

# Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015

Marvin Goodfriend  
Mervyn King

Översättning: Anna Hermerén, Sara Neander och Åsa Pape  
ISSN 1653-0942  
ISBN 978-91-87541-33-9  
Riksdagstryckeriet, Stockholm, 2016

# Innehållsförteckning

|   |     |
|---|-----|
| Förord .....  | 4   |
| 1 Sammanfattning.....   | 5   |
| 2 Rekommendationer.....   | 10  |
| 3 Inledning.....  | 12  |
| 4 Den svenska ekonomin och penningpolitiken före 2010 .....                 | 15  |
| 5 Penningpolitikens utveckling 2010–2015 .....                              | 20  |
| 6 Analys av Riksbankens prognosförmåga .....                                | 81  |
| 7 Utvärdering av penningpolitiken i Sverige 2010–2015 .....                 | 87  |
| 8 Riksbankens uppdrag och styrning .....                                    | 98  |
| Förteckning över tabeller och diagram .....                                 | 106 |
| Tabeller och diagram .....  | 107 |
| <br><i>Bilagor</i>  |     |
| Direktiv för utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2014 .....      | 128 |
| Viktiga händelser inom svensk penningpolitik 2010–2015 .....                | 133 |
| Viktiga händelser inom svensk finansiell stabilitetspolitik 2010–2015 ..... | 139 |
| Personer och organisationer som intervjuats av utvärderarna.....            | 142 |

## Förord

Som ett led i riksdagens arbete med uppföljning och utvärdering genomför finansutskottet vart fjärde år en extern och oberoende granskning av den svenska penningpolitiken. Hittills har två utvärderingar genomförts. Den första utfördes av professorerna Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin och avsåg perioden 1995–2005 (2006/07:RFR1), den andra av professorerna Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet och avsåg perioden 2005–2010 (2010/11:RFR5).

I juni 2014 beslutade finansutskottet om en ny och tredje utvärdering av penningpolitiken för perioden 2010–2014. Samtidigt utsågs Mervyn King, chef för Bank of England 2003–2013, och Marvin Goodfriend, professor vid Carnegie Mellon University, till att gemensamt genomföra utvärderingen. Mervyn King och Marvin Goodfriend har valt att utöka utvärderingsperioden till att även omfatta utvecklingen under större delen av 2015.

Tyngdpunkten i den nya utvärderingen ligger på att granska och analysera utformningen av den svenska penningpolitiken under den aktuella perioden, avvägningen mellan olika risker, arbetet inom riksbanksdirektionen, utformningen av inflationsmålet och Riksbankens prognosverksamhet (direktiven redovisas mer utförligt i en bilaga till rapporten).

Mervyn King och Marvin Goodfriend påbörjade sitt arbete i januari 2015 och har under det senaste året besökt Sverige vid ett flertal tillfällen för att samla in information och diskutera den svenska penningpolitiken och svensk finansiell stabilitet med olika aktörer. De har bl.a. träffat företrädare för Riksbanken, riksbanksfullmäktige, riksdagen, Riksrevisionen, arbetsmarknadens parter, Finansinspektionen, universitetsvärlden och bankerna. Nationalekonomen Christian Nilsson har fungerat som utvärderingssekreterare åt King och Goodfriend.

Resultatet av utvärderingen presenteras nu i denna rapport från riksdagen. Finansutskottets förhoppning är att utvärderingen ytterligare ska stimulera den redan livliga debatten om den svenska penningpolitiken och vara ett värdefullt bidrag till den framtida utformningen av penningpolitiken. Finansutskottet kommer under våren 2016 att skicka ut utvärderingen till olika remissinstanser för att sedan behandla både utvärderingen och remissvaren i ett betänkande till riksdagens kammare.

Stockholm den 19 januari 2016

Fredrik Olovsson

ordförande i finansutskottet

Ulf Kristersson

vice ordförande i finansutskottet

# 1 Sammanfattning

År 2014 fick vi i uppdrag av riksdagens finansutskott att utvärdera Riksbankens arbete under perioden 2010–2014. Vår utvärdering spänner över ett stort område och omfattar både penningpolitik och finansiell stabilitet, Riksbankens struktur, öppenhet och redovisningsansvar, samt förhållandet mellan Riksbanken och andra offentliga myndigheter som arbetar med den ekonomiska politiken, i synnerhet på området finansiell stabilitet.

Efter den globala finanskrisen 2007–2009 återhämtade sig den svenska ekonomin ganska snabbt. Räntorna, som hade sänkts kraftigt under krisen, började långsamt höjas under 2010 och 2011. Senare skulle denna åtstramning av penningpolitiken visa sig vara mycket omtvistad, och det är denna debatt som står i fokus för vår utvärdering. När man bedömer vad som är rätt och fel med penningpolitiska beslut är det viktigt att inte göra det utifrån vad vi vet nu, när vi sitter med facit i hand. I vår utvärdering har vi föresatt oss att analysera och diskutera de beslut som fattades i ljuset av den information som beslutsfattarna hade tillgång till vid den aktuella tidpunkten.

Efter de traumatiska erfarenheterna av bankkollapsen och den kraftiga försvagningen av kronan i början av 1990-talet har penningpolitiken varit anmärkningsvärt framgångsrik trots tidvis besvärliga omständigheter. Riksbanken skulle uppnå stabila priser och har i hög grad lyckats med just detta. Penningpolitiken har definitivt varit en framgång om man jämför med de flesta penningpolitiska regimer som Sverige hade innan dess. Det faktum att även små avvikelser i konsumentprisinflationen från tvåprocentmålet i dag ses som ett misslyckande säger något om de tidigare framgångarna och tyder på en viss hybris i förväntningarna på vad en centralbank kan göra för att styra ekonomin.

Under den period som omfattas av vår utvärdering fanns det allvarliga motståndningar i Riksbankens direktion. I det följande kommenterar vi de ståndpunkter som intogs och de argument som lades fram. Meningskiljaktigheterna i direktionen handlade om stora intellektuella utmaningar som blev aktuella till följd av den globala finanskrisen och dess efterverkningar, men de utmaningar som Riksbanken ställdes inför måste nog sägas ha varit större än för andra centralbanker. Vad som är det lämpligaste målet för penningpolitiken är något som diskuteras av centralbanker världen över, och det finns ännu ingen internationell konsensus kring detta. Sveriges erfarenheter är viktiga inte bara för de egna medborgarna utan även för omvärlden.

Före den globala finanskrisen 2007–2009 verkade den svenska ekonomin vara stark. Tillväxten och inflationen utvecklades på ett tillfredsställande sätt, banksystemet var stabilt, de offentliga finanserna starka, och enligt de sedvanliga makroekonomiska indikatorerna tycktes inga uppenbara problem vara under uppsegling. Under den till synes lugna ytan växte emellertid spänningarna, precis som i andra större ekonomier. Bostadspriserna och bolåneskuldena

hade en snabb tvåsiffrig tillväxt, det fanns en växande löptids- och valutaobalans i banksystemet och handelsöverskottet låg på en ohållbart hög nivå. När krisen intensifierades under hösten 2008 drabbades Sverige hårt. Från tredje kvartalet 2008 till tredje kvartalet 2009 minskade BNP med 6 procent, men efter den kraftiga nedgången var återhämtningen under 2010 starkare i Sverige än i de flesta andra länder.

Den svenska penningpolitiken har sedan början av vår utvärderingsperiod, det vill säga februari 2010, gått varvet runt – från att ha legat nära noll höjdes reporäntan gradvis allt eftersom återhämtningen fick fäste, sänktes återigen när återhämtningen svek förväntningarna och ligger i dag faktiskt på minus.

Vår utvärdering av denna resa och den penningpolitik som Riksbanken bedrev från 2010 och framåt utmynnar i **sex** huvudsakliga slutsatser.

**För det första:** Riksbankens hantering av den svenska ekonomins snabba återhämtning från den globala finanskrisen – som bestod i att styrräntorna höjdes från 0,25 procent till 2 procent mellan juni 2010 och juli 2011 – godtogs i det stora hela av alla ledamöter i direktionen och förefaller inte ha varit orimligt i ljuset av den då tillgängliga informationen. Behovet av att hantera det kraftiga växelkursfallets effekter på de inhemska priserna kunde emellertid ha rättfärdigat att inflationsmålet tillfälligtvis överskreds. Även om nedgången i den svenska ekonomin under åren 2008–2009 liknade den i andra industrialiserade länder gick återhämtningen, som var särskilt markant inom exportsektorn, snabbare i Sverige än på andra håll, vilket ledde till att det allmänt ansågs vara dags att börja höja räntan. Även om ledamöterna i direktionen gjorde olika bedömningar – det hade under rådande förhållanden varit mycket förvånande om de inte hade gjort det – var olikheterna små. De åsiktsskillnader som kommer till uttryck i protokollen låg med god marginal inom vad som är rimligt när det handlar om att bedöma utsikterna för ekonomin och inflationen, och de hårda diskussionerna borgade för att alla möjligheter togs i beaktande.

**För det andra:** I slutet av 2011 och under 2012 började situationen förändras. Under den andra hälften av den period som omfattas av vår utvärdering dröjde det innan Riksbanken insåg hur omfattande problemen i euroområdet var, och framför allt under 2013 var majoriteten sen med att sänka räntorna. Detta problem förvärrades inte bara av alltför optimistiska bedömningar av den ekonomiska tillväxten i euroområdet utan även av att antagandena om troliga räntebanor i omvärlden på ett markant sätt skilde sig från förväntningarna på de finansiella marknaderna. Som en följd av dessa antaganden blev den prognostiserade inflationen mycket högre än det faktiska utfallet. Det absolut allvarligaste problemet var emellertid den växande skillnaden mellan den framtida reporäntebana som förutsågs av Riksbanken själv och den räntebana som kunde utläsas av prissättningen på de finansiella marknaderna. Denna skillnad skapade problem för både majoritetens och minoritetens ståndpunkter i direktionen. För majoriteten var problemet att man förespråkade en betydande framtida höjning av reporäntan och därmed en betydligt stramare penningpolitik än den som man faktiskt bedrev, men att inflationen ändå låg under målet. För minoriteten fanns det en spänning mellan de två olika argument

som den förde fram. Å ena sidan baserades deras tämligen hätska kritik mot majoritetens ståndpunkt på prognossimuleringar som utgick från antagandet att penningpolitiken faktiskt beskrevs av den publicerade önskvärda reporäntebanan. Att Riksbankens publicerade reporäntebana inte uppfattades som trovärdig av marknaden innebar å andra sidan att det blev allt svårare att lägga skulden för dåliga utfall på en alltför stram penningpolitik, eftersom marknadens förväntningar hela tiden pekade på en lägre reporänta. Den enda säkra slutsats som kan dras är att varken prognoser eller politik uteslutande bör baseras på prognoser i en modell som utgår från att den angivna räntebanan uppfattas som fullständigt trovärdig. Det måste finnas utrymme för bedömningar av inflationsmålets och den planerade politikens trovärdighet.

**För det tredje:** Det är frapperande hur mycket tid samtliga ledamöter i direktionen ägnade åt att fundera över den framtida reporäntebanan och åt att redogöra för sin syn på hur reporäntan borde utvecklas under de kommande tre åren. Det är något surrealistiskt över den precision med vilken enskilda direktionsledamöter uttalade sig om den framtida reporäntebanan med tanke på hur oviss framtiden var och det faktum att marknaden i sina egna förväntningar inte fäste särskilt mycket avseende vid den publicerade räntebanan. Det blev för enkelt att skylta över stora åsiktsskillnader om penningpolitikens aktuella inriktning genom att tala om skillnader i synen på den troliga reporäntebanan. Vi rekommenderar att Riksbanken genomför och offentliggör 1) en utvärdering av sina erfarenheter av publiceringen av en framtida reporäntebana, och 2) en analys av de stora avvikelserna mellan marknadens förväntningar och Riksbankens publicerade prognoser under den period som omfattas av denna utvärdering.

**För det fjärde:** Både majoriteten i direktionen och de ledamöter som hade en avvikande mening hade en mycket stark tilltro till de prognoser som togs fram med hjälp av modeller konstruerade av Riksbankens tjänstemän. Även om sådana modeller är användbara för att få fram sammanhängande kvantitativa prognoser präglas de starkt av de antaganden som görs och kan bara tjäna som utgångspunkt för diskussioner om de utmaningar som penningpolitiken står inför vid varje given tidpunkt. De kan alltså inte användas mekaniskt. Detta förbehåll när det gäller användningen av modeller har aldrig varit mer relevant än omedelbart efter den globala finanskrisen. Dessa modeller – som inte bara misslyckades med att förutspå krisen, utan på grund av sin beskaffenhet inte heller hade förutsättningar att göra detta – kunde knappast ge en heltäckande bild av de svårigheter som ekonomierna ställdes inför under återhämtningsfasen. En större ödmjukhet beträffande dessa modeller hade varit på sin plats. Protokollen från de penningpolitiska mötena visar att såväl majoritets- som minoritetsledamöterna i direktionen påfallande sällan ifrågasatte resultaten av modellsimuleringar. En stor brist med de modeller som användes var att det antogs vara fullständigt trovärdigt att Riksbanken både hade vilja och förmåga att uppnå tvåprocentmålet för inflationen. I prognoserna återgick inflationen alltid till 2 procent på medellång sikt. Inflationsmålets förmodade trovärdighet ingav direktionen en falsk känsla av tillförsikt när det gällde den

egna strategin, vilket uppmuntrade en övertygelse om att ihållande inflationsavvikelse under 2 procent inte kunde undergräva målets trovärdighet. År 2015 hade denna tillförsikt börjat sättas på hårda prov. En av direktionsledamöternas viktiga uppgifter är att ifrågasätta antagandena i de modeller som används för att ta fram kvantitativa prognoser, så att ledamöterna kan föra en uttömmande diskussion om de ekonomiska utsikterna utifrån alla relevanta aspekter innan de kommer fram till sin penningpolitiska bedömning.

**För det femte:** Även om spänningarna mellan direktionens ledamöter inte ledde till några betydande skillnader i penningpolitiska bedömningar under 2010–2011 ökade de under 2012 och hade 2013 övergått i oenighet om inte bara räntesättningen utan även, och detta påtagligt, om penningpolitikens mål. Det är uppenbart att majoriteten i Riksbankens direktion år 2012 kände en tillräckligt stor oro över bostadsprisernas utveckling och den ökade utlåningen till hushållen för att sätta en högre reporänta än vad som var motiverat om man enbart såg till inflationsmålet två år framåt i tiden. Alla centralbanker har brottats med att försöka få det ramverk för inflationsmålspolitiken som användes före krisen att gå ihop med de ekonomiska och finansiella ”obalanser” i ekonomin som både bidrog till krisen och påverkade den efterföljande återhämtningen. Det har under våra samtal tydligt framgått att majoriteten i direktionen kände en oro över hur stigande tillgångspriser och skuldsättning kunde påverka ekonomin, och att de ansåg att om ingen annan gjorde något åt detta så föll det på dem att agera. De menade att de skulle få kritik vad de än gjorde. Riksbanken bestämde sig därför för att låta oron över den finansiella stabiliteten påverka de penningpolitiska besluten. De ledamöter i direktionen som hade en avvikande uppfattning gjorde en mycket snävare tolkning av uppdraget att uppnå prisstabilitet som utgick från en bestämd syn på hur ekonomin fungerade. De ansåg att politiken borde försöka sätta räntorna så att inflationsmålet uppnåddes 18 månader till två år framåt i tiden, baserat på inflationsprognoser som tagits fram med hjälp av en särskild uppsättning modeller. Följden blev att de två sidorna talade förbi varandra. Det var inget typiskt svenskt över denna debatt. Internationellt motsvaras de båda synsätt som i Sverige har förrespråkats av majoriteten respektive minoriteten i direktionen av de ståndpunkter som har intagits av Bank for International Settlements (BIS) och Federal Reserves Federal Open Market Committee i USA. Ingenting sidan har något monopol på visdom. En av svårigheterna i samband med utformningen av penningpolitiken under denna period var att regeringen inte beslutade vilken myndighet som borde ha ansvar för den finansiella stabiliteten. Riksbankens oro förstärktes när Finansinspektionen under våren 2015 drog tillbaka sina förslag om amorteringskrav för hushållen, därför att myndigheten, trots att den insåg att sådana förslag var nödvändiga, menade att man inte hade fått ett tillräckligt tydligt rättsligt mandat för att kunna gå vidare. Riksbankens uppdrag har försvårats avsevärt av regeringens obeslutsamhet när det gällde att införa en klar och tydlig ordning för makrotillsynen.



**För det sjätte:** En förutsättning för att Riksbankens beslutsprocess ska fungera på ett bra sätt är att direktionsledamöterna respekterar varandras ståndpunkter och att de under de penningpolitiska mötena försöker nå fram till en gemensam förståelse av utvecklingen i ekonomin och hur penningpolitiken bör svara på denna utveckling. Olika uppfattningar och bedömningar är viktiga inslag i denna process, men de måste uttryckas på ett sätt som främjar det gemensamma uppdrag som ledamöterna har tagit sig an. Ett viktigt inslag i direktionens struktur är att varje person har var sin röst och rätt, eller snarare skyldighet, att tydligt uttrycka sin egen uppfattning om penningpolitikens inriktning. Detta är processens styrka. Olika uppfattningar bidrar till en hälsosam debatt. Att förklara sådana åsiktsskillnader är mycket viktigt för att den bredare allmänheten ska få en ökad förståelse för de utmaningar som penningpolitiken ställs inför. Det framgår tydligt av protokollen och de offentliga uttalanden som gjordes av ledamöter i direktionen under den period som omfattas av vår utvärdering att det inte alltid fanns en respekt för andras ståndpunkter. Åsiktsskillnadernas omfattning och framför allt hur de kom till uttryck skadade Riksbankens anseende. Direktionens ledamöter måste komma ihåg att deras uppgift är att lägga fram sammanhängande argument på ett resonabelt och övertygande sätt. Om de använder ett språk som syftar till att angripa andra ledamöter i direktionen skadas direktionens anseende hos allmänheten. Det var inte bra att protokoll och intervjuer med direktionsledamöter gav prov på ett burdust tonläge som är ovanligt i den offentliga debatten i Sverige. Jämfört med de penningpolitiska mötenas första år har protokollen under en stor del av utvärderingsperioden varit oerhört långa och främst behandlat ståndpunkterna hos ledamöterna med avvikande mening, medan majoritetens ståndpunkt har beskrivits i de sedvanliga rapporterna. Protokollen skildrade inte längre ett givande och tagande mellan olika ståndpunkter i direktionen eller vad diskussionen utmynnade i. Det är inte bra att majoriteten och minoriteten uttrycker sina ståndpunkter i olika format. Det måste finnas en viss gemensam disciplin när det gäller hur protokollen sammanställs. De bör inte bestå av detaljerade, och olika långa, redogörelser för enskilda ledamöters inlägg utan i stället ge en mer balanserad förklaring till det beslut som majoriteten har fattat och de argument mot beslutet som under mötet har framförts av den minoritet som har haft en avvikande mening.

