan förefalla märkligt att en så stor förändring i inflationen inte leder till en förändring i penningpolitiken. Förklaringen är förstås att vi bedömer att det är tillfälliga och övergående faktorer som nu driver upp inflationen. Det handlar främst om energipriser, men även om

flaskhalsar i produktionen och priser som har höjts på varor och tjänster där priserna var låga eller föll under pandemin. Vår prognos för inflationen under 2023 och 2024 är i princip identisk med prognosen från juni, och detta bygger alltså på att den penningpolitiska planen är densamma som i juniprognosen.

Vi brukar ju utforma penningpolitiken så att inflationen om några år ska ligga nära målet på två procent. Så såg vår prognos ut i juni, och så ser den ut även idag. Skillnaden mellan prognoserna är hur inflationen ser ut på vägen dit. Och här ser jag enbart positivt på att inflationen blivit högre, och att den verkar förbli högre det kommande året.

I den gamla prognosen dominerades inflationen av snabba energiprisökningar. Rensat för energipriser låg vår inflationsprognos på oroande låga nivåer under de kommande åren. De senaste inflationsutfallen, liksom en del andra indikatorer, tyder på en lite bredare uppgång i inflationen. Som en följd ligger vår prognos för KPIF-inflationen exklusive energi nu på bättre nivåer.

En ytterligare anledning till att jag ser positivt på de senaste inflationsutfallen är att inflationen under många år har legat på alltför låga nivåer. Att inflationen ibland också ligger lite över målet bidrar till att inflationsförväntningarna inte blir för låga och stärker rimligen förtroendet för inflationsmålet.

Men den högre inflationen i närtid medför onekligen att riskbilden kring vår prognos förändras. Tidigare har riskerna på inflationens nedsida varit tydligast. Nu tycker jag att riskbilden börjar bli balanserad.

Vår prognos utgår alltså från att tillfälliga faktorer nu driver upp inflationen och att effekterna är övergående. Men den här bedömningen är osäker. Högre frakt-, råvaru- och produktionspriser har än så länge haft ganska svagt genomslag på konsumentpriserna och de långsiktiga inflationsförväntningarna. Det genomslaget kan bli större. Och att inflationen nu är hög kan medföra större spridningseffekter än i vår prognos. I så fall kan inflationsuppgången bli mer ihållande.

Samtidigt kvarstår risker för att inflationen återigen ska bli problematiskt låg. KPIF-inflationen rensad för energipriser var endast 1,4 procent i augusti. Detta alltså trots att måttet inkluderar tillfälliga faktorer som nu håller uppe inflationen.

Mot den här bakgrunden övergår jag nu till mina penningpolitiska överväganden.

Vid junimötet betonade jag möjligheten att sänka reporäntan om inflationen utvecklas svagare än vår prognos. En räntesänkning kan fortfarande bli aktuell, men jag tycker att det nu har blivit

lättare att även se scenarier där överraskande hög och ihållande inflation gör att reporäntan behöver höjas under prognosperioden.

Jag vill betona att jag bedömer att sannolikheten för att en ränteförändring ska bli motiverad under första halvan av prognosperioden är liten; det skulle behövas ganska stora förändringar i bedömningen av inflationstrycket för att motivera en lägre eller högre reporänta.

Resonemanget jag nyss förde handlar alltså om hur penningpolitiken kan behöva reagera om inflationen utvecklas på ett annat sätt än i vår prognos. Vid junimötet förde jag ett resonemang kring hur penningpolitiken bäst utformas om inflationen och ekonomin i övrigt utvecklas i linje med vår prognos. Jag menade att reporäntan kan behöva höjas under andra halvåret 2024 för att inflationen inte ska bli alltför hög under åren bortanför vår prognoshorisont. Jag ställde mig ändå bakom bedömningen att en oförändrad reporänta till och med tredje kvartalet 2024 förefaller vara en lämplig penningpolitik i kombination med den övriga ekonomiska prognosen.

Mina funderingar kring den här frågan är ungefär desamma idag som vid förra mötet. Att inflationen blivit högre i närtid har inte påverkat vår bedömning av inflationstrycket på sikt, och har därför inte någon direkt inverkan på bedömningen av vilken penningpolitik som i huvudscenariot blir lämplig mot slutet av vår prognosperiod. Jag ställer mig därför, med samma tvekan som vid förra mötet, bakom bedömningen att reporänta bör hållas oförändrad på noll procent till och med tredje kvartalet 2024 om ekonomin utvecklas i linje med vår prognos.