Våra 15 rekommendationer återfinns i sin helhet i kapitel 2.

## 2 Rekommendationer

Nedan följer våra rekommendationer, indelade i fyra ämnesrubriker.

### **Penningpolitik:**

1. Riksdagen bör, på finansministerns rekommendation, både definiera och siffrsätta inflationsmålet, samt ge mandat till Riksbankens direktion att uppnå detta mål. I dagens läge rekommenderar vi ett mål på 2 procent mätt i KPIF. Målet bör ses över vart tionde år, såvida inte riksdagen lagstiftar om en ändring av målet före nästa tillfälle när målet ska ses över.
2. I det uppdrag som riksdagen ska ålägga Riksbanken bör fastställas att Riksbankens penningpolitiska mål ska vara att upprätthålla prisstabilitet, så som detta definieras genom inflationsmålet, med hänsyn tagen till den långsiktiga hållbarheten hos banan för produktionens nivå och sammansättning, samt dess implikationer för inflationen. Om det enligt direktionens uppfattning är lämpligt att under en tid avvika från att uppnå inflationsmålet cirka två år framåt i tiden ska Riksbanken redogöra för sina skäl och försvara dem inför riksdagens finansutskott.
3. Riksbanken bör ompröva sina metoder för att ta fram prognoser för både världsekonomin och räntorna i omvärlden, så att direktionen kan fokusera på de stora frågorna i samband med prognoserna. De antaganden som görs om tillväxten och räntorna i omvärlden bör förklaras mer ingående i den penningpolitiska rapporten.
4. Riksbanken bör genomföra och offentliggöra 1) en utvärdering av sina erfarenheter av publiceringen av en framtida reporäntebana och 2) en analys av de stora avvikelserna mellan marknadens förväntningar och Riksbankens publicerade prognoser under den period som omfattas av denna utvärdering.
5. Riksbanken bör rutinemässigt presentera en analys i sina penningpolitiska rapporter av varför det enligt Riksbankens uppfattning finns en skillnad mellan dess publicerade reporäntebana och marknadens förväntade reporäntebana, samt vilka implikationer Riksbanken tror att denna skillnad har för utformningen av penningpolitiken.
6. Riksbankslagen bör ändras för att göra klart att valet av växelkursregim är en fråga för regeringen och att uppdraget att uppnå inflationsmålet gäller med förbehåll för att regeringen beslutar att växelkursen bör flyta fritt.

### **Finansiell stabilitet:**

7. Regeringen bör utan vidare dröjsmål se till att Finansinspektionen får de rättsliga befogenheter och makrotillsynsverktyg som är lämpliga för dess uppdrag att främja finansiell stabilitet.

8. Riksbanken och Finansinspektionen bör inrätta en gemensam kommitté för makrotillsyn som träffas en gång i kvartalet för att diskutera användandet av de viktigaste makrotillsynsverktygen. Den gemensamma kommittén för makrotillsyn bör emellanåt utfärda rekommendationer till riksdagen om huruvida den uppsättning verktyg som har delegerats till Finansinspektionen bör utökas eller minskas. Den gemensamma kommittén för makrotillsyn bör vara den primära källan till rapporter om den finansiella stabiliteten och delta i en utfrågning i finansutskottet minst en gång om året.
9. Riksbankslagen bör ändras för att förtydliga Riksbankens roll när det gäller att värna finansiell stabilitet, det vill säga om den ska vara begränsad till deltagande i den föreslagna gemensamma kommittén för makrotillsyn (se ovan) eller utökas genom att Riksbanken tilldelas makrotillsynsbefogenheter. Riksbankens uppdrag bör även omfatta finansiell stabilitet, och Riksbanken måste ha vissa formella befogenheter för att kunna uppnå sitt mål.
10. År 2020 bör regeringen ge en mindre grupp experter i uppdrag att granska ansvarsfördelningen när det gäller makrotillsynen mellan Finansinspektionen och Riksbanken.

#### **Riksbankens redovisningsansvar:**

11. Riksdagens finansutskott bör hålla tre utfrågningar om året med Riksbankens direktion efter publiceringen av de penningpolitiska rapporterna. Utöver riksbankschefen (som alltid ska delta) bör tre vice riksbankschefer delta, vilket innebär att varje ledamot av direktionen ska delta minst två gånger under varje tolv månadersperiod för att förklara och försvara hur han/hon har röstat om penningpolitiska beslut.
12. Ambitionen bör vara att det penningpolitiska protokollet ska redogöra för de olika ståndpunkter som har förts fram under mötet och inte för respektive ledamots formella presentationer. De enskilda ledamöterna bör förmedla mer utförliga analyser till allmänheten genom tal.
13. Riksbanken bör komplettera det nuvarande penningpolitiska protokollet med protokoll från möten där huvudscenariot beslutas – det vill säga från det första eller andra stora penningpolitiska beredningsgruppsmötet och även från direktionens prognosmöte. Samtliga protokoll kan sedan offentliggöras två veckor efter det penningpolitiska mötet.

#### **Riksbankens organisation:**

14. Direktionen bör stöpas om till ett penningpolitiskt råd och bestå av tre verkställande ledamöter av Riksbanken, riksbankschefen och två vice riksbankschefer med ansvar för penningpolitik respektive finansiell stabilitet, samt tre icke verkställande ledamöter.
15. Riksdagens finansutskott bör ge riksbanksfullmäktige i uppdrag att lägga fram rekommendationer om ändringar i riksbankslagen.

### 3 Inledning

År 2014 fick vi i uppdrag av riksdagens finansutskott att utvärdera Riksbankens arbete under perioden 2010–2014. Direktiven för vår utvärdering finns i bilaga 1. Under arbetet med utvärderingen, då vi hämtade in underlag från en mängd källor, blev det uppenbart att vi inte kunde bortse från utvecklingen under perioden närmast före 2010, som omfattade den globala finanskrisen. Vi kunde inte heller förbigå de viktiga penningpolitiska händelserna 2015. Vår utvärdering spänner över ett stort område och omfattar både penningpolitik och finansiell stabilitet, Riksbankens struktur, öppenhet och redovisningsansvar, samt förhållandet mellan Riksbanken och andra offentliga myndigheter som arbetar med den ekonomiska politiken, i synnerhet på området finansiell stabilitet.

Utvärderingen inleddes i januari 2015 och överlämnades till riksdagen i slutet av november 2015 för översättning till svenska. Vi vill tacka riksdagens finansutskott och Pär Elvingsson vid utskottets kansli för deras hjälp och samarbete med att ge oss de resurser som behövdes för denna utvärdering. Ett särskilt tack riktas till Christian Nilsson från Riksbanken, som lånades ut för att bistå oss i arbetet under 2015. Hans hjälp med att vägleda oss genom labyrinten av handlingar som var relevanta för vår utvärdering och organisera våra besök i Stockholm för att intervjua berörda personer gick utöver vad plikten kräver. Hans insiktsfulla vägledning, goda humör och kloka råd var oerhört värdefulla, men han ska inte hållas ansvarig för de synpunkter och slutsatser som beskrivs i det följande.

Vi besökte Stockholm vid tre tillfällen. Varje besök varade i flera dagar, och syftet var att intervjua alla berörda personer vid Riksbanken och på andra platser. Vi intervjuade samtliga ledamöter som ingick i Riksbankens direktion under perioden 2010–2015. Vi intervjuade också tjänstemän på Finansinspektionen, flera oberoende ekonomer och andra personer med synpunkter på och erfarenhet av penningpolitiken i Sverige. En fullständig förteckning över de personer som vi träffade finns i bilaga 4.

Efter den globala finanskrisen 2007–2009 återhämtade sig den svenska ekonomin ganska snabbt. Räntorna, som hade sänkts kraftigt under krisen, började långsamt höjas under 2010 och 2011. Senare skulle denna åtstramning av penningpolitiken bli mycket omtvistad, och det är denna debatt som står i fokus för vår utvärdering. När man bedömer vad som är rätt och fel med penningpolitiska beslut är det viktigt att inte göra det utifrån vad vi vet nu, när vi sitter med facit i hand. I vår utvärdering har vi föresatt oss att analysera och diskutera de beslut som fattades i ljuset av den information som beslutsfattarna hade tillgång till vid den aktuella tidpunkten. Därför diskuterar vi ingående hur Riksbankens direktionsledamöter utvecklade sina åsikter från möte till möte utifrån vad de kände till just då.

Utvärderingen har följande disposition: I kapitel 4 beskriver vi de viktigaste dragen i Sveriges ekonomi och landets erfarenheter under finanskrisen, innan utvärderingsperioden inleddes. Därefter beskriver vi i kapitel 5 den svenska penningpolitiken och dess utveckling under perioden 2010–2014. Vi kommenterar också utvecklingen under 2015. Vår realtidsbaserade redogörelse utgör själva kärnan i vår utvärdering. Vi går noggrant igenom de penningpolitiska rapporterna (som utgör underlaget för de politiska alternativ som övervägs och de beslut som fattas vid de penningpolitiska mötena) och protokollen från direktionens penningpolitiska möten, där direktionsledamöternas synpunkter och den information de hade tillgång till under denna besvärliga period beskrivs. I enlighet med direktiven innehåller kapitel 6 en utvärdering av Riksbankens prognosförmåga. Kapitel 7 innehåller vår utvärdering av den svenska penningpolitiken under utvärderingsperioden. I kapitel 8 diskuterar vi Riksbankens uppdrag och om det bör ändras.

Ett centralt inslag i vår utvärdering är behovet av att inse att penningpolitiska beslut inte fattas med facit i hand, med hjälp av data som är tillgängliga idag, utan i realtid. Därför placerar vi alla tabeller och diagram efter kapitel 8, för att inte distrahera läsaren med data tillgängliga i efterhand och därmed undergräva den upplevelse som vi vill att läsaren ska få från vår text.

Våra rekommendationer diskuteras och presenteras i de respektive kapitlen. För enkelhetens skull har vi också samlat dem i kapitel 2. Vi lägger fram ett antal förslag till förbättring av penningpolitiken, Riksbankens redovisningsansvar och fördelningen av ansvaret för penningpolitik och finansiell stabilitet. Våra rekommendationer riktar sig inte enbart till Riksbanken utan också till riksdagens finansutskott och regeringen. Vi hoppas att de kommer att bli föremål för en bred diskussion innan några beslut fattas. Vårt bidrag är inte en färdig plan, utan ett oberoende och förhoppningsvis objektivt underlag för vidare diskussioner bland alla berörda parter i Sverige.

Vår utvärdering av Riksbankens arbete är den tredje i ordningen. Den första gjordes av professor Francesco Giavazzi och professor Frederic Mishkin och omfattade perioden 1995–2005.<sup>1</sup> Den andra gjordes av professor Charles Goodhart och professor Jean-Charles Rochet och omfattade perioden 2005–2010.<sup>2</sup> Vi kommenterar förhållandet mellan dessa utvärderingar och vår egen i kapitel 4.

Tre viktiga intryck sticker ut efter vår utvärdering. För det första har Sverige haft en bra ekonomisk utveckling jämfört med andra industrialiserade länder sedan landet införde ett inflationsmål 1993. Efter de traumatiska erfarenheterna av bankkollapsen och den kraftiga försvagningen av kronan i början av 1990-talet har penningpolitiken varit anmärkningsvärt framgångsrik trots tidvis besvärliga omständigheter. Riksbanken skulle uppnå stabila priser och har i hög grad lyckats med just detta. Penningpolitiken har definitivt varit en framgång om man jämför med de flesta penningpolitiska regimer som Sverige hade innan dess. Det faktum att även små avvikelser i konsumentprisinflationen från tvåprocentmålet i dag ses som ett misslyckande säger något om

de tidigare framgångarna och tyder på en viss hybris i förväntningarna på vad en centralbank kan göra för att styra ekonomin.

För det andra fanns det allvarliga motsättningar inom Riksbankens direktion under den period som omfattas av vår utvärdering. I det följande kommenterar vi de ståndpunkter som intogs och de argument som lades fram. Meningskiljaktigheterna i direktionen handlade om stora intellektuella utmaningar som blev aktuella till följd av den globala finanskrisen och dess efterverkningar, men de utmaningar som Riksbanken ställdes inför måste nog sägas ha varit större än för andra centralbanker. Vad som är det lämpligaste målet för penningpolitiken är något som diskuteras av centralbanker världen över, och det finns ännu ingen internationell konsensus kring detta. Sveriges erfarenheter är viktiga inte bara för de egna medborgarna utan även för omvärlden.

Under vårt arbete med utvärderingen har vi slutligen ständigt imponerats av det skarpa intellektet, erfarenheten, kompetensen och öppenheten hos dem vi talat med, både på Riksbanken och på andra myndigheter. Sverige kan vara stolt över sin centralbank och över kvaliteten hos dess tjänstemän. De egenskaper vi lade märke till hedrar inte bara Riksbanken och andra offentliga myndigheter utan landet som helhet.

Marvin Goodfriend

Mervyn King

## 4 Den svenska ekonomin och penningpolitiken före 2010

Före den globala finanskrisen 2007–2009 verkade den svenska ekonomin vara stark.<sup>3</sup> Tillväxten och inflationen utvecklades på ett tillfredsställande sätt, banksystemet var stabilt, de offentliga finanserna starka och enligt de sedvanliga makroekonomiska indikatorerna tycktes inga uppenbara problem vara under uppeglig (se tabell 1). Under den till synes lugna ytan, precis som i andra större ekonomier, växte emellertid spänningarna. Bostadspriserna och bolåneskulder hade en snabb tvåsiffrig tillväxt, det fanns en växande löptids- och valutaobalans i banksystemet och handelsöverskottet låg på en ohållbart hög nivå. När krisen intensifierades under hösten 2008 drabbades Sverige hårt. Från tredje kvartalet 2008 till tredje kvartalet 2009 minskade BNP med 6 procent, men efter den kraftiga nedgången var återhämtningen under 2010 starkare i Sverige än i de flesta andra länder.

Tiden före vår utvärderingsperiod beskrivs utförligt i de två tidigare utvärderingarna av Riksbankens arbete, som gjordes av Giavazzi och Mishkin respektive Goodhart och Rochet, men vi ger här en kort sammanfattning av den makroekonomiska utvecklingen i Sverige före 2010 och beskriver kortfattat hur det makroekonomiska läget utvecklade sig fram till 2015. Under den förstnämnda perioden genomfördes viktiga reformer som rörde penningpolitiken, framför allt att Riksbanken i februari 2007 började publicera en egen bana för styrräntan (reporäntan) i samband med de penningpolitiska mötena. Vi sammanfattar i korthet hur offentliggörandet av reporäntebanan har fungerat i praktiken mellan 2007 och 2009. Därefter gör vi en kortfattad genomgång av de reservationer (avvikande meningar) som ledamöter i direktionen har lämnat mot Riksbankens beslut under perioden 2006–2009 för att ge en bild av hur omtvistade direktionens beslut var före den period som omfattas av vår utvärdering.

### 4.1 Den makroekonomiska utvecklingen i Sverige

BNP-tillväxten låg i genomsnitt på omkring 3,5 procent om året under perioden 2005–2007, medan arbetslösheten sjönk från nästan 8 procent till 6 procent. KPIF-inflationen (som exkluderar de direkta effekterna på KPI av Riksbankens reporäntebeslut via bolåneräntorna) låg på 1–1,5 procent från 2005 och under hela första halvåret 2007 och underskred därmed Riksbankens inflationsmål på 2 procent (se diagrammen 2–4). Riksbanken höjde reporäntan (se diagram 1) stadigt från 1,5 procent i juni 2005 till 3,5 procent i juni 2007, och alldeles innan krisen bröt ut i september 2008 låg räntan på 4,75 procent. KPIF-inflationen steg samtidigt från 1 procent i augusti 2007 till 3,5 procent ett år senare, och högre inflationsförväntningar hotade att få den trendmässiga inflationen att överskrida inflationsmålet på 2 procent.

Den globala finanskris som bröt ut i september 2008 fick efterfrågan på svenska exportvaror att sjunka kraftigt. Efter att ha ökat i en årstakt på 7 procent mellan 2005 och början av 2008 minskade exporten det fjärde kvartalet 2008 med 24 procent i uppräknad årstakt, och med 30 procent i uppräknad årstakt det första kvartalet 2009, för att slutligen krympa med omkring 15 procent helåret 2009, jämfört med 2008. Som en följd av detta sjönk BNP med 0,6 procent 2008 och med häpnadsväckande 14 procent i uppräknad årstakt sista kvartalet 2008. Under första kvartalet 2009 fortsatte BNP att sjunka med 10 procent i uppräknad årstakt, och under året som helhet minskade BNP med 5 procent jämfört med 2008. Detta ledde till att arbetslösheten steg från 6 procent i mitten av 2008 till nästan 9 procent i slutet av 2009. Under 2009 låg KPIF-inflationen emellertid i genomsnitt på omkring 2 procent, vilket delvis berodde på den kraftiga försvagningen av växelkursen till följd av den internationella krisen och den aggressiva omläggningen i Sverige till en mer expansiv penningpolitik. I början av 2009 hade kronkursen försvagats med omkring 30 procent gentemot euron och stabiliserades efter halvårsskiftet på omkring 10 kronor per euro, samtidigt som den försvagades med 50 procent gentemot US-dollar. Enligt det konkurrensvägda KIX-indexet försvagades kronan med nästan 20 procent mellan mitten av 2008 och mars 2009 (se diagram 5).

Riksbanken sänkte aggressivt reporäntan från 4,75 procent till 0,25 procent i fem steg som inleddes med ett beslut den 8 oktober 2008 på ett extrainkallat möte (som samordnades med Bank of Canada, Bank of England, Europeiska centralbanken, Federal Reserve och Swiss National Bank) och ledde till att reporäntan sattes till 1 procent i februari 2009, för att efter ytterligare sänkningar nå 0,25 procent i juli 2009.