Avslutningsvis vill jag upprepa hur jag ser på våra tillgångsköp. Vid det penningpolitiska mötet i november 2020 reserverade jag mig mot beslutet att utöka ramen för tillgångsköp med 200 miljarder kronor och förlänga programmet till slutet av 2021. Jag bedömer fortfarande att vi hade kunnat upprätthålla ungefär lika expansiva finansiella förhållanden med ett mindre omfattande köpprogram. Den här bedömningen stöds bland annat av att de finansiella förhållandena har förblivit mycket expansiva trots att köptakten nu är betydligt lägre än under årets inledning.

Enligt utkastet till penningpolitisk rapport planerar vi köp av obligationer under 2022 i ungefär samma storleksordning som de förfall som då sker. Det innebär obligationsköp för knappt 40 miljarder kronor per kvartal under hela året. Jag vill betona att jag fortfarande ser det här som en prognos som kan ändras. Om den minskade köptakten mellan fjärde kvartalet i år och första kvartalet nästa år inte leder till stora reaktioner på finansmarknaderna kan det finnas utrymme att fortsätta att minska köpen utan att det medför någon påtaglig åtstramning av de finansiella förhållandena.

Vice riksbankschef Henry Ohlsson:

Inledningsvis vill jag säga att jag ställer mig bakom att lämna reporäntan oförändrad vid noll och att hålla reporäntebanan horisontell under prognosperioden. Vidare ställer jag mig bakom att avsluta program och lättnader i säkerhetskrav enligt vad som föreslås i protokollsbilagorna B och C.

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

Det svenska vaccinationsprogrammet är en viktig förutsättning för detta. Den senaste siffran för antalet vaccinerade är att ungefär 7,1 miljoner svenskar har fått minst en dos. Det motsvarar 83 procent av befolkningen 16 år och äldre. Drygt 6,3 miljoner svenskar har fått två doser, det motsvarar 74 procent av befolkningen 16 år och äldre. Med andra ord är tre fjärdedelar av svenskarna färdigvaccinerade.

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

KPIF är målvariabel för penningpolitiken sedan 2017. Vid den senaste inflationsmätningen i augusti låg den årliga ökningstakten för KPIF på 2,4 procent. Prognosen för KPIF-inflationen i utkastet till penningpolitisk rapport är uppreviderad jämfört med den penningpolitiska rapporten från juli.

Det glidande medelvärdet över tolv månader för KPIF-inflationen låg på 1,4 procent i augusti. Det är under inflationsmålet på 2 procent men det glidande medelvärdet har stigit trendmässigt och snabbt hittills under året. Om man skriver fram det glidande tolv månadersmedelvärdet med de månatliga prognoserna för KPIF-inflationen i utkastet till penningpolitisk rapport stiger det glidande medelvärdet över 2 procent redan i november. Givet prognosen för KPIF-inflationen skulle det glidande medelvärdet bli klart över 2 procent under hela 2022.

Enligt den senaste månadsstatistiken från Arbetsförmedlingen var det genomsnittliga antalet inskrivna arbetslösa i relation till den registerbaserade arbetskraften 7,7 procent i augusti 2021. Det var en minskning med hela 1,4 procentenheter jämfört med samma månad ett år tidigare då motsvarande tal låg på 9,1 procent. Efter en topp under andra halvåret 2020 är arbetslösheten klart lägre än för ett år sedan.

Medlemmarna i arbetslöshetskassorna kan anses ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden. I augusti 2021 låg andelen öppet arbetslösa medlemmar i arbetslöshetskassorna på 3,1 procent. Samma månad ett år tidigare var andelen 4,6 procent. Efter en topp under andra halvåret 2020 är arbetslösheten mätt på detta sätt också klart lägre än för ett år sedan.

De hotell- och restauranganställdas arbetslöshetskassa skiljer sig mycket kraftigt från övriga arbetslöshetskassor. I augusti 2021 var andelen öppet arbetslösa medlemmar i den arbetslöshetskassan 10,7 procent att jämföra med samma månad ett år tidigare då motsvarande tal var 16,5 procent. Detta visar på de förbättrade förutsättningarna för denna bransch.

Sverige är en liten öppen ekonomi. Vi är beroende av den ekonomiska aktiviteten och politiken i omvärlden. Under våren 2020 vidtogs drakoniska åtgärder runt om i världen, åtgärder som kraftigt minskade den ekonomiska aktiviteten. Situationen är inte densamma nu. Prognosen för den KIX-vägda (handelsvägda) tillväxten i omvärlden under 2021 är 5,4 procent i utkastet till penningpolitisk rapport. I samma utkast redovisas en prognos för 2022 på 4,3 procent. I båda fallen handlar det om upprevideringar jämfört med den penningpolitiska rapporten i juli. Prognoserna är höga tal som vittnar om en stark återgång efter ett svårt 2020.

Den KIX-vägda inflationstakten i omvärlden var 1,1 procent under 2020. Prognoserna för 2021 och 2022 i utkastet till penningpolitisk rapport är betydligt högre, 2,3 procent respektive 2,1 procent. Även här handlar det om upprevideringar jämfört med den penningpolitiska rapporten i juli.

Jag övergår nu till mina penningpolitiska överväganden. Inflationförväntningarna är ett viktigt element för att bedöma penningpolitikens trovärdighet när det gäller att nå inflationsmålet. Det är en viktig observation att inflationsförväntningarna på fem års sikt bland aktörer på penningmarknaden har legat på kring 1,8 procent trots de ekonomiska svårigheterna under 2020. Om något antyder de senaste månadsmätningarna att inflationsförväntningarna är i stigande.

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

De värdepappersköp som beslutades på det penningpolitiska mötet i november 2020 kommer att slutföras under det fjärde kvartalet 2021. Om den goda ekonomiska utvecklingen i Sverige och i

omvärlden fortsätter anser jag att det blir lämpligt att göra penningpolitiken mindre expansiv. En möjlighet skulle vara att låta värdepappersinnehavet minska genom förfall. En annan möjlighet skulle vara att höja reporäntan. I det senare fallet skulle ett första steg kunna vara att förändra reporäntebanan uppåt.

Under våren 2020 beslutade Riksbankens direktion om program och lättnader i säkerhetskrav för att se till att kreditförsörjningen skulle fungera. I dag är efterfrågan på dessa program låg för att inte säga obefintlig. Jag anser därför att det är rimligt att avsluta programmen och lättnaderna.

Sammanfattningsvis, jag ställer mig alltså bakom att lämna reporäntan oförändrad vid noll och att hålla reporäntebanan horisontell under prognosperioden. Vidare ställer jag mig bakom att avsluta program och lättnader i säkerhetskrav enligt vad som föreslås i protokollsbilagorna B och C. Konjunkturbilden och prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport ställer jag mig också bakom.

Förste vice riksbankschef Cecilia Skingsley:

Jag ställer mig bakom utkastet till ny penningpolitisk rapport, inklusive prognosen till reporäntebanan. Jag ställer mig vidare bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad samt de förslag till beslut som anges i protokollsbilagorna B och C.

I globalt perspektiv fortsätter den ekonomiska återhämtningen när smittspridningsrestriktioner, föranlett av Covid-19, har kunnat lättas på många håll. Trots den snabba spridningen av den så kallade deltavarianten förefaller vaccinering kunna ge ett gott skydd mot så pass allvarlig sjukdom att det kräver sjukhusvård. Det saknas förstås inte nedsidesrisker i det globala pandemiförloppet framåt, men den ekonomiska utvecklingen förefaller vara på mer fast mark i de länder som är mest centrala för svensk export, jämfört med några kvartal tillbaka.

Den svenska ekonomin utvecklas starkt. Svensk export och industriproduktion återhämtade sig snabbt och är nu på högre nivåer än före krisen. Sedan det förra penningpolitiska beskedet i juli har inflationsutfallen för juli och augusti överraskat på uppsidan, och föranleder upprevideringar av Riksbankens inflationsprognos.

Utifrån dessa observationer vill jag nu avge mina penningpolitiska överväganden. För Sveriges del går vi snart över från en mycket snabb återhämtningsfas till mer av en vanlig konjunkturuppgång. Den snabba återhämtningen motiverar att Riksbanken nu upphör med flera av de lånefaciliteter som sattes in i det akuta skedet av krisen för att säkerställa att vi fick ett genomslag av penningpolitiken och för att garantera tillgången till likviditet. Då dessa lånefaciliteter inte har utnyttjats av Riksbankens motparter under en lång tid kan de stängas.