Riksbanken, andra svenska myndigheter och regeringen vidtog åtgärder för att motverka finanskrisens negativa effekter på likviditet och kreditspreadar i Sverige. För att underlätta bankernas långfristiga finansiering erbjöd Riksbanken lån i svenska kronor med löptider på alltifrån tre månader till ett år. De svenska bankerna hade blivit starkt beroende av kortfristig marknadsfinansiering i US-dollar för att kunna finansiera sina långfristiga tillgångar. Upplåningen i US-dollar på den privata marknaden sjönk rejält i krisens kölvatten. Riksbanken svarade med att erbjuda bankerna lån i US-dollar som delvis finansierades med valutaservisen och framför allt med hjälp av en lånefacilitet i US-dollar som Federal Reserve erbjöd Riksbanken och andra centralbanker och som saknade motstycke i fråga om bredd och omfattning.

Efterfrågan på svenska exportvaror ökade på ett anmärkningsvärt sätt under 2010 med 12 procent, tack vare den förbättrade världskonjunkturen och den ökade världshandeln samt effekterna av en svagare kronkurs. Den starka exportutvecklingen bromsade nedgången i Sveriges BNP 2009, och under 2010 växte BNP med 6 procent, vilket fick arbetslösheten att minska från 9 procent till 8 procent. KPIF-inflationen fortsatte under 2010 att ligga nära inflationsmålet på 2 procent. Den starka återhämtningen och det faktum att inflationen



låg nära målet ledde till att Riksbanken höjde reporäntan i sju steg från 0,25 procent i juni 2010 till 2 procent i juli 2011.

Under sommaren och hösten 2011 ledde oro över statsskulden i USA, men framför allt i euroområdet, till att handels- och tillväxtutsikterna i Sverige försämrades. Sveriges BNP-tillväxt sjönk till 2,7 procent 2011, medan exporttillväxten minskade till 6 procent. Arbetslösheten bottnade på 7,5 procent. En kraftig nedgång under 2011 fick samtidigt KPIF-inflationen att hamna under tvåprocentmålet och i slutet av året ligga på omkring 1 procent. I december 2011 lade Riksbanken därför om kursen och började sänka reporäntan från toppnivån på 2 procent i juli 2011.

Under 2012 sjönk Sveriges årliga BNP-tillväxt med 0,3 procent, men under 2013 steg tillväxten i stället med 1,2 procent. Arbetslösheten höll sig samtidigt kring 8 procent under åren 2012–2013. En viss återhämtning i exporttillväxten till cirka 3,5 procent 2014 bidrog till att BNP-tillväxten låg nära sitt årliga genomsnitt på 2 procent sedan 2000, samtidigt som arbetslösheten fortsatte att ligga nära 8 procent. KPIF-inflationen sjönk emellertid ytterligare under åren 2013–2014 och stabiliserade sig så småningom på en nivå på 0,5 procent. Riksbanken fortsatte att sänka reporäntan, först till noll i oktober 2014 och slutligen till –0,35 procent i juli 2015.

## 4.2 Reservationer från ledamöterna i direktionen

Att direktionsledamöterna var oeniga var vanligt under tiden före vår utvärderingsperiod. Inga reservationer gjordes visserligen 2006, men det gjordes 6 under 2007, 8 under 2008 och 2009 inte mindre än 14 reservationer.<sup>4</sup> Under 2007 reserverade sig en ledamot fem gånger och en annan ledamot en gång; båda röstade för en mer aggressiv åtstramning av penningpolitiken än den som hade stöd av majoriteten. Under perioden februari–september 2008 reserverade sig två ledamöter vid tre tillfällen vardera, och en tredje ledamot reserverade sig vid två tillfällen. I samtliga fall röstade dessa ledamöter för en lättare penningpolitik än den som hade stöd av majoriteten. Den största utmaningen mot den majoritet som leddes av riksbankschefen under hela perioden 2006–2009 inträffade i juli och september 2008, då tre ledamöter av direktionen röstade för en lättare politik och majoriteten bara kunde driva igenom sin ståndpunkt därför att riksbankschefen utnyttjade sin utslagsröst.

När krisen bröt ut i september 2008 ställde direktionen sig enhälligt bakom en aggressiv omläggning till en lättare penningpolitik vid de fyra möten som hölls under perioden oktober 2008–februari 2009. Motsättningarna kom emellertid åter upp till ytan i april 2009. En ledamot reserverade sig och förordade en lättare penningpolitik vid samtliga fem resterande möten under 2009. I april ville ledamoten att reporäntan skulle sänkas med 75 i stället för 50 punkter och därefter ligga kvar på 0,25 procent fram till mitten av 2011, och i juli att reporäntan skulle sänkas till noll i stället för 0,25 procent och ligga kvar på denna nivå i ett år. En annan ledamot reserverade sig vid fyra tillfällen under 2009, och en tredje ledamot reserverade sig vid tre av dessa tillfällen. Båda röstade

för att reporäntan skulle höjas snabbare än vad som framgick av räntebanan i den penningpolitiska rapporten. Även om 14 reservationer lämnades mot majoriteten i direktionen 2009, jämfört med bara 8 under 2008, blev ifrågasättandet av majoriteten aldrig lika allvarligt som 2008, eftersom reservationerna gällde såväl en lättare som en stramare penningpolitik än den som hade stöd av majoriteten.

### 4.3 Tidigare utvärderingar

Giavazzi och Mishkin utvärderade den första perioden med en inflationsmålspolitik i Sverige, vilken inleddes i januari 1993 kort efter det att Sverige låtit kronan flyta hösten 1992. För Sveriges del var de underliggande ekonomiska villkoren lyckligtvis ganska gynnsamma under denna period, som inträffade efter den svenska bankkrisen i början av 1990-talet men före den globala finansiella oro som präglade åren 2007–2009. I sin bedömning av hur framgångsrik inflationsmålspolitiken i Sverige hade varit i fråga om att stabilisera inflationen utgick Giavazzi och Mishkin i hög grad från den akademiska litteraturen och den riksbankslag från 1999 som gav Riksbanken en självständig ställning när det gällde uppdraget att upprätthålla prisstabilitet.

Den andra utvärderingen, av Goodhart och Rochet, omfattade den globala finansiella kollapsen och beskrev utförligt finanskrisen, Sveriges sårbarhet och de olika extraordinära krisåtgärder som Riksbanken vidtog för att stabilisera den svenska ekonomin. Rochet och Goodhart bedömde Riksbankens och andra svenska myndigheters förmåga att upprätthålla finansiell stabilitet under krisen. Det som bekymrade dem mest var att det inte tydligt framgick av lagen från 1999 vilket ansvar Riksbanken hade för den finansiella stabiliteten och att regeringen dessutom inte hade gett Riksbanken eller någon annan finansiell tillsynsmyndighet befogenhet att bedriva den makrotillsyn som behövdes för att säkra finansiell stabilitet.

Vår utvärdering skiljer sig från de två tidigare såtillvida att år 2010 hade den globala finanskrisen passerat, och den svenska exporten började snabbt återhämta sig. Vid det laget hade Riksbanken dessutom erfarenhet av att under två decennier ha bedrivit inflationsmålspolitik och därför skaffat sig ett visst självförtroende i sin hantering av penningpolitiken. Flera bekymmersamma underliggande ekonomiska förhållanden skulle emellertid komma att sätta Riksbankens penningpolitiska ramverk på hårda prov. För det första fortsatte de svenska bostadspriserna och hushållens skuldsättning att stiga under hela den period som omfattas av vår utvärdering (se diagram 6 och 7), vilket utgjorde ett hot mot den finansiella stabiliteten, samtidigt som regeringen underlät att åtgärda brister i regelverket för att säkra finansiell stabilitet. För det andra ledde den tröga tillväxten i USA och framför allt i Europa till att expansionen i Sverige avtog, samtidigt som inflationen pressades ned till nivåer som i betydande grad och ihållande låg under tvåprocentsmålet. I slutet av den period som omfattas av vår utvärdering tvingades Riksbanken för det tredje hantera nollrestriktionen i fråga om sin korta styrränta.

Det fanns ingen handbok som visade hur Riksbanken borde ha agerat i denna i stort sett helt nya situation. Direktionen och avdelningen för penningpolitik fick helt enkelt ”lära genom att göra”. I vår utvärdering av Riksbankens penningpolitik under denna period utgår vi därför från hur direktionen hantlade dessa oförutsedda händelser i realtid så som detta dokumenteras i de penningpolitiska rapporterna och protokollen från de penningpolitiska mötena.

## 5 Penningpolitikens utveckling 2010–2015

I kapitel 4 beskrev vi hur den svenska ekonomin hade klarat sig under krisen och fram till den period som omfattas av vår utvärdering. Kombinationen av å ena sidan stigande tillgångspriser och skuldsättning och å andra sidan en svag världsekonomi ställde den ekonomiska politiken i allmänhet och penningpolitiken i synnerhet inför stora utmaningar. Som vi framhöll i inledningen gör man klokt i att bedöma penningpolitiken utifrån den då tillgängliga informationen och inte utifrån vad vi vet nu när vi sitter med facit i hand. Det är viktigt att inte låta sig förledas av försök att i efterhand skriva om historien. Mot denna bakgrund fortsätter vi nu med en analys av vad Riksbanken kände till möte för möte och hur resonemangen kring de penningpolitiska åtgärderna utvecklades över tiden. Men innan vi går in på detta beskriver vi det penningpolitiska ramverk som styr Riksbankens beslut om penningpolitiken – såväl strategin (avsnitt 5.1) som processen (avsnitt 5.2).

### 5.1 Den penningpolitiska strategin

Den penningpolitiska strategin omfattar penningpolitikens mål samt de bedömningar av ekonomin som är vägledande för besluten om styrräntor och andra penningpolitiska verktyg. I Riksbankens publikation *Penningpolitiken i Sverige* (2010, s. 5–6) sammanfattas dess penningpolitiska strategi på följande sätt (citatet kommer från denna publikation):

”Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen [från 1999] att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har preciserat detta som ett mål för inflationen som innebär att den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent.” Inflationen mätt genom KPI (KPI-inflationen) inbegriper ränteförändringarnas effekt på den implicita kostnaden för egnahem. KPIF-inflationen är ett inflationsmått som exkluderar ränteförändringarnas direkta effekt. När räntorna höjs för att dämpa efterfrågan och i förlängningen inflationen, blir effekten inledningsvis att KPI-inflationen stiger. För att motverka en sådan pervers effekt använder direktionen genomgående KPIF i stället för KPI som det inflationsmått som ska vägleda penningpolitiken.

Penningpolitiken ska även ”stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning”. Förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet strävar Riksbanken även efter att ”stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas flexibel inflationsmålspolitik”.

För att uppfylla sina mål fastställer Riksbanken styrräntor vid sina ordinarie penningpolitiska möten (som hålls sex gånger om året). Styrräntan kallas även reporäntan. Reporäntan är den ränta som bankerna får låna eller placera till i Riksbanken på sju dagar. Genom att ändra reporäntan kan Riksbanken påverka

de räntor som bankerna tillämpar på utlåning, bolån och sparkonton och därmed även påverka penningmängden och kreditvolymen i ekonomin. Mer nyligen, då reporäntan först sänktes till noll och 2015 hamnade på minus, har Riksbanken köpt värdepapper på de finansiella marknaderna i syfte att öka likviditeten i ekonomin.

Det tar tid innan penningpolitiken får fullt utslag på inflationen, och den vägleds därför av prognoser för ekonomin och inflationen. Utöver detta publicerar Riksbanken bland annat sin egen bedömning av den troliga framtida reporäntebanan samt graden av osäkerhet kring denna bana. Denna räntebana ”är en prognos, inte ett löfte”. Vid varje penningpolitiskt beslutstillfälle ”gör direktionen en bedömning av vilken utveckling av reporäntan – reporäntebana – som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. En väl avvägd penningpolitik handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabilisering av inflationen runt inflationsmålet och stabilisering av realekonomin”.

I februari 2007 började Riksbanken publicera sin egen förväntade reporäntebana över en treårig prognosperiod efter varje penningpolitiskt möte. Riksbanken började också utarbeta sina prognoser utifrån sin egen publicerade förväntade reporäntebana i stället för att betinga dem på korta terminsräntor som beräknats utifrån avkastningskurvan på penningmarknaden. Samtidigt bytte dess *Inflationsrapport* namn till *Penningpolitisk rapport*. I ett anförande som vice riksbankschef Irma Rosenberg höll den 17 januari 2007 förklarade hon att ”det främsta skälet till att publicera en egen ränteprognos är att det underlättar för centralbanken att styra förväntningarna. Centralbanken kan med detta antagande för räntan tydligare förklara för allmänheten och de finansiella marknaderna hur den ser på den framtida ränteutvecklingen och hur den resonerar när de penningpolitiska besluten fattas”. Som vi diskuterar längre fram skulle frågan om i vad mån den publicerade reporäntebanan styrde marknadens förväntningar visa sig vara en ytterst problematisk faktor när prognoser skulle upprättas och räntor fastställas.

För alla centralbanker är det en stor utmaning att avgöra hur snabbt man ska försöka korrigera eventuella inflationsavvikelser från målet. För Sverige har följande fastställts: ”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 snabb återgång kan i vissa lägen få effekter på produktion och sysselsättning som inte är önskvärda, medan en långsam återgång kan försvaga trovärdigheten för inflationsmålet. I allmänhet har strävan varit att räntan och räntebanan anpassas så att inflationen förväntas vara någorlunda nära målet om två år.”

Enligt riksbankslagen ska Riksbanken också främja ett säkert och effektivt betalningsväsen. Under den period som utvärderingen omfattar började Riksbanken också känna en oro över utvecklingen i fråga om bostadspriser och hushållens skuldsättning. Det var i första hand de tillsynsansvariga myndigheterna och inte Riksbanken som hade det officiella ansvaret för dessa frågor.

Här nedan beskriver vi hur denna oro påverkade penningpolitiken, och i kapitel 7 och 8 kommenterar vi vilka implikationer politiken för finansiell stabilitet kom att få för penningpolitikens utformning i Sverige.

Riksbanken ”strävar efter att dess kommunikation ska vara öppen, saklig, begriplig och aktuell”. Syftet är att göra det lättare för ekonomins aktörer att fatta ekonomiska beslut genom att minska osäkerheten kring penningpolitikens utformning.

## 5.2 Den penningpolitiska beslutsprocessen

Varje år håller Riksbanken sex penningpolitiska möten där besluten om reporäntan fattas. *Penningpolitisk rapport*, som utarbetas inför mötena i februari, juni/juli och oktober, innehåller ett huvudscenario för penningpolitiken som en majoritet i direktionen står bakom samt ett antal alternativa scenarier; *Penningpolitisk uppföljning*, som inte innehåller några alternativa scenarier, utarbetas för övriga tre möten.<sup>5</sup> Räntebeslutet tillkännages kl. 9.30 följande dag, liksom hur de enskilda direktionsledamöterna har röstat. *Penningpolitisk rapport* eller *Penningpolitisk uppföljning* publiceras därefter på Riksbankens webbplats för att ge mer bakomliggande information om det penningpolitiska beslutet. Riksbankschefen håller även en presskonferens. Protokollen från de penningpolitiska mötena, med uttalanden från namngivna ledamöter, publiceras cirka två veckor efter varje möte.

Enligt Hallsten och Tägtström (2009) arbetas underlagen till direktionens penningpolitiska möte fram under en rad förberedande möten genom en process som omfattar cirka sex veckor (en tidslinje över denna process som utmynnar i det penningpolitiska mötet finns i diagram 8).<sup>6</sup> Direktionsledamöterna deltar redan i det första förberedande mötet, där alternativa scenarier börjar ta form utifrån olika synsätt på tillväxten i omvärlden, produktivitetstillväxten, oljepriserna och/eller andra påverkande variabler.

Efter det inledande förberedande mötet hålls ett antal möten där ny statistik och nya händelser som inträffat i ekonomin sedan direktionens föregående penningpolitiska möte presenteras och diskuteras. För en liten, öppen ekonomi som Sverige är det extra betydelsefullt med ett omvärldsmöte som tar fram preliminära prognoser över olika internationella variabler som ekonomisk tillväxt och räntor i omvärlden, vilka prognosen för utvecklingen i Sverige sedan betingas på. Prognoser gjorda av till exempel Organisationen för ekonomiskt samarbete och utveckling (OECD) och Internationella valutafonden (IMF) redovisas också. Det hålls även ett finansmarknadsmöte samt ett nulägesmöte som syftar till att bestämma var svensk ekonomi befinner sig i utgångsläget. Med hjälp av sin strukturella ”Ramses”-modell av den svenska ekonomin samt av statistiska VAR-metoder tar avdelningen för penningpolitik sedan fram sina prognoser över makroekonomiska nyckelvariabler i Sverige som inflation, ränta, BNP, arbetslöshet och växelkurs på grundval av exogena villkor som exempelvis prognosen över utvecklingen i omvärlden.

Efter dessa förberedande möten hålls ”det första stora penningpolitiska beredningsgruppsmötet” (förkortat Stor-PBG1), som Hallsten och Tägtström beskriver på följande sätt:

”Syftet med Stor-PBG1 är att försöka tydliggöra för direktionen vilka prognoser olika modeller genererar, hur modellerna reagerar på den nya information som inkommit och, inte minst viktigt, vilka bedömningar som staben på APP [avdelningen för penningpolitik] gjort när man kommit fram till den slutliga prognosen. Direktionen har på detta möte också möjlighet att ställa detaljfrågor om prognosen direkt till sektorsexperterna” (s. 80).

Under den andra delen av ”det andra stora penningpolitiska beredningsgruppsmötet” (Stor-PBG2), som hålls följande dag, deltar endast direktionen, ett mindre antal personer från penningpolitiska avdelningen, ett par rådgivare samt representanter för informationssekretariatet. Som Hallsten och Tägtström formulerar det:

”Anledningen till att deltagandet på det senare mötet är begränsat är att direktionen ska kunna ha en så öppen och bra diskussion sinsemellan som möjligt. Det är nu som direktionen diskuterar och framför synpunkter på huvudscenariot utifrån sina egna bedömningar” (s. 80).