Under den mer akuta delen av krisen var det också bra för likviditetsförsörjningen i svensk ekonomi att banker kunde pantsätta säkerställda obligationer, inklusive sina egna motsvarigheter, och därefter låna i Riksbanken till nollränta. En granskning av de pantsatta tillgångarna i Riksbanken visar att säkerställda obligationer har använts i hög utsträckning. Men nu när återhämtningen är ett faktum är det därför rimligt att Riksbanken återställer det regelverk för säkerheter som gäller när motparterna vill använda Riksbankens lånefaciliteter.

Den snabba globala återhämtningen och de olika flaskhalsar som uppstått är centrala faktorer för att bedöma inflationen i Sverige framöver. Till att börja med har jag med mig att inflationsförloppet har varit stökigt ända sedan pandemin startade. Trots prisfall på en rad varor och tjänster blev det inte spridningseffekter som föranledde ett mera brett prisfall. Det talar för att prishöjningar som följer av nuvarande flaskhalsar inte med nödvändighet måste innebära en varaktigt högre inflation och därmed inte heller något som penningpolitiken bör reagera på i nuläget. När många ekonomier återstartar nästan samtidigt tar det lite tid för produktioner av olika slag att anpassa sig till efterfrågan.

De senaste månadernas utfall ger visserligen prognosrevideringar i närtid, och vi väntar oss en inflation över 2 procent under ett antal månader framöver. Penningpolitiken påverkar emellertid ekonomin med eftersläpning och behöver därför bortse från tillfälliga prisvariationer.

När jag blickar ut i ett längre perspektiv, 12–24 månader ut från i dag, noterar jag att genomsnittsinflationen väntas ligga på 1,65 procent i KPIF-termer, och på 1,69 procent i samma inflationsmått exklusive energipriser.

Utifrån denna prognos är det därför rimligt att stödja förslaget till penningpolitiskt beslut, vilket är att hålla reporäntan oförändrad på noll procent, och att prognosen för reporäntan förblir oförändrad på noll procent, samt att fullfölja de obligationsköp under fjärde kvartalet som beslutades tidigare i år.

I takt med att nya data och observationer kommer in revideras inflationsprognosen kontinuerligt. Det kan inte uteslutas att inflationstakten kommer visa sig stiga mer varaktigt än vad som ligger till grund för dagens penningpolitiska beslut.

Löneutvecklingen på arbetsmarknaden blir då en central faktor. Att följa och förstå arbetsmarknaderna både hos våra viktigaste handelspartners och i Sverige blir viktigt för att avgöra penningpolitiken framöver.

Pandemin slog allra hårdast mot så kallat kontaktintensiva branscher, till exempel restaurang, hotell, resor och upplevelser av olika slag. När ekonomierna nu återstartar kan man observera rekryteringsproblem som förefaller driva löner. Om tillräckligt många som varit sysselsatta inom

kontaktintensiva branscher lämnar den, kommer löneökningarna behöva bli mer betydande, vilket i sin tur kan väcka kompensationskrav i andra lönegrupper.

Andra pandemirelaterade effekter på arbetsmarknaden är också tänkbara. På några års sikt kan relativlöneförändringar väntas när till exempel efterfrågan på IT-kompetent personal förblir hög under lång tid efter pandemin, innan utbildningssystemen har kunnat ta igen det gapet.

Försämrad matchningsförmåga och höjd reservationslönenivå är också omständigheter som skulle kunna påverka arbetsmarknaderna både i Sverige och hos våra viktiga handelspartners. En utdragen period av reserestriktioner och allmänt stram immigrationspolitik i de rika ekonomierna skulle också kunna innebära större spridningseffekter av löneökningar mellan olika sektorer.

Det som däremot talar emot en lönedriven inflation i Sverige är att under 2000-talet har löneökningarna varit måttliga även när den konjunkturella arbetslösheten varit låg. Omdaningar på arbetsmarknaden, om nu sådana väntar i kölvattnet av pandemin, har skett tidigare utan att en allmän lönespiral inträffat. Sammantaget är det för tidigt att dra slutsatser om vad den post-pandemiska arbetsmarknaden kan tänkas medföra för lönebildningen.