”De olika medlemmarna i direktionen redovisar då hur de ser på prognosen. En ledamot kan till exempel uttrycka en oro för att prognosen för produktiviteten är för hög. Om ett alternativscenario för produktiviteten har tagits fram kan huvudscenariot justeras direkt vid sittande bord genom att det liggande scenariot viktas ihop med scenariot med en sämre tillväxt för produktiviteten. Direktionen kan då direkt se vilka konsekvenser det får för prognosen för reporäntan, inflationen och till exempel BNP-tillväxten. Olika räntebanor visas också, vilket avspeglar olika avvägningar mellan inflationen och den reala utvecklingen” (s. 81).

”Direktionen försöker utifrån detta material komma fram till en räntebana som det verkar troligt att en majoritet kan komma att ställa sig bakom. Det kan vara så att direktionen vid detta tillfälle kommer fram till att de vill se flera alternativscenarier eller en annan räntebana än den som hittills utgjort huvudscenariot. Detta tas i så fall fram till dagen efter då ett uppföljningsmöte hålls med direktionen och några få från APP” (s. 81).

I nära samarbete med direktionen sammanställer avdelningen för penningpolitik (APP) ett utkast till den penningpolitiska rapporten, som APP bedömer kommer att få stöd av en majoritet i direktionen. Rapporten innehåller det huvudscenario och de alternativa prognoser som ska behandlas vid det penningpolitiska mötet där beslut om reporäntan och andra penningpolitiska beslut fattas genom majoritetsomröstning.

Det penningpolitiska mötet inleds med en kort uppdatering av hur de finansiella marknaderna utvecklats, bland annat hur marknadens penningpolitiska förväntningar ser ut inför mötet. Sedan följer en sammanfattning av huvuddragen i den penningpolitiska rapporten. En stor del av det material och resonemang som ligger till grund för beslutsprocessen finns med redan i den pen-

ningpolitiska rapporten. Fokus för det penningpolitiska mötet är just att direktionens ledamöterna ska framföra sin egen uppfattning. Ledamöterna lägger fram sin egen syn på penningpolitikens nuvarande inriktning och presenterar sina eventuella förslag i fråga om omedelbara reporänteaåtgärder, den publicerade tänkta framtida räntebanan eller andra penningpolitiska åtgärder som Riksbanken kan vidta.

Huvudscenariot i den penningpolitiska rapporten – som omfattar det aktuella reporäntebeslutet och den publicerade tänkta reporäntebanan, samt prognoser över viktiga makrovariabler i Sverige liksom inhemska och globala påverkande variabler – utgör naturligtvis ett underlag för de enskilda ledamöternas diskussion om penningpolitiken. Ledamöterna kan på ett konstruktivt sätt lägga fram sina argument för att de väljer att stödja huvudscenariot eller också ifrågasätta majoriteten genom att lämna in reservationer mot delar av huvudscenariot och lägga fram egna förslag.

Hallsten och Tägtström understryker att ”direktionen har valt att organisera sig som en individualistisk kommitté. Det innebär att besluten fattas gemensamt men att varje ledamot har ett individuellt ansvar. Räntebesluten fattas genom majoritetsomröstning där ordföranden har utslagsröst. I protokollet som publiceras cirka två veckor efter ett penningpolitiskt möte framgår det hur var och en av ledamöterna resonerat och röstat. Därefter kan ledamöterna offentligt ge uttryck för sina egna ståndpunkter. Därigenom tydliggörs det individuella ansvaret och det underlättar också en utvärdering av penningpolitiken” (s. 70).

### 5.3 Penningpolitikens utveckling i Sverige 2010–2015: Redogörelse i realtid

Här redogör vi för hur penningpolitiken i Sverige utvecklades från 2010 och fram till slutet av 2015, så som Riksbankens direktion och avdelning för penningpolitik uppfattade det hela i realtid. De källor som vi har använt oss av är de penningpolitiska rapporter (eller uppföljningar) som har utarbetats för varje penningpolitiskt möte samt protokollen från samtliga dessa möten, de så kallade penningpolitiska protokollen. Rapporterna (som har utarbetats för mötena i februari, juni/juli och oktober) omfattar normalt 50–70 sidor och innehåller huvudscenariot i enlighet med direktionens penningpolitiska beslut samt alternativa scenarier och ibland även särskilda fördjupningar om olika frågor som är relevanta för penningpolitiken. Uppföljningarna (som utarbetas för mötena i april, september och december) omfattar normalt mindre än 20 sidor. Här presenteras enbart huvudscenariot i enlighet med det penningpolitiska beslutet. I slutet av både de penningpolitiska rapporterna och uppföljningarna finns det tabeller med årliga genomsnittliga prognoser för olika variabler i huvudscenariot under den treåriga prognosperioden. Dessa publikationer innehåller också ny information som tillkommit sedan det föregående penningpolitiska mötet.



Under perioden februari 2010–oktober 2015 har direktionen hållit 35 penningpolitiska möten: sex möten per år och fem möten hittills under 2015. Vår redogörelse bygger med andra ord på cirka 1 200 sidor penningpolitiska rapporter och uppföljningar samt på cirka 800 sidor protokoll – sammanlagt är det alltså runt 2 000 sidor med realtidsdata, prognoser, analyser, diskussioner och penningpolitiskt beslutsfattande (se även tabell 2 och bilaga 2).

Vår redogörelse är med nödvändighet ytterst selektiv, och vi diskuterar endast de delar av händelseförloppet som behövs för att utvärdera hur framgångsrik penningpolitiken var ”möte för möte”, det vill säga med hänsyn till den information som fanns tillgänglig vid den aktuella tidpunkten. Vi uppmärksammar betydande prognosrevideringar (som villkoras av aktuella penningpolitiska åtgärder i huvudscenariot) i förhållande till tidigare mötens prognoser. Vi förklarar de penningpolitiska åtgärder som genomförs och återger dessutom huvuddragen i direktionens motivering för dessa åtgärder. Denna motivering kommer i första hand från de penningpolitiska rapporterna och uppföljningarna, som till stor del avspeglar uppfattningarna hos den majoritet i direktionen som förordar det aktuella penningpolitiska beslutet.

Som framhölls redan i avsnitt 5.2 ger direktionens penningpolitiska möten också ledamöterna en möjlighet att förklara sin egen uppfattning om det penningpolitiska beslutet. Genom protokollet kan de enskilda ledamöterna förklara sin ståndpunkt genom en kanal som är lika öppen och nästan lika omedelbar som den penningpolitiska rapporten eller uppföljningen. Ledamöter med avvikande mening har ett särskilt starkt incitament att framföra sina synpunkter vid det penningpolitiska mötet så att de ska kunna publiceras i protokollet. Majoritetens ståndpunkt får ju redan tillräckligt utrymme i rapporten eller uppföljningen, och alternativa scenarier och prognoser avspeglar kanske inte fullt ut farhågorna hos de ledamöter som är av en annan uppfattning och finns dessutom över huvud taget inte med i uppföljningarna. De mest intressanta kommentarerna i protokollet är ofta uttalanden från ledamöter med avvikande mening som ifrågasätter majoritetens bedömning och penningpolitiska beslut eller ställer direkta frågor till majoritetsledamöterna om deras enskilda penningpolitiska ställningstaganden. Protokollens kommentarer från ledamöter med avvikande mening kan ibland förefalla alltför omfattande, repetitiva eller påstridiga. Men som framhålls i avsnitt 5.2 uppmanar Riksbanken direktionsledamöterna att ta ett individuellt ansvar för det penningpolitiska beslutsfattandet, och detta får ledamöterna, och i synnerhet ledamöter med avvikande mening, en möjlighet att göra genom de penningpolitiska mötena och de offentliggjorda protokollen med uttalanden. I vår utvärdering av penningpolitiken har vi lagt särskild vikt vid att ingående rapportera om avvikande uppfattningar för att undersöka i vilken mån penningpolitiken kunde ha förbättrats om de avvikande rekommendationerna hade antagits vid den aktuella tidpunkten.

Vi har delat in den penningpolitik som bedrevs under utvärderingsperioden i följande sex faser (se även diagram 9):

1. Återhämtning och åtstramning, februari 2010–juli 2011.
2. Tid för eftertanke, september 2011–oktober 2011.
3. Besvikelse och lättnader, december 2011–december 2012.
4. Ytterligare tid för eftertanke, februari 2013–oktober 2013.
5. Ned till nollränta, december 2013–december 2014.
6. Ned till minusränta, februari 2015–oktober 2015.

### **Fas 1: Återhämtning och åtstramning, februari 2010–juli 2011**

I början av 2010 infördes en viktig förändring av den svenska penningpolitiken, när de första åtgärderna vidtogs för att strama åt politiken efter de exceptionella penningpolitiska stimulanser som infördes efter den globala finanskrisen. Sedan juli 2009 hade direktionen lämnat reporäntan på den låga efterkrisnivån 0,25 procent och låtit sin publicerade förväntade framtida reporäntebana vara oförändrad, vilket implicerade en höjning under andra halvåret 2010, en reporänta som uppgick till 2,5 procent i början av 2012 och cirka 4 procent i början av 2013. I huvudscenariot vid **det penningpolitiska mötet i februari 2010** reviderades prognosen för arbetslösheten under 2010 ned betydligt, från 10,1 till 9,4 procent, jämfört med den prognos som gjordes vid mötet i december 2009. År 2012, som var det sista året i den treåriga prognosperioden, förväntades den uppgå till cirka 9 procent. Prognosen för KPIF-inflationen under 2010 reviderades upp från 1,2 till 1,9 procent, efter att ha legat på 1,9 procent under 2009, och prognostiserades till 1,8 procent under 2012.

I februari 2010 röstade direktionen för första gången sedan krisen i september 2008 igenom en viss skärpning av penningpolitiken (se tabell 2). Direktionen beslutade att reporäntan skulle ligga kvar på 0,25 procent men att det skulle publiceras en framtida reporäntebana där höjningar skulle inledas med början under sommaren eller under tidig höst 2010.

Direktionen motiverade den försiktiga åtstramningen av penningpolitiken med att ”reporäntan [kan] komma att behöva höjas något tidigare än i bedömningen i december [...] Det beror på ny information i form av bland annat en något högre omvärldstillväxt, starkare sysselsättning och högre inflation, men också på bättre fungerande finansiella marknader” (*Penningpolitisk rapport*, s. 20). Marknadens förväntade reporäntor låg nära Riksbankens reporäntebana fram till mitten av 2011, för att därefter stiga långsammare till endast 3 procent i början av 2013 (*Penningpolitisk rapport*, s. 31).

Lars E.O. Svensson reserverade sig mot majoritetsbeslutet och förordade i stället en sänkning av reporäntan till noll procent och fortsättningsvis en reporäntebana 0,25 procentenheter under huvudscenariots räntebana till och med fjärde kvartalet 2010. Detta blev därmed ännu en i raden, som inletts i april 2009, av Svenssons reservationer för en lättare penningpolitik. I april 2009 argumenterade han för att reporäntan skulle sänkas med 0,75 procentenheter i stället för 0,50 procentenheter, och i juli 2009 ville han sänka

reporäntan till noll procent i stället för till 0,25 procent. Svenssons resonemang följde till stor del samma linjer som det hade gjort vid tidigare möten. Han jämförde prognoserna för inflation och resursutnyttjande med motsvarande reporäntebanor som redovisades i slutet av kapitel 2 i den penningpolitiska rapporten från februari 2010 och påpekade att "[a]v dessa diagram framgår att den lägre reporäntebanan ger ett klart bättre utfall för både inflationen och resursutnyttjandet" (protokollet, s. 9). När majoriteten gick över till att förorda en viss åtstramning av politiken beklagade Svensson att "[m]an kan tycka att om man ändå inte väljer den låga reporäntebanan måste man ha mycket tunga skäl för detta [...] Tyvärr framgår det inte av utkastet till Penningpolitisk rapport varför det i detta läge är rätt att prioritera något annat än inflationsmålet och resursutnyttjandet" (protokollet, s. 9).

Svensson kritiserade därefter följande formulering i utkastet till penningpolitisk rapport: "Huruvida räntesättningen i dessa scenarier bedöms ge en ekonomisk utveckling som är bättre eller sämre än i huvudscenariot är ingen enkel fråga att besvara." Svensson konstaterade: "Det borde istället stå: 'Huruvida räntesättningen i dessa scenarier bedöms ge en ekonomisk utveckling som är bättre eller sämre än i huvudscenariot är en mycket enkel fråga att besvara. Den lägre räntebanan ger en bättre utveckling, medan den högre ger en sämre utveckling'" (protokollet, s. 9–10).

I protokollets följande punkter bemöter Svensson de skäl som har anförts för osäkerheten i den penningpolitiska rapporten genom att hävda att 1) alla mått på resursutnyttjandet ger samma svar, 2) han inte känner till några uppgifter om att ekonomiska aktörer skulle agera annorlunda eller paradoxalt vid låga räntenivåer, 3) det fortfarande inte finns några som helst tecken på att låga räntor inneburit något problem för den finansiella stabiliteten eller de finansiella marknadernas funktionssätt och 4) enligt såväl Riksbankens senaste stabilitetsrapport som Finansinspektionen är "[d]en entydiga och säkra slutsatsen utgående från mycket detaljerade data, studier och stresstest [...] att bostadsmarknad och kreditgivning för närvarande inte innebär något stabilitetsproblem" (protokollet, s. 10).

Avslutningsvis konstaterar Svensson att utkastet till penningpolitisk rapport inte ger några goda skäl mot att välja den lägre reporäntebanan och ställer frågan: "Finns det några utsagda motiv? Utsagda motiv hör dock inte hemma i en transparent penningpolitik. Det som inte tål att sägas öppet kan inte vara något gott skäl" (protokollet, s. 11).

Karolina Ekholm kritiserade Svenssons resonemang kring jämförelsen mellan olika reporäntebanor i den penningpolitiska rapporten och uppgav att "hon själv tyckte att det resonemang som finns i rapporten om att det kan finnas konsekvenser av olika räntebanor som inte fångas i analysen är bra. Olika direktionsledamöter kan ha olika uppfattningar om hur sannolika dessa konsekvenser är och vilken betydelse de har för utfallet, men ytterst handlar det om olika bedömningar" (protokollet, s. 15).

Senare tillade Ekholm att "de faktorer som övriga direktionsledamöter tror påverkar det förväntade utfallet vid olika handlingsalternativ bör inkorporeras

i själva prognosen [...] Samtidigt måste direktionen fatta beslut om penningpolitiken nu och då måste ledamöterna vara fria att väga in sådana faktorer som de tror har relevans för utvecklingen framöver, även om dessa inte kan tas explicit hänsyn till i prognosen” (protokollet, s. 17–18).

Ekholm kunde förstå Svenssons inställning till penningpolitiken, men valde majoritetslinjen eftersom hon ansåg att ”det finns en risk att förväntningsbildningen kan påverkas under lång tid framöver om centralbanken sänker styrrentan i en konjunkturuppgång, eftersom det ganska tydligt skulle bryta mot tidigare mönster” och menade vidare att ”utvecklingen på bostadsmarknaden med hög tillväxt i hushållskrediter och höjda bostadspriser gör det olämpligt med en räntesänkning” (protokollet, s. 15). Det fanns en viss rimlighet i Svenssons argument att en lägre reporäntebana skulle ge en bättre avvägd penningpolitik än den som angavs i huvudscenariot, eftersom den lägre reporäntebanan skulle leda till en inflation närmare målet och få ned arbetslösheten till en hållbar nivå under den treåriga prognosperioden. Men problemet var att detta baserades helt på modellsimuleringar. Som Ekholm påpekade är och bör de enskilda direktionsledamöterna vara fria att grunda sitt val av reporäntebana på andra överväganden än enbart de som anges i modellprognosen, för att i egenskap av oberoende direktionsledamöter tillföra egna perspektiv på reporäntebeslutet.

Senare under mötet påminde Svensson majoriteten om att ”[r]eporäntebanan hade mycket låg trovärdighet i april och i juli 2009, och marknadsförväntningarna låg långt över den annonserade räntebanan. Riksbanken har dock gradvis lyckats förbättra banans trovärdighet. Reporänteförväntningarna har gradvis skiftat ned och närmat sig Riksbankens reporäntebana. Svensson befarade att skiftet upp i början på prognosintervallet nu kan komma att uppfattas som ett ganska stort skift i penningpolitiken som ökar sannolikheten för framtida skift uppåt i reporäntebanan. Detta kunde resultera i ett kraftigt skift uppåt i reporänteförväntningar, en förlust av den trovärdighet som Riksbanken kämpat sig till och en i realiteten betydligt mer kontraktiv penningpolitik än avsett” (protokollet, s. 17). Relationen mellan den publicerade reporäntebanan och marknadsförväntningarna skulle komma att bli en viktig fråga under de kommande åren.

Jämfört med utsikterna från februari gjordes blandade prognosrevideringar i huvudscenariot för Sverige och omvärlden vid **det penningpolitiska mötet i april 2010**. BNP-tillväxten i euroområdet och Sverige för 2010 reviderades ned något. Men arbetslösheten i Sverige under 2010 reviderades också ned till 9 procent och prognostiserades till i genomsnitt 8,4 procent för 2012.

Mot denna bakgrund lämnade direktionen den gällande reporäntan och prognosen för reporäntan oförändrad i april.

Svensson ställde sig bakom majoritetens beslut att reporäntan skulle ligga kvar på 0,25 procent. Men i stället för en räntehöjning någon gång mellan juli och september, vilket majoriteten förväntade sig, insisterade Svensson på ett huvudscenario där den första räntehöjningen skulle komma i december 2010.

Även om de omedelbara skillnaderna i synen på penningpolitiken hade minskat vid detta möte återkom många av de betänkligheter och frågor som hade tagits upp vid mötet i februari.

Svenssons avvikande mening grundades återigen på en fördelaktig jämförelse av hans eget alternativ med huvudscenariot. Under mötet presenterade han egna diagram över den alternativa reporäntebana som han själv förordade, eftersom de inte fanns med i den penningpolitiska uppföljningen. Han argumenterade också för att alternativa reporäntebanor och motsvarande scenarier skulle redovisas både i uppföljningarna och i rapporterna.

Ekholm uppmärksammade att marknadens förväntade reporäntebana nu låg lägre än Riksbankens reporäntebana och påpekade att ”det finns en diskrepans mellan marknadsprissättningen och Riksbankens reporäntebana”, där marknadsprissättningen innebar en mer expansiv penningpolitik än i prognosen. ”Ekholm framhöll att det skulle kunna leda till en faktisk penningpolitik som blev betydligt mer expansiv och alltså mindre väl avvägd än den som föreslås i utkastet till penningpolitisk uppföljning” (protokollet, s. 11).