Gällande det penningpolitiska ställningstagandet står jag alltså bakom förslaget till penningpolitiskt beslut. Inflationen har under de senaste decennierna i genomsnitt understigit målet. Skulle inflationen överstiga målet en tid behöver det inte vara ett problem som penningpolitiken snabbt behöver agera på, utan den kan istället bidra till att pris- och löneförväntningarna tydligare förankras på ett sådant sätt att de är förenliga med en inflation nära målet. Riskerna med att minska stimulanserna för tidigt bedömer jag fortfarande vara större än riskerna med att behålla dem för länge.

Vice riksbankschef Anna Breman:

Jag stödjer förslaget att avsluta vissa lånefaciliteter som lanserades under pandemin och återställa kraven på de säkerheter som bankerna måste lämna vid lån från Riksbanken i linje med protokollsbilaga B och C. Jag ställer mig även bakom att behålla reporäntan oförändrad, reporäntebanan och den prognos som finns i utkastet till penningpolitisk rapport.

Sedan det senaste penningpolitiska beslutet har återhämtningen i svensk ekonomi tagit fart. Den har också breddats och inkluderar nu även de branscher som drabbades hårdast av pandemin. Den viktigaste anledningen är att allt fler är vaccinerade och att restriktioner därmed kan lättas. Att tillväxten är stark beror även på de omfattande penning- och finanspolitiska åtgärder som sattes in för att överbrygga krisen. Dessa skapade förutsättningar för den snabba återhämtning som vi nu ser. Såväl små som stora företag och hushåll gynnades av ett lågt ränteläge och att

kreditförsörjningen fungerade. Finanspolitiska åtgärder såsom korttidsarbete bidrog till att permitterade arbetstagare snabbt kunde återgå till sina arbetsplatser.

Pandemin är dock inte över. Dessutom tillkommer ständigt nya risker som kan påverka den globala ekonomin framöver. För tillfället är det bland annat oro kring fastighetssektorn i Kina och geopolitiska spänningar. Min helhetsbedömning är dock att återhämtningen har stärkts och att riskbilden är mer balanserad än vad den var tidigare under 2021. Det gäller även för inflationen. Innan jag går in på de penningpolitiska övervägandena vill jag kommentera utsikterna för svensk inflation.

De senaste inflationsutfallen har varit högre än väntat. Inflationen mätt som KPIF var 2,4 procent i årstakt i augustiutfallet. Det är framför allt energipriser som bidrar till uppgången. Samtidigt har även KPIF exklusive energi stigit till 1,4 procent i utfallet för augusti månad. Även olika mått på underliggande inflation har stigit medan inflationsförväntningar i stort sett är oförändrade. Det är fortfarande viktigt att se till trend snarare än enskilda månadsutfall då pandemin fortfarande medför mätproblem.

Det mest troliga är att den nuvarande uppgången i inflationen är temporär och att inflationen sjunker tillbaka något innan den mer varaktigt närmar sig målet. Som vi har betonat i de penningpolitiska rapporterna behöver inte en inflation som tillfälligt överstiger målet innebära att penningpolitiken görs mindre expansiv i närtid. Det är inte heller något problem om inflationsförväntningarna skulle stiga något ytterligare. Tvärtom kan det bidra till att långsiktigt förankra inflationsförväntningar och inflation nära målet.

Den uppgång vi nu ser belyser dock vikten av att inte avfärda risken för högre varaktig inflation tidigare än i nuvarande prognos. Samtidigt är det för närvarande mycket fokus på hög inflation och risker på uppsidan. Jag vill därför lyfta fram att Riksbankens bedömning i utkastet till penningpolitisk rapport är att riskbilden för inflationen är balanserad och att det även finns risker på nedsidan.

Inflationen mätt som KPIF har dessutom varit mycket volatil sedan pandemins början. Det är inte bara till följd av mätproblem relaterade till pandemin utan även på grund av kraftiga svängningar i energipriser. En varm, blåsig och blöt vinter drev ner energipriserna till låga nivåer för drygt ett år sedan. Oljepriset som ingår i energipriser påverkades kraftigt i början av pandemin. Låg efterfrågan på drivmedel och stora lager under pandemins topp gjorde att oljepriset under en mycket kort period till och med var negativt. Väderrelaterade svängningar i energipriser, liksom oljepriset som sätts på internationella marknader, är faktorer som snabbt kan ändras och leda till en nedgång i KPIF-inflationen. Penningpolitiken bör inte reagera på den typen av tillfälliga svängningar i inflationen.

Det som är viktigt för att vi ska se en varaktig uppgång i inflationen är det samlade resursutnyttjandet i hela ekonomin. Eftersom vi nu ser en bredare återhämtning, även i de sektorer som drabbats hårdast av pandemin, är det troligt att vi nu kommer fortsätta att se en uppgång i sysselsättning och ett starkt resursutnyttjande. Sannolikheten har ökat att den återhämtning som nu påbörjats blir bestående och inte bara tillfällig som under sommarmånaderna förra året. Det skapar goda förutsättningar för att vi ska få en mer varaktig uppgång i inflationen även på medellång sikt.

Det leder mig in på de penningpolitiska övervägandena vid dagens möte. Dagens beslut innebär att Riksbanken inte längre kommer att erbjuda flera av de lånefaciliteter som infördes under mars 2020; utlåning till företag via banker och utlåning i svenska kronor på tre och sex månaders löptid (erbjudandet om utlåning i dollar förlängs ej heller). I samband med att dessa åtgärder infördes lättades kraven på de säkerheter som Riksbanken kräver för lån från Riksbanken för att förbättra genomslaget av de nya lånefaciliteterna. Efterfrågan på dessa åtgärder är mycket låg och risken för bakslag i återhämtningen har minskat. Det är därför en lämplig tidpunkt att nu avsluta dessa åtgärder och då samtidigt återställa kraven på de säkerheter som bankerna måste lämna vid lån från Riksbanken. Men det är viktigt att betona att vi har beredskap att snabbt kunna införa dessa eller liknande åtgärder om utvecklingen blir betydligt sämre än väntat.

Tillgångsköpen trappas gradvis ned under 2021, vilket är extra tydligt för säkerställda obligationer. Förfall av säkerställda obligationer under det fjärde kvartalet gör att Riksbankens nettoköp av dessa obligationer minskar från 70 miljarder första kvartalet 2021 till knappt 20 miljarder i fjärde kvartalet. Inför 2022 är vår plan att innehaven av obligationer upprätthålls ungefär i den storlek som råder i slutet av 2021. Under 2022 har vi stora förfall vid ett fåtal datum. Det gör att storleken på portföljen kommer att variera något över tid.

Angående reporäntebanan och tillgångsköpen vill jag lyfta fram två saker som jag nämnde redan vid förra mötet. För det första, både reporäntebanan och planen för tillgångsköp under 2022 är en prognos och inte ett löfte. För det andra, jag hade kunnat tänka mig en reporäntebana som indikerar en höjning i slutet av prognosperioden. Anledningen till att jag avstår från en reservation är desamma som vid förra mötet.

För att sammanfatta: en i närtid uppreviderad inflationsprognos förändrar inte behovet av att penningpolitiken ger stöd till ekonomin tills dess att vi ser att inflationen mer varaktigt närmar sig målet. Risken för kraftiga bakslag i återhämtningen har dock minskat. Jag stödjer därför att vi avslutar vissa låneprogram som infördes under 2020 och återställer kraven på säkerheter för att låna från Riksbanken och att den penningpolitiska inriktningen i övrigt ligger fast vid dagens möte.

Riksbankschef Stefan Ingves:

Jag vill börja med att säga att jag ställer mig bakom de bedömningar som görs i utkastet till penningpolitisk rapport, inklusive förslagen att lämna reporäntan kvar på noll procent och hålla reporäntebanan oförändrad. Jag ställer mig även bakom förslagen som beskrivs i protokollsbilagorna B och C, vilka innebär att vi vid dagens möte fattar beslut om att avsluta de lånefaciliteter som infördes under pandemin och att återställa kraven på de säkerheter som banker behöver lämna vid lån i Riksbanken. Den låga, eller obefintliga, efterfrågan på de krisrelaterade lånefaciliteterna tyder på att vi nu kan dra tillbaka dem utan att de finansiella förhållandena påverkas nämnvärt. Den låga räntan, de fortsatta värdepappersköpen och storleken på Riksbankens balansräkning innebär tillsammans att penningpolitiken är fortsatt expansiv, vilket är en förutsättning för att inflationen mer varaktigt ska utvecklas i linje med vårt mål. Samtidigt är det värt att notera, givet den internationella diskussionen, att våra åtgärder har fungerat. Räntorna har hållits låga och likviditeten har upprätthållits, något som inte var allom givet när vi gick in i pandemin.