”Svensson [tyckte] att Ekholms inlägg om skillnaden mellan marknadsförväntningarna och reporäntebanan, där marknadsförväntningarna längre fram ligger betydligt lägre än Riksbankens reporäntebana, var intressant. Det innebär ju att marknaden väntar sig en betydligt mer expansiv penningpolitik än Riksbanken annonserat. Svensson menade att denna skillnad behöver behandlas och diskuteras ordentligt inför nästa penningpolitiska möte. [...] Men den här gången skulle han inte bli förvånad om en långsammare uppgång av reporäntan visar sig vara mer rimlig” (protokollet, s. 17).

Tidigare under mötet hade Svensson bekräftat att det var problematiskt att upprätta och tolka prognoser för inflationen och ekonomin när den publicerade reporäntebanan föreföll brista i trovärdighet eftersom den avvek från marknadens implicita terminräntor. Ekholm ställde sig bakom Svenssons krav på ”en ordentlig analys av vad utfallet skulle bli vid olika beslut givet hur ränteförväntningarna påverkas. Hon instämde i att det vore mycket värdefullt med en sådan analys. Samtidigt så måste direktionen fatta beslut om räntebanan nu, baserat på det underlag som finns nu” (protokollet, s. 16).

Under första kvartalet 2010 ökade BNP med oväntat starka 6 procent i uppräknad årstakt, och vid **det penningpolitiska mötet i juni 2010** beräknades Sveriges BNP öka med 4 procent under 2010 som helhet, vilket var 1,5 procentenheter mer än prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i april. Ett skäl var den starka exporten, som nu prognostiserades att öka med 7,2 procent, en uppgång från 4 procent i april, som stimulerades av återhämtningen i omvärlden. Arbetslösheten prognostiserades minska från 9 procent under 2010 till 8,1 procent 2012. KPIF-inflationen låg på 2 procent under 2010, men det fortsatta underutnyttjandet av resurser förväntades pressa ned KPIF-inflationen till 1,6 procent fram till 2012.

För första gången sedan krisen i september 2008 beslutade direktionen att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 0,5 procent samt att ge den publicerade reporäntebanan på kort sikt en något brantare lutning och samtidigt

normalisera reporäntan på 3,8 procent i stället för 4 procent. Marknadens förväntade reporäntor följde nu Riksbankens reporäntebana endast fram till början av 2011 för att därefter stiga till cirka 2,25 procent i mitten av 2013.

Direktionen motiverade åtstramningen av politiken på följande sätt:

”Utvecklingen på arbetsmarknaden och den höga tillväxten i BNP visar att återhämtningen står på fast mark. Detta tillsammans med andra indikatorer tyder på att resursutnyttjandet nu är högre än vad som antogs i den penningpolitiska uppföljningen i april. Till bilden hör också att bostadspriserna stiger förhållandevis snabbt och att hushållens skuldsättning har ökat påtagligt under senare år” (*Penningpolitisk rapport*, s. 18).

Ekholm reserverade sig mot beslutet. Med hänvisning till den ökade osäkerhet som rådde i euroområdet förordade hon i stället att man skulle avvakta med att höja reporäntan fram till september 2010 för att därefter följa den profil för reporäntan som angavs i huvudscenariot.

Svensson reserverade sig återigen mot beslutet och förordade en bibehållen reporänta på 0,25 procent till och med fjärde kvartalet 2010 och därefter en gradvis återgång till huvudscenariots reporäntebana.

Under diskussionen konstaterade Svante Öberg att den marknadsförväntade reporäntan fem år framåt endast var 2,7 procent, vilket han menade var orealistiskt lågt. Han påpekade: ”Nu ligger marknadsförväntningarna under räntebanan och skillnaden är dessutom ovanligt stor. Det tyder på att penningpolitiken i praktiken är betydligt mer expansiv än vad som avses i utkastet till den penningpolitiska rapporten. När den av marknaden förväntade räntebanan används i Riksbankens modeller visar resultatet att det leder till en mycket kraftig BNP-tillväxt och en underliggande inflation långt över inflationsmålet. Det är naturligtvis inte bra” (protokollet, s. 9).

Som argument för den alternativa politik som Svensson förordade understök han att direktionen efter omfattande diskussion hade enats om en ny version av publikationen *Penningpolitiken i Sverige*, som skulle sammanfattas i inledningen av de penningpolitiska rapporterna. Han framhöll här särskilt den andra punkten i sammanfattningen om hur Riksbanken ska bedriva ”en flexibel inflationsmålspolitik”. Han hävdade att en rimlig jämviktsarbetslöshet kunde bedömas ligga i intervallet 6 till 7 procent och presenterade därefter modeller för prognosmodeller som visade att den alternativa reporäntebana som han förordade gav ett något bättre utfall för inflationen och arbetslösheten bortom treårshorisonten.

För samtliga direktionsledamöter utom Svensson var problemet detta: KPIF-inflationen skulle enligt prognosen ligga ungefär 0,5 procentenheter under tvåprocentmålet under merparten av prognosperioden, och arbetslösheten förutsågs ligga över den hållbara arbetslöshetsnivån på 6–7 procent. Om man helt säkert kunde utgå från prognoserna i huvudscenariot, skulle Svenssons argument vara rimligt. Men under 2010 hade den faktiska KPIF-inflationen legat konstant på tvåprocentmålet, och övriga direktionsledamöter var väl medvetna om behovet av att balansera den fortsatt mycket expansiva politiken mot sannolikheten för att exceptionellt låga räntor under lång tid framöver

skulle leda till en överdriven skuldsättning hos hushållen, högt uppdrivna priser på bostäder samt en framtida finansiell sårbarhet.

Utkastet till den penningpolitiska rapporten innehöll en fördjupning: ”Effekter av ett fall i bostadspriserna”, s. 49–52, där det görs ett försök att uppskatta hur ett bostadsprisfall skulle kunna påverka den makroekonomiska utvecklingen. Ekholm påpekade att detta räkneexempel inte svarade på frågan hur penningpolitiken skulle påverka sannolikheten att obalanser över huvud taget byggs upp (protokollet, s. 15). Svensson hävdade att penningpolitiken skulle kunna motverka effekten på inflation och arbetslöshet av det antagna fallet på 20 procent i bostadspriser genom utfästelser om att reporäntan kommer att hållas nära noll under tillräckligt lång tid (protokollet, s. 22). Ekholm kontrade med att fråga om det var trovärdigt att Riksbanken skulle hålla en så låg ränta under flera år (protokollet, s. 23).

Den svenska BNP-tillväxten, och i synnerhet exporten, överraskade återigen på uppsidan vid **det penningpolitiska mötet i september 2010**. Exporten förväntades nu öka med 11,4 procent under 2010, jämfört med 7,2 procent vid junimötet. Detta skulle stimuleras av ett starkt euroområde, där BNP-tillväxten hade reviderats upp för 2010, från 0,8 procent till 1,5 procent, trots de första tecknen på problem i Grekland och på andra håll. I september reviderades den förväntade svenska arbetslösheten för 2010 ned till 8,5 procent från 8,9 procent i juni, och arbetslösheten för 2012 reviderades ned från 8,2 procent till 7,6 procent. Prognosen för 2010 års KPIF-inflation låg oförändrad på 2 procent, med en inflation som förväntades uppgå till 1,7 procent under 2012.

Direktionen röstade för att reporäntan skulle höjas från 0,5 till 0,75 procent samt att den reporäntebana som beslutats vid junimötet skulle lämnas oförändrad.

Direktionen motiverade sin åtgärd på följande sätt:

”När resursutnyttjandet ökar kommer reporäntan att gradvis höjas till mer normala nivåer. Till bilden hör också att hushållens skuldsättning har ökat påtagligt under senare år” (*Penningpolitisk uppföljning*, s. 6).

Ekholm reserverade sig mot reporäntebanan i majoritetsbeslutet och förordade en flackare bana som inleds på 0,75 procent och slutar på 2,8 procent i slutet av den treåriga prognosperioden. Hon var orolig för att den svagare utvecklingen i omvärlden kunde förväntas dra ned tillväxt och inflation även i Sverige under den kommande perioden.

Svensson reserverade sig och förordade en reporänta på 0,50 procent och en låg reporäntebana som gradvis skulle stiga till endast 1,75 procent vid prognosperiodens slut. Han var orolig för att den högre reporäntebanan i huvudscenariot, om den fick trovärdighet och införlivades i marknadsförväntningarna, skulle medföra en betydande åtstramning av den nuvarande faktiska penningpolitiken med en kraftig höjning av marknadsräntor med längre löptid och en kraftig kronförstärkning, vilket skulle sänka den redan låga KPIF-inflationen och höja den redan höga arbetslösheten under prognosperioden.

Per Jansson, chef för avdelningen för penningpolitik, inledde det penningpolitiska mötet i september med att framhålla att "[d]e penningpolitiska förväntningarna som de kommer till uttryck i terminsräntor [...] också [har] skiftat ned under sommaren. Sådana skift kan vara svåra att tolka. Historiskt har den faktiska reporäntan ofta utvecklats annorlunda än vad marknadsaktörer enligt terminsräntor hade förväntat sig" (protokollet, s. 2–3). Marknadsförväntningarna följde nu Riksbankens reporäntebana förhållandevis väl fram till slutet av 2010, men låg på 1,75 procent i slutet av den treåriga prognosperioden, vilket kan jämföras med Riksbankens slutpunkt på 3,8 procent.

Bul Ekici presenterade en analys från avdelningen för penningpolitik som tydde på att marknaderna trodde att 1) osäkerheten i omvärlden och 2) senare tids signaler från centralbanker om att skjuta styrräntehöjningar framåt i tiden skulle leda till ett behov av en mer expansiv penningpolitik i Sverige, förmodligen för att motverka en kronförstärkning (protokollet, s. 1–2). Marknaden trodde med andra ord att en "växelkursutjämning" implicit begränsade Riksbankens penningpolitik – genom att implicit skapa en viss "bristande trovärdighet" kring Riksbankens avsikt att höja den publicerade reporäntebanan i de fall då den inte åtföljdes av en motsvarande höjning av utlandets styrräntor.

Svensson och Ekholm ställde sig båda bakom detta synsätt, vilket fick central betydelse för deras synsätt och reservationer i fråga om penningpolitiken.

Enligt samma resonemang som ovan hävdade Svensson att "[h]ela reporäntebanan bör skiftas ner till en nivå ungefär motsvarande marknadsförväntningarna" (protokollet, s. 8). Han "ansåg att nuvarande goda tillväxt och återhämtning beror på den faktiska penningpolitiken, det vill säga marknadsförväntningarna och nuvarande marknadsräntor för olika löptider, snarare än den avsedda penningpolitiken, reporäntebanan" (protokollet, s. 11). Därmed hävdade Svensson implicit att om Riksbankens reporäntebana skiftades ned i enlighet med marknadsförväntningarna skulle detta inte ha någon större effekt på marknadsförväntningarna i sig. Ekholm kommenterade Svenssons oro för att Riksbankens bana skulle bli trovärdig med svaret att "[d]et tycks som om de svenska terminsräntorna följer med när terminsräntorna skiftar i utlandet [...] det vore bra att utreda mer noggrant hur terminsräntorna påverkas av reporäntebanan och utländska terminsräntor" (protokollet, s. 13).

Lars Nyberg ifrågasatte Svenssons implicita argument om att marknadens förväntningar på reporäntan inte skulle påverkas av att Riksbankens reporäntebana skiftades ned och sa att enligt hans mening skulle en sådan åtgärd "uppfattas som en tydlig signal om en lättare penningpolitik och därmed också få tydliga effekter både på räntor och på växelkurs" (protokollet, s. 19). Ekholm konstaterade att den fråga som Nyberg tagit upp var en kärnfråga. I likhet med Nyberg ansåg hon att "en stor nedrevidering av reporäntebanan nu skulle påverka marknadsräntorna i negativ riktning och därmed göra den 'faktiska' penningpolitiken mer expansiv snarare än att hålla den oförändrad". Ekholm påpekade att detta dock endast var en hypotes och att "det vore bra att borra djupare i frågan om hur beslut om förändringar i reporäntebanan påverkar marknadsräntorna. Inte minst är det viktig information att ha som underlag om



man ska hantera den nivåproblematik som Svensson har tagit upp” (protokollet, s. 20).

I huvudscenariot för **det penningpolitiska mötet i oktober 2010** reviderades prognosen för Sveriges BNP-tillväxt för 2010 upp kraftigt, från 4,1 till 4,8 procent, vilket nästan helt kompenserade för den stora svenska BNP-minskningen på 5,1 procent under 2009. Enligt huvudscenariot beräknades nu arbetslösheten minska till 6,8 procent i slutet av den treåriga prognosperioden. KPIF-inflationen beräknades uppgå till i genomsnitt 2 procent under 2010 och minska till 1,3 procent under 2011 till följd av kronförstärkningen, för att sedan stiga till 1,9 procent under 2013.

Direktionen beslutade att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 1 procent, men sänkte den publicerade ränteprognosen från 2,4 till 2 procent under 2011 samt från 3,8 till 3,4 procent i slutet av den treåriga prognosperioden. Marknadens förväntade reporäntor följde Riksbankens reporäntebana fram till början av 2011 men steg därefter mindre brant till cirka 2,25 procent i slutet av 2013 (*Penningpolitisk rapport*, s. 10, och protokollet, s. 2).

Direktionen motiverade sin åtgärd på följande sätt:

”BNP växer nu snabbt och resursutnyttjandet stiger. Dessutom har hushållens skulder ökat påtagligt under senare år. Om skuldökningen i förhållande till inkomsterna fortsätter under en längre tid finns risk för att obalanser byggs upp i den svenska ekonomin” (*Penningpolitisk rapport*, s. 18).

Den här gången lämnade Ekholm och Svensson in identiska reservationer mot beslutet och förordade i stället att reporäntan skulle hållas på 0,75 procent för att sedan gradvis höjas till 2,7 procent i slutet av den treåriga prognosperioden. Om Riksbankens reporäntebana skulle bedömas som fullt trovärdig på marknaden, ”ansåg [de] att huvudscenariots räntebana [skulle innebära] en mer åtstramande penningpolitik än vad som framgår av den penningpolitiska rapporten. Den skulle leda till en större förstärkning av kronan än i rapportens prognos och betydligt högre långa räntor än i dagsläget. Detta skulle sänka inflationen och höja arbetslösheten. Att huvudscenariots räntebana väntas leda till en större förstärkning av kronkursen än i prognosen grundas på uppfattningen att utländska styrräntor kommer att stiga långsammare och att växelkursen påverkas av nuvarande låga utländska långa marknadsräntor” (protokollet, s. 31).

Under diskussionen konstaterade Ekholm att hon var ”skeptisk till prognosen för utländska styrräntor så som de uttrycks i [...] utkastet till penningpolitisk rapport, trots att den inneb[a]r en nedrevidering i förhållande till motsvarande bana i den penningpolitiska uppföljningen i september” (protokollet, s. 4). Den antagna banan för utländska räntor följde implicita terminräntor i fyra kvartal men steg därefter brant till cirka 2,75 procent i slutet av 2013. Ekholm påpekade att kommunikation från den amerikanska centralbanken Federal Reserve, den europeiska centralbanken ECB och Bank of England tydde på att de, givet deras egna prognoser, såg ett behov av att hålla styrräntan oförändrad längre än vad som implicit låg i Riksbankens prognos. Hon ansåg att ”den blå kurvan i diagram R11 i utkastet till penningpolitisk rapport utgör en

rimligare prognos för penningpolitiken utanför Sverige” (protokollet, s. 4). Den blå kurva som det hänvisades till var Riksbankens mått på implicita terminsräntor utomlands som steg gradvis till endast 1,75 procent i slutet av 2013 (*Penningpolitisk rapport*, s. 52).

I en ovanligt lång kritisk kommentar till huvudscenariot, som omfattade sex sidor i protokollet (s. 14–19), hävdade Svensson senare bland annat att det fanns två allvarliga problem med huvudscenariot. För det första hävdade han att Riksbankens reporäntebana, som använts i huvudscenariot, fortfarande var mycket högre än marknadsförväntningarna. Han befarade att om den skulle bli trovärdig, skulle den penningpolitiska inriktningen medföra en uppgång i de långa räntorna i Sverige och en kronförstärkning, strypa återhämtningen av exporten och BNP samt sänka inflationen och höja arbetslösheten. För det andra påpekade han att växelkursen beror på skillnaden mellan långa inhemska och utländska marknadsräntor samt hävdade att frånvaron av en större kronförstärkning i huvudscenariot berodde på antagandet att marknadsräntebanorna utomlands var högre än vad som implicerades av de faktiska marknadsräntorna.

Barbro Wickman-Parak ”bad om ett förtydligande från staben om huvudscenariots prognos verkligen bygger på ett antagande om att räntorna i Sverige och omvärlden skiljer sig från de faktiskt observerade räntorna som Svensson hävdade” (protokollet, s. 19). Per Jansson, chef för avdelningen för penningpolitik, svarade att ”analysen i huvudscenariot förstås beaktar dagens observerade räntor. Han menade vidare att Svenssons bild av avvikelser mellan faktiska räntor och de som prognosen bygger på utgår ifrån specifika antaganden för översättningen av terminsprissättning till styrränteförväntningar och översättningen av styrränteförväntningar till långa marknadsräntor. I en modellvärld med rationella förväntningar är det svårt att ta hänsyn till att marknads och Riksbankens penningpolitiska förväntningar kan skilja sig åt. Men prognosen i huvudscenariot är inte en ren modellprognos och där finns möjligheter att använda expertbedömningar för att justera för företeelser som man inte kan ta hänsyn till i modeller. I prognosen för framtida räntor används en mängd information utöver terminsprissättningen, vilket lett till en bedömning som ligger nära genomsnittet för andra prognosmakares ränteprognoser” (protokollet, s. 19–20).

Svensson svarade omedelbart och ”förklarade på nytt att såvitt han förstår är huvudscenariot betingat på att såväl reporäntebanan som Riksbankens prognos för utländska styrräntor är trovärdig, det vill säga att alla marknadsaktörer och andra aktörer faktiskt tror på Riksbankens prognos för både reporäntan [och] utländska räntor och att denna tro prisas in i marknadsräntorna [...] Detta är dock frågor som får redas ut ordentligt fram till nästa penningpolitiska möte” (protokollet, s. 20). Svensson föreslog senare ett underlag för de penningpolitiska besluten genom att lägga prognoser baserade på implicita terminsräntor och jämföra utfall med föreslagen reporäntebana (protokollet, s. 27–28).

Vid det penningpolitiska mötet i december 2010 konstaterades att Sveriges BNP-tillväxt var mycket högre under tredje kvartalet 2010 än vad man hade väntat sig under mötet i oktober. Återigen reviderades den beräknade BNP-tillväxten för helåret 2010 upp, denna gång till 5,5 procent från 4,8 procent. Prognosen för BNP-tillväxten 2011 höjdes från 3,8 procent till 4,4 procent. Prognosen för arbetslösheten sänktes något, och den genomsnittliga arbetslösheten väntades nu bli i genomsnitt 6,6 procent 2013. Den tidigare prognosen med en KPIF-inflation på 1,3 procent för 2011 reviderades upp till 1,7 procent men väntades sjunka till 1,5 procent 2012, då tillfälligt höga elpriser skulle falla, för att sedan vända uppåt igen till 1,9 procent 2013. Arbetslöshetsprognosen var i stort sett oförändrad jämfört med i oktober. Arbetslösheten väntades minska från 8,4 procent 2010 till 6,6 procent 2013, vilket ansågs ligga nära den normala och långsiktigt hållbara arbetslöshetsnivån.

Direktionen beslutade att följa sin prognos från oktober och höja reporäntan från 1 procent till 1,25 procent och fortsätta på den räntebana den hade beslutat om i oktober, det vill säga att höja reporäntan till 3,4 procent till utgången av 2013.

Direktionen beslutade att fortsätta utan ytterligare åtgärder än de som förväntats i oktober, trots en oväntad stark BNP, och konstaterade att ”även med de höjningar som ligger i Riksbankens prognos kommer reporäntan att vara förhållandevis låg ett bra tag framöver. Det motiveras av att det underliggande inflationstrycket i nuläget är relativt lågt och resursutnyttjandet är lägre än normalt” (*Penningpolitisk uppföljning*, s. 5).

Precis som i oktober reserverade sig Ekholm och Svensson gemensamt mot majoritetsbeslutet. Den här gången accepterade de emellertid den höjning av reporäntan som gjorts i oktober, från 0,75 procent till 1 procent. De argumenterade dock emot en ytterligare höjning av reporäntan i december, och precis som tidigare förordade de en räntebana som mer gradvis skulle stiga mot 2,7 procent över prognosperioden.

Diskussionerna vid decembermötet följde i stort samma linjer som vid oktobermötet. Ekholm och Svensson erkände underförstått den oväntade styrkan i Sveriges ekonomi sedan oktober genom att godta höjningen av reporäntan till 1 procent. Svensson uttryckte emellertid oro över att ”om huvudscenariots räntebana skulle bli trovärdig skulle, allt annat lika, svenska långa räntor öka med ungefär 70 punkter för en 5-årsränta [...] Detta skulle medföra en förstärkning av kronan som skulle medföra en ytterligare åtstramning utöver höjningen av långa räntor. Den sammantagna åtstramningen skulle leda till ännu lägre inflation och ännu högre arbetslöshet än i huvudscenariot” (protokollet, s. 12).

Efter ett helt år av åtstramningar i den svenska penningpolitiken efter krisen är det värt att återge hela det argument som riksbankschefen Stefan Ingves lade fram för att fortsätta att hålla igen på den penningpolitiska stimulansen:

”De data som kommit in visar att tillväxten är högre och arbetslösheten är lägre än i tidigare prognoser, och att bytesbalansöverskottet kvarstår. BNP

kommer inom kort att ha uppnått samma nivå som innan krisen och resursutnyttjandet normaliseras under prognosperioden. Barometerdata visar på fortsatt styrka i ekonomin. Inflationsförväntningarna stiger även om inflationen enligt prognosen kommer att ligga ganska nära målet på två procent. Sammantaget innebär det enligt Ingves att det nu är lämpligt att höja räntan och att fortsätta med räntehöjningar längre fram.”

”Enligt Ingves behöver Sverige mindre expansiva monetära förhållanden. Det kan åstadkommas via två kanaler, via räntehöjningar och/eller via växelkursen. Växelkursbedömningar är genuint svåra och det är svårt att basera penningpolitiken på ett antagande om att den låga räntan i omvärlden kommer att bidra till en växelkursförstärkning. Diskussionen om valutakursens roll i penningpolitiken påminner om diskussionen om ’monetary conditions index’ på 1990-talet som inte ledde fram till några klara slutsatser utan tvärtom ledde till att sådana index övergavs.”

”Den räntebana som föreslås i den penningpolitiska uppföljningen är enligt Ingves en rimlig kompromiss. Genom att gradvis höja räntan blir penningpolitiken mindre expansiv. Skulle växelkursutvecklingen bli dramatiskt anorlunda än i prognosen så får man ta hänsyn till det när det väl hänt.”

Riksbankschefen Ingves konstaterade också att ”[h]ushållens skulder fortsätter att öka och det är för tidigt att bedöma vilken effekt Finansinspektionens lånetak kommer att få. För att undvika problem längre fram är det även mot den här bakgrunden lämpligt att höja räntan och indikera räntehöjningar i framtiden såsom räntebanan anger. Den penningpolitiska transmissionen verkar via förväntningar och räntebanan styr förväntningarna” (protokollet, s. 14).

Vid utgången av 2010 var stridslinjerna dragna i diskussionen om den penningpolitiska inriktningen. Den ena sidan var oroad över den oväntat goda återhämtningen i Sveriges ekonomi och även över vad stigande bostadspriser och ökande skuldsättning kunde leda till. Den andra sidan hade ett snävare fokus på inflationsprognoserna och var oroad över att de aktuella prognoserna hade överskattat de troliga räntebanorna i omvärlden och därför inte hade tagit tillräckligt stor hänsyn till effekterna av att en starkare krona tryckte ned inflationen.

Den fortsatta styrkan i Sveriges ekonomi bekräftades på nytt vid **det penningpolitiska mötet i februari 2011**. Enligt huvudscenariot väntades Sveriges BNP växa med 4,4 procent under 2011 för att sedan bromsa in till ungefär 2,5 procent 2012 och 2013. Arbetslösheten väntades uppgå till i genomsnitt 7,3 procent 2011 och i genomsnitt 6,4 procent 2013. KPIF-inflationen väntades bli 1,9 procent 2011, 1,5 procent 2012 och 2 procent 2013.

Direktionen röstade om att höja reporäntan från 1,25 procent till 1,5 procent och att höja reporäntebanan något, till 3,6 procent från 3,4 procent fram till början av 2014. Marknadens förväntningar på reporäntan hade skiftat upp från december 2010 och skilde sig nu inte särskilt mycket från Riksbankens räntebana fram till början av 2012.

Direktionen motiverade sin åtgärd på följande sätt:

”De realekonomiska utsikterna för Sverige och omvärlden är i grova drag desamma som i prognoserna som publicerades i december. Resursutnyttjandet är idag något lägre än normalt men bedöms vara normalt eller något över normalt mot slutet av prognosperioden [...] För att stabilisera inflationen nära inflationsmålet på 2 procent och för att undvika ett för högt resursutnyttjande framöver bedömer Riksbanken att det är lämpligt att fortsätta höjningarna av reporäntan som inleddes i fjol” (*Penningpolitisk rapport*, s. 16).

Precis som i oktober och december reserverade sig Ekholm och Svensson gemensamt mot majoritetsbeslutet. Även denna gång godtog de höjningen av reporäntan med 0,25 procentenheter vid det föregående penningpolitiska mötet (i december), men de argumenterade återigen emot att reporäntan, som nu låg på 1,25 procent, skulle höjas ytterligare till 1,5 procent. Den här gången höjde de dock slutpunkten för reporäntebanan från de 2,7 procent som de hade förespråkade sedan oktober 2010 till 3,25 procent vid utgången av 2014. Deras blygsamma avvikelse från majoritetsbeslutet implicerade en motsvarande förbättring i inflationen i förhållande till tvåprocentmålet och en snabbare minskning av arbetslösheten mot dess hållbara nivå.

Trots att skillnaderna mellan direktionsledamöternas ståndpunkter uppenbart hade minskat var diskussionen som vanligt intensiv vid det penningpolitiska mötet. Följande kommentarer belyser stämningen:

Öberg påpekade att ”när det gäller räntebanan var hans bedömning fortfarande att reporäntan skulle komma att behöva höjas med 0,25 procent vid vart och ett av årets sex möten. Öberg påminde om att reporäntan fortfarande är mycket låg. Marknadens ränteförväntningar har skiftat uppåt och han noterade att allt fler bankekonomer delar bedömningen att Riksbanken kommer att behöva höja räntan till 2,75 procent vid årsskiftet” (protokollet, s. 6). Öberg hänvisade till diagram 3.4 i den penningpolitiska rapporten som visade att marknadens förväntningar på den kommande reporäntan i stort sett hade anpassats efter Riksbankens publicerade reporäntebana sedan december.

Under mötet avsatte direktionsledamöterna tid för att diskutera och jämföra tillförlitligheten i alternativa mått på resursutnyttjandet. Svensson konstaterade att hans ”egen preliminära bedömning av den hållbara arbetslöshetsnivån är tills vidare cirka 5,5 procent, efter att ha läst några uppsatser i ämnet och diskuterat med några arbetsmarknadsekonomer” (protokollet, s. 10). Senare hävdade han att Riksbankens modell Ramses riskerar att överskatta inflationsprognosen vid prognosperiodens slut eftersom den ”beräknats under ett standardantagande om en hållbar arbetslöshetsnivå på cirka 6,5 procent, vilket han anser vara för högt” (protokollet, s. 11). Ekholm påpekade att ”[e]n komplicerande faktor i den här lågkonjunkturen är att det samtidigt har genomförts reformer som kan förväntas trycka ned vad som kan kallas en långsiktigt hållbar arbetslöshet” (protokollet, s. 16).

Nyberg tog upp ett välbekant tema och påpekade att ”[t]erminalsräntekurvan har ju skiftat uppåt och ligger nu ganska nära Riksbankens reporäntebana, åtminstone under det närmaste dryga året. Det förefaller ha skett utan någon

kraftfullt bromsande effekt på den svenska ekonomin via en snabb appreciering av kronan. Skiftet verkar spegla att terminsräntorna stigit internationellt” (protokollet, s. 14).

Svensson (och Ekholm för sig) gick under mötet med på att ”[d]enna gång [fanns] det inte några större skillnader mellan [...] implicita terminsräntor och huvudscenariots antagande om utländska räntor för de första två åren” (protokollet, s. 3–4).

Vid **det penningpolitiska mötet i april 2011** ansågs återhämtningen i den globala ekonomin fortsätta i god takt. Den globala BNP-prognosen på 4,3 procent för 2011 förändrades mycket lite från februari, trots en naturkatastrof i Japan, politisk oro i Nordafrika och Mellanöstern samt statsfinansiella problem i euroområdet. I synnerhet stigande energipriser pressade upp 2011 års prognos för den globala inflationen till strax över 2 procent. Enligt huvudscenariot väntades den svenska BNP-tillväxten uppgå till 4,6 procent 2011 för att därefter sjunka tillbaka mot trenden på 2,5 procent i takt med att arbetslösheten minskade. KPIF-inflationsprognosen för 2011 reviderades nedåt från 1,9 procent till 1,6 procent, men väntades ändå nå 2 procent 2013.

Direktionen beslutade att följa sin reporänteprognos från februari och höja räntan från 1,5 procent till 1,75 procent och lämna återstoden av reporäntebanan, som nådde 3,6 procent i början av 2014, oförändrad från mötet i februari.

I den penningpolitiska uppföljningen konstaterades att ”[e]nligt marknadens prissättning är de penningpolitiska förväntningarna i Sverige ungefär i linje med Riksbankens prognos för reporäntan på ett års sikt [...] På längre sikt är de dock lägre än Riksbankens prognos. Förväntningarna på reporäntan enligt enkäter ligger i linje med Riksbankens prognos även på längre sikt. Både enkäter och marknadens prissättning visar på förväntningar om en höjning av reporäntan i april, samt ytterligare tre höjningar i år” (*Penningpolitisk uppföljning*, s. 8).

Direktionen motiverade sin åtgärd med i stort sett samma resonemang som i februari 2011.

Precis som de hade gjort sedan oktober 2010 reserverade sig Ekholm och Svensson gemensamt mot majoritetsbeslutet. Återigen godtog de höjningen av reporäntan med 0,25 procentenheter vid det föregående penningpolitiska mötet (i februari), men argumenterade emot att reporäntan, som nu låg på 1,5 procent, skulle höjas ytterligare till 1,75 procent. Och ännu en gång höjde de slutpunkten för reporäntebanan – från de 3,25 procent som de hade förordat i februari till 3,9 procent i början av 2014 – och förespråkade en långsammare höjning till en början och en snabbare höjning längre fram. Deras förhållandevis blygsamma avvikelser från majoritetsbeslutet tydde på en motsvarande snabbare inflationshöjning mot tvåprocentmålet och en snabbare minskning av arbetslösheten mot en hållbar nivå.

Bland de viktigaste synpunkter som togs upp under mötet kan följande nämnas. Öberg och Ekholm tog upp höjningen av ECB:s styrränta till 1,25 procent i april (och att räntehöjningen utlöste en höjning av terminsräntorna i euroområdet). Ekholm trodde att åtgärden enbart var avsedd som en

signal för att visa att ECB prioriterar att hålla inflationen i schack, medan Öberg menade att det kunde innebära högre styrräntor framöver (protokollet, s. 4–5).

Nyberg påpekade att två element av osäkerhet hade undanröjts på de finansiella marknaderna i Europa. Portugal hade begärt och fått hjälp av IMF och EU, och den nya regeringen i Irland hade agerat för att ta itu med problemen i sitt banksystem. Nyberg tillade emellertid att det fortfarande fanns problem i Grekland och Spanien (protokollet, s. 6).

Svensson hävdade att två nya beräkningar från Finansdepartementet och Konjunkturinstitutet av den hållbara arbetslösheten bekräftade hans ståndpunkt att den var närmare 5,5 procent än Riksbankens antagande om 6,5 procent i huvudscenariot.

Nyberg ansåg att det fanns en fråga som man inte behövde bekymra sig så mycket om för närvarande som tidigare, och det var hushållens skulder. Utvecklingstakten i hushållens skulder hade tydligt dämpats och bostadspriserna hade planat ut. Nyberg var beredd att åtminstone tillfälligt lägga denna oro på hyllan (protokollet, s. 14).

Riksbankschefen Ingves sammanfattade sin egen syn på dagsläget på följande sätt:

”Sverige har nu en expanderande ekonomi och vi behöver fokusera på en balanserad utveckling när vi har lågkonjunkturen bakom oss. En risk med att inte höja reporäntan nu, när räntenivån är låg i förhållande till andra konjunkturuppgångar, är att räntan måste höjas kraftigt längre fram. Nuvarande strategi med gradvisa höjningar är ett säkrare val, särskilt när vi börjat höja i ett läge med lång väg mot den räntenivå man kan vänta sig under någorlunda normala förhållanden” (protokollet, s. 15).

Fram till **det penningpolitiska mötet i juli 2011** hade Sveriges ekonomi fortsatt att utvecklas i stort sett enligt prognosen i april. I huvudscenariot väntades BNP-tillväxten dämpas från 4,4 procent 2011 till 2,5 procent 2013. Arbetslösheten väntades sjunka från 7,4 procent 2011 till 6,4 procent 2013, och KPIF-inflationen väntades stiga från 1,6 procent 2011 till 2,1 procent 2013. Riksbankens prognos över utländska styrräntor reviderades ned något jämfört med april. Trots en ökad oro i euroområdet, tecken på en inbromsning i den snabba tillväxttakten i tillväxtekonomierna och på att expansionen i USA kunde bli långsammare än väntat, väntades BNP-tillväxten i världen bli 4,2 procent 2011 enligt huvudscenariot.

Direktionen röstade även denna gång för att hålla fast vid sin prognos och höja reporäntan från 1,75 procent till 2 procent och att lämna reporäntebanan oförändrad från mötet i april, med en gradvis höjning av reporäntan till 3,8 procent fram till tredje kvartalet 2014.

I tydlig kontrast till de närmast föregående penningpolitiska mötena hade förväntningarna på de framtida räntorna skiftat ned med nästan 50 punkter över horisonter på ett eller två år sedan det föregående mötet och landade på 2,5 procent 2014 (protokollet, s. 2). Denna utveckling hade stor betydelse. Riksbankens penningpolitik började förlora sin trovärdighet på marknaden

igen, precis som den hade gjort under första halvåret 2010. Fallet i förväntningarna på den svenska reporäntan återspeglade liknande sänkningar i förväntningarna på styrräntorna i euroområdet, USA och Storbritannien. De globala marknaderna hade uppenbart en mer pessimistisk syn på de försämrade marknadsutsikterna än Riksbankens huvudscenario (*Penningpolitisk rapport*, s. 37).

Direktionen motiverade sin åtgärd på i princip samma sätt som i april 2011.

Och precis som de hade gjort sedan oktober 2010 reserverade sig Ekholm och Svensson gemensamt mot majoritetsbeslutet. Återigen godtog de reporäntehöjningen med 0,25 procentenheter från föregående penningpolitiska möte (april), men de argumenterade mot en höjning av reporäntan, som nu låg på 1,75 procent, till 2 procent. I stället förordade de en gradvis höjning till samma slutpunkt på 3,8 procent vid prognosperiodens slut som majoriteten av direktionen förordade. Det är värt att notera att de båda ledamöterna med avvikande mening accepterade en reporänta som var endast obetydligt lägre än den majoriteten förespråkade och att deras avvikande åsikter inriktades på sannolika framtida räntor.

Under mötesdiskussionen klagade Ekholm och Svensson på att även om Riksbankens prognos över utländska styrräntor hade reviderats ned i utkastet till penningpolitisk rapport jämfört med prognosen i april var den fortfarande betydligt högre än de styrräntor som marknaden tycktes förvänta sig. Svensson ansåg att ”[o]m prognosen avviker från implicita terminräntor är det viktigt att diskutera och motivera sådana avvikelser [...] Det får inte uppstå någon misstanke om att man gör höga prognoser för utländska räntor för att motivera en hög reporäntebana” (protokollet, s. 5).