Coronapandemin har varit den viktigaste omvärldsfaktorn för den globala ekonomiska utvecklingen under ett och ett halvt år. I de utvecklade ekonomierna, där vaccinationer kom igång tidigt, tyder mycket på att det värsta kan vara över i termer av effekter på den ekonomiska aktiviteten. Många av dessa länder uppvisar nu starka tillväxttal. På andra håll i världen utgör pandemin fortfarande ett allvarligt folkhälsoproblem och ett sänke för den ekonomiska aktiviteten. Men för Sveriges viktigaste handelspartners (KIX-länderna) ser det starkt ut, med en väntad tillväxt i år på nästan 5,5 procent följt av över 4 procent 2022. Med denna höga tillväxt följer ett stigande resursutnyttjande och inflationstryck. Utbudsbegränsningar och flaskhalsar ger i några länder en extra skjuts åt inflationstakten under en tid, men i takt med att dessa utbudsstörningar löser upp sig går den KIX-vägda inflationen tillbaka till ca 2 procent under prognosperioden.

För Sveriges del fortsätter den ekonomiska återhämtningen och tillväxten är hög. Utfall och indikatorer har kommit in lite starkare än väntat och vår prognos för BNP-tillväxten i närtid är uppreviderad. För helåret 2021 väntar vi oss nu en tillväxt på lite över 4,5 procent, nästa år ca 3,5 procent och drygt 2 procent 2023. Har vi rätt i vår prognos är vi snart tillbaka på vår tidigare tillväxtbana (se diagram 31 i utkastet till penningpolitisk rapport).

I takt med den ekonomiska återhämtningen förbättras arbetsmarknaden. Sysselsättningen ökade starkt under det andra kvartalet och en stor del av fallet under pandemin verkar ha återhämtats. Anställningsplaner tyder på en god efterfrågan på arbetskraft och sysselsättningen väntas fortsätta att öka snabbt under resten av året. Men arbetslösheten fortsätter att vara hög, även

om olika statistikkällor ger lite olika bild av utvecklingen. Särskilt bekymmersamt är långtidsarbetslösheten som stigit till historiskt höga nivåer. Den ekonomiska återhämtningen i år och nästa år är central för att långtidsarbetslösheten ska sjunka.

Sedan det förra penningpolitiska mötet har vi fått tre nya utfall för inflationen - för juni, juli och augusti. Enligt augusti-mätningen uppgick KPIF-inflationen till 2,4 procent, vilket var betydligt över vår tidigare prognos. Till följd av höga utfall har inflationsprognosen reviderats upp för det kommande året. I vår nya prognos fortsätter KPIF-inflationen att stiga de närmaste månaderna och ligga runt 3 procent i slutet av året, för att därefter falla tillbaka. En stor del av uppgången i inflationen i år beror på högre energipriser. Rensar man bort dem var inflationen väsentligt lägre, 1,4 procent i augusti, och olika mått på underliggande inflation ligger ungefärligen i intervallet 1–2 procent. I takt med att konjunkturläget blir allt starkare och resursutnyttjandet höjs stiger KPIF exklusive energi långsamt mot 2 procent. Det kan också vara värt att notera att det här är såvitt jag vet första gången som priset på utsläppsrätter nämns i diskussionerna om snabbt stigande energipriser och påverkan på inflationstakten.

De ekonomiska effekterna av pandemin ser ut att klinga av bland de utvecklade ekonomierna, vilket beror dels på högre vaccinationsgrad, dels på färre restriktioner, men även att vi lärt oss att arbeta med de restriktioner som finns kvar. Men för större delen av världens befolkning är pandemin alltså ett stort humanitärt och ekonomiskt problem. Och så länge som större delen av världens befolkning är mottaglig för covid-19 finns risk för nya bakslag för den globala utvecklingen.