Riksbankschef Ingves svarade med att konstatera att ”[n]är det gäller frågan om Riksbanken ska göra egna prognoser för internationella styrräntor eller använda sig av terminsprisinställningen, [hade den] varit uppe till diskussion förut och att han inte sett att en majoritet skulle ha ändrat uppfattning och att frågan därför inte behövde diskuteras vidare här” (protokollet, s. 10).

Precis som i april redovisade Svensson även denna gång omfattande alternativa simuleringar med utgångspunkt i hans föredragna hållbara arbetslöshetsnivå på 5,5 procent samt utländska räntor, och visade på risken för disinflation och högre arbetslöshet än i huvudscenarierna. Han ansåg också att alternativa räntebanor borde diskuteras utförligare i den penningpolitiska rapporten än på två sidor av 70 (protokollet, s. 13–16).

Senare under mötet sade riksbankschefen Ingves att åtstramningen av penningpolitiken 2010 hade bidragit till den goda utvecklingen i Sveriges ekonomi (protokollet, s. 22–23). Svensson svarade med en annan tolkning och påpekade att ”majoriteten i direktionen [började] höja räntan och strama åt penningpolitiken, trots att KPIF-prognosen låg under målet och trots att prognosen för samtliga mått på resursutnyttjandet låg under en normal nivå [...] Under dessa omständigheter skulle man kunna vänta sig att den realekonomiska utvecklingen skulle bli ganska dålig [...] Vad som räddat den svenska ekonomin



kan ha varit att den *faktiska* penningpolitiken varit mycket mer expansiv än den *avsedda*” (protokollet, s. 23).

Svensson menade att det hade sett ut ungefär så här sedan februari 2010; eftersom Riksbankens reporäntebana inte var fullt ut trovärdig så var den femårsränta som påverkar aktiviteten i ekonomin cirka 100 punkter lägre än en femårsränta förenlig med Riksbankens reporäntebana. Svensson trodde att detta var en stor del av förklaringen till att tillväxten överraskat positivt under 2010 (protokollet, s. 24).

Wickman-Parak hänvisade till den framväxande pessimismen om utvecklingen i omvärlden och ”noterade att det i den penningpolitiska debatten spekuleras i huruvida en sänkt räntebana skulle vara aktuell vid detta möte. Parentetiskt kan nämnas att det inte är så länge sen det spekulerades i det motsatta” (protokollet, s. 17).

## Fas 2: Tid för eftertanke, september 2011–oktober 2011

Marknadens oro för den statsfinansiella situationen i euroområdet och USA och oron för den globala tillväxten tilltog månaderna före **det penningpolitiska mötet i september 2011**. Ökad riskaversion tryckte ned de långsiktiga obligationsräntorna, och börserna föll kraftigt både i Sverige och i omvärlden. De viktigaste marknaderna för svensk export väntades bromsa in ganska påtagligt. Därför reviderades Sveriges BNP-tillväxt 2012 ned i huvudscenariot från 2,2 procent till 1,7 procent, och den förväntade arbetslösheten i Sverige 2012 reviderades upp från 6,7 procent till 7,2 procent och från 6,4 procent till 6,9 procent 2013. KPIF-inflationen väntades bli ungefär en halv procentenhet lägre under de närmaste åren jämfört med vad som prognostiserats i juli. Dessutom hade olika förtroendeindikatorer i Sverige, till exempel inköpschefsindex och Konjunkturinstitutets barometer, fallit snabbt.

Direktionen beslutade att inte höja reporäntan för första gången sedan juni 2010, behålla reporäntan på 2 procent och revidera reporäntebanan så att den endast nådde 3,6 procent under tredje kvartalet 2014.

Precis som i juli sjönk de penningpolitiska förväntningarna – i termer av implicita terminräntor – på nytt för hela prognosperioden. De visade att det nu fanns vissa förväntningar på att reporäntan skulle sänkas med en halv procentenhet eller så under 2012 (*Penningpolitisk uppföljning*, s. 10). Trovärdighetsgapet mellan Riksbankens reporäntebana och marknadsförväntningarna hade vuxit till cirka 1 procentenhet vid utgången av 2012.

Precis som de hade gjort sedan oktober 2010 reserverade sig Ekholm och Svensson gemensamt mot majoritetsbeslutet. De godtog höjningen av reporäntan med 0,25 procentenhet vid det föregående penningpolitiska mötet (juli) och gick med på att behålla reporäntan på 2 procent men förespråkade en mer gradvis höjning av reporäntebanan till endast 3 procent vid prognosperiodens slut. Den här gången accepterade de båda ledamöterna med avvikande mening majoritetens nuvarande reporänta på 2 procent och inriktade på nytt sitt missnöje helt på sannolika framtida räntor.

Under det penningpolitiska mötet konstaterade direktionsledamöterna att stämningläget på de finansiella marknaderna och i medierna hade försämrats kraftigt. De noterade ett av ratinginstitutens uppseendeväckande nedgradering av USA:s kreditvärdighet. De diskuterade hur djup och långvarig försämringen i de ekonomiska villkoren riskerade att bli för USA, euroområdet och Sverige. Nyberg kallade utvecklingen för en ”svart augustimånad” (protokollet, s. 19). I juli hade Öberg trott ”att reporäntan skulle komma att behöva höjas vid alla tre möten i höst, särskilt om statsskulproblemen i euroområdet visade sig kunna hanteras utan påtagliga negativa effekter på de finansiella marknaderna. Men utvecklingen sedan dess har gjort att Öberg nu har ändrat sig [...] De risker för en högre inflation, som Öberg såg vid det förra penningpolitiska mötet har inte heller materialiserats [...] prognoserna för inflationen har reviderats ner” (protokollet, s. 22).

Svensson klagade återigen på att den växande skillnaden mellan implicita utländska räntor och Riksbankens prognos ledde till en snedvridning av inflationsutsikterna: ”det [är] som att analysen utgår från att utländska femårsräntor är 100 räntepunkter högre än vad de faktiskt är” (protokollet, s. 8). Han påpekade även att marknadens förväntningar på den framtida reporäntebanan i Sverige hade sjunkit kraftigt sedan juli och nu förutspådde att reporäntan skulle sjunka till 1,5 procent fram till utgången av 2012 och ligga kvar där. Hösten 2014 var Riksbankens reporäntebana nu 2 procentenheter högre än marknadens förväntade reporäntebana, vilket visar att det rådde ett enormt trovärdighetsgap i Riksbankens penningpolitik som innebar att den faktiska politiken var mycket mer expansiv än den avsedda. Senare under mötet hävdade Svensson att ”[d]et skulle vara förödande för den svenska ekonomin om räntebanan blev trovärdig och femårsräntan steg med 170 räntepunkter” (protokollet, s. 25).

När det gällde hur kronan skulle påverkas av räntedifferenser gentemot omvärlden ändrade Ekholm sig och höll ”med Stefan Ingves och Lars Nyberg om att kronan tycks tillhöra den grupp av valutor vars värden pressas i perioder med marknadsoro [...] Perioder med marknadsoro är typiskt sett perioder med nedpressade räntor, som nu. Så Ekholm kunde tänka sig att ökade räntedifferenser gentemot omvärlden i dagsläget skulle förknippas med ett svagare apprecieringstryck på kronan än vad som skulle vara fallet i ett mer normalt läge” (protokollet, s. 21).

Vid **det penningpolitiska mötet i oktober 2011** reviderades tillväxtutsikterna för USA och euroområdet ned ytterligare något för 2012. Det rådde något mindre oro och volatilitet på de finansiella marknaderna än i september. Nu var huvudscenariots prognos att Sveriges BNP skulle växa något långsammare 2012 än i september. KPIF-inflationen låg på 1,5 procent 2011 och skulle enligt prognosen dämpas ytterligare till 1,3 procent 2012. Huvudscenariots prognos var dock fortfarande en återgång till 2 procent fram till tredje kvartalet 2014. Det blev alltmer uppenbart att problemen i euroområdet skulle fortsätta ett tag framöver.

Direktionen beslutade att behålla reporäntan på 2 procent fram till utgången av 2011 och att höja reporäntebanan långsammare, till endast 3,5 procent fram till tredje kvartalet 2014.

Ekholm och Svensson reserverade sig återigen gemensamt. Den här gången förordade de en omedelbar sänkning av reporäntan till 1,75 procent och en lägre reporäntebana på 1,5 procent från och med första kvartalet 2012 till och med första kvartalet 2013 och därefter en höjning till lite drygt 3 procent fram till tredje kvartalet 2014. De invände på nytt att Riksbankens prognoser för utländska styrräntor i huvudscenariot var mycket högre än marknadsförväntningarna baserade på implicita terminräntor.

Diskussionen blev som vanligt intensiv mellan direktionsledamöterna som på nytt tog upp frågor som hade avhandlats vid tidigare möten. Vissa motsättningar skärptes. I sin analys av det penningpolitiska beslutet, som omfattar fem sidor i protokollet (s. 10–14), var Svensson till exempel starkt kritisk till den penningpolitiska rapportens analys som låg till grund för prognoserna i huvudscenariot. Han ansåg att resonemanget bakom majoritetsbeslutet att behålla reporäntan konstant inte var övertygande. För att illustrera sitt argument visade Svensson ett diagram över sitt eget alternativ till huvudscenariot med hjälp av 1) utländska räntor enligt implicita terminräntor och 2) ett antagande om en hållbar arbetslöshet på 5,5 procent. Ett anmärkningsvärt resultat var att direktionens reporäntebana i Svenssons scenario innebar att KPIF-inflationen sjönk till 0,5 procent 2012 och återgick till cirka 1 procent först vid utgången av 2014 (protokollet, s. 14).

### **Fas 3: Besvikelser och lättnader, december 2011–december 2012**

Den viktigaste händelsen vid **det penningpolitiska mötet i december 2011** var den kraftiga nedrevideringen av tillväxtutsikterna. BNP-tillväxten i euroområdet 2012 reviderades ned från 0,7 procent till 0,2 procent. Enligt huvudscenariot väntades tillväxten i den svenska exporten 2012 sjunka kraftigt från 3,9 procent till 1,9 procent, och BNP-tillväxten 2012 reviderades ned från 1,5 procent till 1,3 procent samtidigt som arbetslösheten 2012 nu väntades öka till 7,5 procent från 7,2 procent. Prognoserna för KPIF-inflationen reviderades ned något, till 1,4 procent 2011, 1,2 procent 2012 och 1,7 procent 2013, för att sedan stiga till 2 procent 2014.

Direktionen beslutade att sänka reporäntan till 1,75 procent och sänkte den stigande reporäntebanan med ungefär 0,3 procentenheter för att sluta på 3,2 procent fjärde kvartalet 2014. De implicita terminräntorna pekade på att trovärdighetsgapet fortsatte att öka, då marknaderna nu förväntade sig stegvisa sänkningar av reporäntan med strax över 1 procentenhet fram till sommaren 2012 (*Penningpolitisk uppföljning*, s. 9).

Ekholm och Svensson reserverade sig återigen gemensamt. De förordade en direkt sänkning av reporäntan till 1,5 procent och en räntebana som låg kvar på 1,25 procent från andra kvartalet 2012 till och med tredje kvartalet 2013 för att därefter stiga till knappt 3 procent. De motiverade detta med sin bedömning

att den penningpolitiska uppföljningens prognoser av både de utländska styrrenterna och det svenska resursutnyttjandet var för höga.

Svensson betonade att utsikterna för inflationen och arbetslösheten var mycket sämre nu än vid mötet i oktober. Öberg argumenterade för reporäntesänkningen genom att säga att ”inflationstrycket är lågt, både i utgångsläget och för den närmaste tiden. Olika mått på underliggande inflation ligger klart under 2 procent både enligt senaste utfall och enligt prognoserna för nästa år i utkastet till penningpolitisk uppföljning”. Öberg påpekade att ”[i]nflationsförväntningarna på fem års sikt ligger däremot stabilt strax över 2 procent enligt Prospera i december, vilket tyder på ett förtroende för att Riksbanken på sikt kan hålla inflationen nära inflationsmålet” (protokollet, s. 27).

Vid **det penningpolitiska mötet i februari 2012** reviderades prognosen för 2012 års BNP-tillväxt i euroområdet ned på nytt från 0,2 procent till -0,1 procent jämfört med december 2011. Enligt huvudscenariot väntades den svenska exporttillväxten 2012 sjunka från 1,9 procent till noll procent, och 2012 års BNP-tillväxt reviderades ned kraftigt från 1,3 procent till 0,7 procent. Arbetslösheten 2012 väntades nu stiga till 7,7 procent från 7,5 procent för att sedan sjunka till 7,0 procent fram till början av 2015. Prognoserna för KPIF-inflationen reviderades ned något för 2012, till 1,1 procent.

Direktionen beslutade att sänka reporäntan till 1,5 procent, låta den ligga kvar där i ett år och sedan gradvis höja den från och med mitten av 2013 till cirka 3 procent i början av 2015.

Diagram 3.13 i den penningpolitiska rapporten visar att marknadens förväntade reporänta skiftade upp mot Riksbankens reporäntebana med ungefär 50 punkter från december och väntades endast sjunka till 1 procent fram till mitten av 2012 och ligga kvar där över halvårsskiftet 2014. Prosperas januariundersökning låg närmare Riksbankens publicerade reporäntebana.

Denna gång lämnade Ekholm och Svensson separata reservationer. Båda förordade en sänkning av reporäntan till 1,25 procent. Ekholm föredrog en reporäntebana som låg kvar på 1 procent från tredje kvartalet 2012 till och med tredje kvartalet 2013 och sedan steg till strax över 2 procent vid prognosperiodens utgång. Svensson föredrog en bana som låg kvar på 0,75 procent från tredje kvartalet 2012 till och med tredje kvartalet 2013 och sedan steg till 2 procent.

Direktionsledamöterna uttryckte olika grad av pessimism över utvecklingen i euroområdet. Riksbankens prognos över utländska styrrenter låg närmare marknadens förväntningar, men Svensson och Ekholm beklagade att det aldrig hade förts någon uttömmande diskussion om förhållandet mellan dessa två företeelser i den penningpolitiska rapporten. Svensson framhöll återigen det stora trovärdighetsgapet mellan Riksbankens publicerade reporäntebana och marknadens förväntningar och anmärkte att ”Riksbankens ränteprognoiser har tappat kontakten med verkligheten” (protokollet, s. 15). Marknadens förväntningar hade skiftat uppåt mot Riksbankens reporäntebana i december men låg fortfarande långt under den banan.

Svensson ansåg att Riksbankens reporäntebana låg för högt för att 1) prognosen för de utländska styrräntorna låg för högt, 2) prognoserna för euroområdet och därmed för den svenska exporten var för optimistiska och 3) Riksbanken utgick från en alltför hög hållbar arbetslöshetsnivå (protokollet, s. 17).

Svensson hade sedan september 2011 hävdade att måluppfyllelsen kunde bli ännu bättre om reporäntebanan sänktes betydligt mer än i huvudscenariot. Hans invändningar handlade emellertid om ganska små avvikelser från politiken i huvudscenariot eftersom det är ”resurskrävande och det uppstår en del tekniska svårigheter som ännu inte är avklarade när det gäller att göra prognosberäkningar för räntebanor som ligger långt ifrån huvudscenariot och därefter mer precist bestämma vilken bana som är bäst” (protokollet från det penningpolitiska mötet i oktober 2011, s. 14). Svensson förklarade att ”ett stort och viktigt problem i beslutsprocessen [är] att det i praktiken inte finns rum för en utförlig och seriös diskussion av olika policyalternativ. Det bör finnas åtminstone två alternativa räntebanor med åtföljande noggrant genomarbetade prognoser för inflation och resursutnyttjande, med diskussion av måluppfyllelsen för de olika alternativen. Annars är beslutsunderlaget otillräckligt. Hur ska ledamöterna kunna fatta rimliga beslut utan att konsekvenserna av de alternativa räntebanorna är ordentligt utredda?” (protokollet, s. 19–20).

Senare under mötet ställde sig Ekholm bakom Svenssons förslag och sa att ”[h]on tycker det är viktigt att direktionen analyserar [alternativa reporäntebanor] ordentligt framöver, gärna inför nästa beslut, och då i ett sammanhang där hela direktionen är med och diskuterar rimligheten i analysen” (protokollet, s. 25).

Vid ett annat tillfälle under mötet påpekade Ekholm att det angavs i utkastet till penningpolitisk rapport att den lägre reporäntan förknippas med en KPIF-inflation på strax över 2 procent 2014. Detta kan tala emot banan, sa hon, om man tror att det medför en risk för att inflationsförväntningarna driver iväg från tvåprocentmålet. Hon ansåg dock att denna risk var mycket låg.

Vid **det penningpolitiska mötet i april 2012** justerades prognosen för euroområdets BNP-tillväxt på nytt ned i huvudscenariot, till –0,3 procent 2012. Efter att ha minskat mer än väntat 2011 förväntades den svenska exporten växa med endast 0,5 procent 2012. Andra delar av huvudscenariot förändrades inte särskilt mycket från februari till april.

Direktionen beslutade att behålla reporäntan på 1,5 procent, låta den ligga kvar där i ett år för att sedan höja den mot 3 procent i slutet av prognosperioden.

Än en gång reserverade sig Ekholm och Svensson mot beslutet var för sig. Båda förordade en sänkning av reporäntan till 1 procent och en lägre bana än i den penningpolitiska uppföljningen. Ekholm föredrog emellertid en reporänta på 1 procent till och med tredje kvartalet 2013 och en ökning till 2,25 procent fram till 2015. Svensson föredrog en reporänta som låg kvar på 0,75 procent från och med tredje kvartalet 2012 till och med tredje kvartalet 2013 och som sedan steg till 2 procent fram till 2015.

Man diskuterade återigen hur allvarlig utvecklingen i euroområdet var och tog än en gång upp frågor som hade avhandlats vid tidigare möten. Några nya betänkligheter och synpunkter framfördes. Svensson tog upp vad han kallade tre principiella frågor: 1) hur penningpolitiken bör bedrivas och utvärderas, 2) att den penningpolitiska beslutsprocessen består av två distinkta steg och 3) att man inte ska glömma bort ett längre perspektiv. Han argumenterade bland annat för att Riksbankens process var otydlig i fråga om 1) användningen av KPI- och KPIF-inflation, 2) användningen av andra mått på resursutnyttjande än arbetslöshet och 3) användningen av måluppfyllelse vid prognosperiodens slut i stället för över hela perioden.