I utkastet till penningpolitisk rapport tecknas bilden av en stark global återhämtning, som förvisso är ojämnt fördelad. För svensk del är BNP-nivån tillbaka på nivåerna före pandemin och tillväxten under kommande år väntas bli god. De åtgärder som regeringar och centralbanker har vidtagit för att dämpa de ekonomiska effekterna av pandemin verkar med andra ord ha varit framgångsrika. Inflationsutvecklingen har varit oväntat stabil, med tanke på de stora tapparna i ekonomisk aktivitet under inledningen av pandemin. Ett tecken på att penningpolitiken fungerat är att de långsiktiga inflationsförväntningarna åter är nära inflationsmålet. Att kronan har varit förhållandevis stabil under det senaste året är, menar jag, också ett plus. Om vi har rätt i vår prognos kommer samtidigt inflationen i år och kommande två år att ligga på 2,3, 2,1 och 1,8 procent. Närmare inflationsmålet än så tror jag det är svårt att komma i en värld fylld av allehanda osäkerhet och volatilitet.

Låt mig nu mycket kort resonera om några viktiga frågor framöver. Vår prognos för inflationen bygger bland annat på en god tillväxt i Sverige under kommande år. Men det finns strukturella utmaningar som kan hämma tillväxten. Arbetsmarknadens funktionssätt och den höga

långtidsarbetslösheten är ett exempel. Ett annat exempel är den svenska bostadsmarknaden, vars brister jag har kommenterat många gånger. Det är minst sagt angeläget med åtgärder för att öka utbudet och omsättningen av bostäder för att på så sätt dämpa den långsiktiga prisutvecklingen och motverka hushållens skulduppbyggnad. Ett tredje exempel är en åldrande befolkning och ett fjärde klimatfrågan.

Samtidigt är ränteläget historiskt lågt och förutsättningarna för strukturella satsningar som gynnar den långsiktiga tillväxten är goda. Detta är inte en penningpolitisk fråga utan faller på andra politikområden. Investeringar i kapitaluppbyggnad – såväl humankapital som fysiskt kapital – ger med dagens låga ränteläge sannolikt en hög avkastning. Till listan över angelägna satsningar hör inte minst investeringar för att hantera och motverka klimatförändringarna.

Jag avslutar med att sammanfatta min syn på penningpolitikens inriktning. Genomsnittet för KPIF-inflationen de senaste 20 åren är runt 1,5 procent. Mot den bakgrunden: att inflationen nu enligt våra prognoser det närmaste året ser ut att hamna en bit över vårt mål om 2 procent ser jag inte som ett stort problem. Så länge vi inte ser tecken på en varaktigt tilltagande inflationstakt, eller inflationsförväntningar som vänder uppåt på ett oroande sätt, bör vi gå försiktigt fram med att göra penningpolitiken mindre expansiv. Jag ser en risk i att för tidigt dra tillbaka den penningpolitiska stimulansen, bara för att sen se inflationen åter sjunka och fastna under målet. Vi vet av erfarenhet att det tar tid att få upp inflationstakten till målet när den bitit sig fast på en för låg nivå, och detta är en situation som vi behöver undvika. Räntan behöver ligga kvar på noll procent under en längre tid och vårt innehav av värdepapper hållas ungefär oförändrat under nästa år för att inflationen mer varaktigt utvecklas i linje med inflationsmålet.

Skulle det visa sig att vi har fel, och inflationen inte faller tillbaka har vi effektiva verktyg för att hantera ett sådant läge längre fram. Det är med andra ord för tidigt att nu ändra kurs.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade

- att behålla reporäntan oförändrad på noll procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 22 september 2021,
- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- om penningpolitiska åtgärder och att dessa åtgärder ska tillämpas i enlighet med vad som anges i: protokollsbilaga B och protokollsbilaga C,
- att offentliggöra det penningpolitiska beslutet och den penningpolitiska rapporten med motivering i ett pressmeddelande tisdagen den 21 september 2021 kl. 9:30,
- att publicera protokollet från dagens sammanträde torsdagen den 30 september 2021 kl. 9:30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Mattias Ankarhem

Paul Elger

Justeras:

Stefan Ingves

Cecilia Skingsley

Anna Breman

Martin Flodén

Per Jansson

Henry Ohlsson



SVERIGES RIKSBANK
103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)
Tel 08 - 787 00 00
Fax 08 - 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se