Per Jansson, som var ny ledamot av direktionen sedan januari 2012, påpekade senare att ”han inte riktigt förstod poängen med att ta upp dessa frågor på det penningpolitiska mötet. Detta är ju frågor som kan diskuteras mycket länge men den tiden står inte till buds på ett möte av det här slaget. Jansson menade att det låter på Svensson som om det är frågor som direktionen aldrig tidigare diskuterat, vilket han anser är grovt missvisande [...] Som en allmän kommentar till Svenssons inlägg om principiella frågor lyfte Jansson fram att han tycker att det är viktigt att inte blanda ihop rätt och fel med att olika personer kan ha olika uppfattningar i svåra frågor som inte har några självklara svar” (protokollet, s. 26).

Eckholm tog upp en ny fråga om den penningpolitiska processen. Hon inledde sin argumentation med att upprepa att hon i likhet med Svensson ”har svårt att se några skäl till varför reporäntan och räntebanan skulle hållas oförändrad. Inflationstrycket är lågt i dagsläget och, som framgår av utkastet till den penningpolitiska uppföljningen, förväntas det vara så under stor del av prognosperioden. KPIF-inflationen beräknas inte komma upp till 2 procent förrän mot slutet av 2013”. Hon undrade om ”de modellanalyser av alternativa räntebanor som diskuteras vid de penningpolitiska mötena [...] utgår från en penningpolitisk respons som är orealistiskt snabb. Om det förhåller sig på det sättet [...] riskerar [man att] missa att få upp KPIF-inflationen till 2 procent [...] om reporäntan inte sänks mer ordentligt i dagsläget” (protokollet, s. 21).

Senare fortsatte Eckholm sitt resonemang på samma linje i ett något annorlunda sammanhang. Hon hänvisade till ett tidigare inlägg från Svensson om att Riksbanken historiskt sett har låtit inflationen hamna under tvåprocentmålet sedan 2000 och påpekade att ”det kan finnas tendenser i hur själva beslutsfattandet går till som har lett till ett sådant utfall. Så länge som hon har suttit i direktionen har det funnits en tendens att nöja sig med att endast komma tillbaka till målet mot slutet av prognosperioden i situationer då inflationen hamnat under målet” (protokollet, s. 33).

Tidigare under mötet hade riksbankschefen Ingves påpekat att i IMF:s senaste World Economic Outlook framgick att recessioner som har föregåtts av en snabb ökning i skuldsättningen tenderar att vara såväl djupare som mer långvariga än recessioner som haft en mer normal skuldutveckling. Han hävdade att ”det [är] risker analysen inte kan bortse ifrån [...] och att] det [...] där-

för [är] viktigt att även väga in skuldutvecklingen hos såväl hushåll som företag vid utformningen av penningpolitiken. Det är särskilt viktigt, menade [han], i ett läge när Sverige ännu inte har gjort klart hur frågor om makrotillsyn ska hanteras” (protokollet, s. 30–31).

Krisen i euroområdet blossade upp på nytt, nu med fokus på Grekland och Spanien. I huvudscenariot vid **det penningpolitiska mötet i juli 2012** antogs att problemen skulle hanteras, men BNP-tillväxten i euroområdet nedjusterades ändå. Den svenska ekonomin hade dock klarat sig bra under första halvåret 2012, och tillväxtprognosen för privatkonsumtionen under 2012 som helhet reviderades från 1 procent till 1,5 procent. Huvudscenariots prognoser för inflation och arbetslöshet var i stort sett oförändrade: 1 procent för inflationen 2012 och 7,6 procent för arbetslösheten och samma förväntningar på att dessa skulle nå 2,1 procent respektive 7 procent 2014.

Direktionen beslutade sig för att stå fast vid april månads penningpolitiska beslut – att lämna reporäntan på 1,5 procent under första halvåret 2013 och därefter höja den till 3 procent fram till halvårsskiftet 2014. Marknaderna förväntade sig emellertid att reporäntan skulle falla under 1 procent fram till slutet av 2012, vilket var något lägre än i april (*Penningpolitisk rapport*, s. 31).

Ekholm och Svensson reserverade sig och förordade i stället att reporäntan skulle sänkas till 1 procent. Ekholm föredrog en reporäntebana på 1 procent till och med tredje kvartalet 2013 och därefter en höjning mot 2,6 procent. Svensson föredrog en reporänta på 0,75 procent från fjärde kvartalet 2012 till och med fjärde kvartalet 2013 och därefter en höjning mot 2 procent. De resonerade i stort sett likadant som vid tidigare möten.

Under mötet diskuterade direktionsledamöterna hur man skulle balansera försämrade villkor i Europa med den uppenbara styrkan i den svenska ekonomin.

Svensson sa att han inte kunde finna några ”skäl till att åsidosätta mandatet om prisstabilitet och högsta hållbara sysselsättning för att bedriva någon slags ’leaning against the wind’-politik med en stram penningpolitik i tron att man då förbättrar den finansiella stabiliteten, till exempel genom att begränsa bolånetillväxten. Det finns inget teoretiskt eller empiriskt stöd för att en högre styrränta under nuvarande förhållanden skulle ha en signifikant effekt på den finansiella stabiliteten i Sverige och att detta skulle vara ett skäl till att hålla inflationen under målet och arbetslösheten över en långsiktigt hållbar nivå” (protokollet, s. 15).

I likhet med majoriteten i direktionen ansåg Jansson att ”hushållens skuldsättning, precis som i februari och i april, fortsätter att på marginalen vara en faktor som han menar talar för att inte ytterligare sänka reporäntan. Han upplever inte att riskbilden nu är mer allvarlig än tidigare, men den höga skuldkvoten bland hushållen fortsätter att göra den svenska ekonomin mer sårbar och skör än vad den skulle vara vid en lägre skuldsättningsgrad. Om hushållens skuldsättning av något skäl på nytt skulle börja öka mer påtagligt så behövs olika politikområden i Sverige tillsammans diskutera behovet av olika

åtgärder för att inte riskerna på området ska bli alltför stora” (protokollet, s. 18–19).

Den svenska ekonomin visade sig återigen vara oväntat stark vid **det penningpolitiska mötet i september 2012**. BNP ökade med nästan 6 procent i uppräknad årstakt under andra kvartalet 2012, främst på grund av en oväntat stark export. Den svenska BNP-tillväxten för 2012 reviderades upp jämfört med juli, från 0,6 procent till 1,5 procent. Exporten väntades öka med 1,3 procent 2012 i stället för –0,3 procent. Den starka utvecklingen väntades dock inte fortsätta, och huvudscenariots prognoser för inflation och arbetslöshet var i stort sett oförändrade jämfört med juli. En överraskning var den snabba apprecieringen av kronkursen sedan juli – kronan stärktes med hela 5 procent, både mot euron och i konkurrensvägda tal, till sin högsta nivå på mer än tio år. Den andra viktiga överraskningen var att prognosen för inflationen i arbetskostnaden per enhet sänktes från 3,1 procent till 1,9 procent för 2012 till följd av att produktivitetstillväxten för 2012 reviderades upp från 0,4 procent till 1,5 procent. Utvecklingen i euroområdet fortsatte att försämrans som väntat.

Direktionen beslutade att sänka reporäntan till 1,25 procent och behålla den där fram till mitten av 2013 innan den gradvis skulle höjas till 3 procent vid slutet av den treåriga prognosperioden. De svenska marknaderna förväntade sig nu en reporänta på strax över 1 procent vid utgången av 2012, ungefär som i juli.

Direktionen motiverade den sänkta reporäntan på följande sätt:

”Utvecklingen i för Sverige viktiga länder bedöms i närtid vara relativt svag. BNP-tillväxten i svensk ekonomi blir därmed också förhållandevis svag det närmaste året. Därför är det knappast troligt att den mycket snabba tillväxten under det första halvåret i år blir inflationsdrivande, särskilt som den höga BNP-tillväxten gått hand i hand med en oväntat hög produktivitetstillväxt. Detta tillsammans med en snabbare förstärkning än väntat av kronan innebär ett lägre kostnadstryck och en lägre inflation jämfört med bedömningen i juli” (*Penningpolitisk uppföljning*, s. 7).

Svensson reserverade sig mot den penningpolitiska uppföljningen, beslutet om reporäntan och reporäntebanan. Han förordade en sänkning av reporäntan till 1 procent och en reporäntebana som skulle ligga kvar på 0,75 procent från det fjärde kvartalet 2012 till och med fjärde kvartalet 2013 och sedan stiga till 2 procent fram till fjärde kvartalet 2014. Han ansåg att uppföljningens prognoser för utländska styrräntor på längre sikt och för tillväxten i omvärlden låg för högt.

Ekholm reserverade sig enbart mot reporäntebanan i den penningpolitiska uppföljningen. Hon förordade att reporäntan skulle sänkas till 1 procent under hösten, ligga kvar där till och med tredje kvartalet 2013 och sedan höjas till 2,5 procent fram till fjärde kvartalet 2014.

Under mötet förklarade Jansson varför han, efter att ha uttryckt farhågor vid mötet i juli om att en sänkt reporänta skulle kunna innebära ett hot mot den finansiella stabiliteten, nu hade ändrat åsikt. Han resonerade kring huvudscenariots inflationsprognos och konstaterade:



”[S]varet på frågan varför han nu tycker att räntan bör sänkas men inte tyckte det tidigare enkelt uttryckt är att en viss avvikelse från inflationsmålet kan tolereras men att det inte kan röra sig om att sikta på en inflationsutveckling som aldrig når upp till målet under de närmaste tre åren. Enligt Janssons synsätt skulle detta bara kunna vara en godtagbar utveckling av inflationen i undantagsfall där det förelåg mycket speciella omständigheter. Men sådana omständigheter finns inte idag” (protokollet, s. 20).

Senare frågade Jansson varför Svensson inte förordade en ännu lägre reporänta just nu och en ännu lägre räntebana framöver, med tanke på att den penningpolitik Svensson ville bedriva enligt hans egen bedömning skulle leda till en inflation som låg under tvåprocentmålet under hela prognosperioden (protokollet, s. 20–21). Svensson svarade att Jansson hade rätt och att ”det vore bättre med en räntebana som ger en prognos för KPIF-inflationen som skjuter över målet för att pressa ner arbetslösheten lite till” (protokollet, s. 23). Därefter upprepade Svensson något som han betonat vid tidigare penningpolitiska möten, nämligen att ”det är svårt och [det finns] tyvärr inte [...] tillräckliga resurser vid Riksbanken för att göra en ordentlig analys av räntebanor och prognoser som ligger långt ifrån huvudscenariot” (protokollet, s. 23, protokoll från det penningpolitiska mötet i oktober 2011, s. 20).

Tillväxtutsikterna för USA och euroområdet hade inte förändrats särskilt mycket vid **det penningpolitiska mötet i oktober 2012**. Riksbanken antog fortfarande att det skulle vidtas tillräckliga åtgärder i euroområdet för att krisen inte skulle förvärras dramatiskt. Arbetslösheten i Sverige väntades stiga till 7,9 procent under 2013, jämfört med beräkningen i september på 7,6 procent, eftersom antalet personer i arbetskraften hade ökat mer än antalet personer som hade fått sysselsättning och eftersom det hade tagit längre tid för arbetssökande att hitta de lediga jobben. Prognosen för KPIF-inflationen 2013 reviderades ned kraftigt, från 1,6 procent i september till 1,1 procent, på grund av fallande elpriser. Huvudscenariot var fortfarande en inflationsökning till 2,1 procent 2015.

Direktionen beslutade att behålla reporäntan på 1,25 procent och att sänka den publicerade reporäntebanan jämfört med september med cirka 50 punkter, till 2,6 procent fram till slutet av den treåriga prognosperioden, vid utgången av 2015.

Direktionen motiverade sin åtgärd på följande sätt:

”Eftersom penningpolitiken påverkar ekonomin med en viss fördröjning skulle en omedelbar sänkning av räntan troligtvis få små effekter på den låga inflationen och konjunkturen det närmaste året [... och] KPIF-inflationen [skulle] riskera att hamna över 2 procent om några år. En lägre reporänta kan också ytterligare öka riskerna förknippade med hushållens höga skuldsättning [... men en] lägre reporäntebana bedöms gå hand i hand med att hushållens skulder som andel av den disponibla inkomsten inte ökar utan ligger kvar på dagens nivåer” (*Penningpolitisk rapport*, s. 19).

Marknadens förväntade reporäntebana hade inte ändrats särskilt mycket sedan september, vilket innebar att reporäntan skulle ligga under 1 procent i början av 2013 och ligga kvar där hela 2015. Den lägre publicerade reporäntebanan verkade inte ha fått särskilt stor effekt i praktiken på marknadens förväntningar (*Penningpolitisk rapport*, s. 32).

Ekholm reserverade sig mot den oförändrade reporäntan och reporäntebanan och förordade i stället en reporänta på 1 procent och en ytterligare sänkning av reporäntebanan, till 0,75 procent fram till utgången 2013 och därefter en höjning till 1,75 procent.

Svensson reserverade sig mot den penningpolitiska rapporten, den oförändrade reporäntan och reporäntebanan. Han förordade en reporänta på 0,75 procent, en ytterligare sänkning av reporäntebanan till 0,5 procent från första kvartalet 2013 till första kvartalet 2014 och därefter en höjning till 1,5 procent. Han ansåg att rapportens prognoser för utländska styrräntor på längre sikt och för tillväxten i omvärlden låg för högt.

Vid mötet diskuterade direktionsledamöterna i vilken omfattning euroområdet skulle lösa sina bankproblem och andra strukturella problem utan att samtidigt försämra sina ekonomiska utsikter kraftigt. Det var också en intensiv debatt om i vilken grad det var nödvändigt, möjligt eller önskvärt att ta hänsyn till bostadspriserna och hushållens skuldsättning i det penningpolitiska beslutet. Enligt Jansson handlade argumentet för att göra detta i slutändan om att "[han hade] svårt att blunda för att så många länder fått problem med överskuldsättning på ett eller annat sätt, och att så många i förväg var så säkra på att det minsann inte skulle bli några problem. Det talade, enligt Jansson, för att en försiktighetsprincip måste gälla" (protokollet, s. 29).

Svensson ansåg att det varken var nödvändigt, möjligt eller önskvärt att penningpolitiken över huvud taget skulle ta hänsyn till hushållens skuldsättning. Ekholm uttryckte en viss förståelse för att man gjorde detta men ansåg att det under omständigheterna var viktigare enligt modellsimuleringarna att sänka reporäntebanan för att snabbare nå inflationsmålet igen och få ned arbetslösheten till en hållbar nivå.

Under diskussionen ställde sig Jansson bakom majoritetsbeslutet och sa följande: "Att ligga under inflationsmålet en viss tid är [...] en 'kostnad' som kan accepteras om därigenom risken för en riktigt dålig utveckling vad gäller hushållens skulder kan minskas lite grann" (protokollet, s. 21).

Janssons inlägg är intressant av två anledningar. För det första är det underförstått ett argument mot att välja reporäntebana enbart utifrån inflationens och arbetslöshetens avvikelse från målet under en traditionell prognosperiod på ungefär två år, vilket Svensson hela tiden förordade. För det andra godtar båda sidor i diskussionen att huvudscenariot och de prognossimuleringar med alternativa modeller som presenteras i den penningpolitiska rapporten är korrekta. Båda sidor har förtroende för modellens prognossimuleringar och är villiga att bygga sina argument utifrån dem.

Av de tre var det bara Ekholm som hade betänkligheter om inflationsprognosernas tillförlitlighet, och hon ansåg att "det är olyckligt i ljuset av att den

genomsnittliga inflationen sedan inflationsmålets införande ligger under 2 procent att denna tendens nu förstärks genom att inflationen kommer att ligga under målet [i huvudscenariot] tills in på 2014 [och det kan] leda till ett minskat förtroende för inflationsmålet” (protokollet, s. 7). Hon var också skeptisk till bedömningen att effekten av en reporäntesänkning skulle vara så fördröjd och påpekade att ”[m]ycket hänger nog på hur växelkursen påverkas och hur genomslaget av växelkursförändringar på inflationen ser ut, och det genomslaget [...] kan komma förhållandevis snabbt. Men om det är så att effekten av ränteförändringar är fördröjd så talar det för att reporäntan redan i dagsläget borde ha varit lägre. Då hade kanske en lång period med inflation under målet kunnat undvikas” (protokollet, s. 23).

Vid **det penningpolitiska mötet i december 2012** skrevs euroområdet tillväxtutsikter för 2013 återigen ned, från 0,2 procent till –0,1 procent. De försämrade tillväxtutsikterna i euroområdet och Federal Reserves stimulansåtgärder under det tredje kvartalet ledde till att de penningpolitiska förväntningarna på längre sikt närmade sig noll i båda ekonomierna. BNP-tillväxten, som hade visat en stark utveckling under hela 2012, avmattades i Sverige under det fjärde kvartalet 2012. Stämmningsläget hade försämrats. I huvudscenariot beräknades privatkonsumtionen under 2013 nu öka med 1,5 procent i stället för 2,2 procent, BNP-tillväxten för 2013 reviderades ned från 1,8 procent till 1,2 procent, och arbetslösheten reviderades upp från 7,9 procent och prognostiserades till i genomsnitt 8,1 procent för 2013. KPIF-inflationen för 2013 reviderades ned från 1,1 procent till 0,9 procent men beräknades fortfarande stiga till 2 procent fram till 2015.

Direktionen sänkte reporäntan till 1 procent och publicerade en bana med en reporänta på 1 procent för hela 2013 som sedan successivt höjdes till 2,5 procent fram till slutet av 2015. Prissättningen på den svenska penningmarknaden indikerade att Riksbanken väntades sänka reporäntan till 0,75 procent fram till slutet av 2013.

Direktionen förklarade sin åtgärd med att den svaga utvecklingen i omvärlden nu fick större genomslag på tillväxten i Sverige än man tidigare hade räknat med. Direktionen angav att hushållens skulder som andel av deras inkomster var på en förhållandevis hög nivå, drygt 170 procent, och tillade att skuldsättningskvoten väntades vara ungefär oförändrad på denna nivå under prognosperioden (*Penningpolitisk uppföljning*, s. 7).

Ekholt ställde sig bakom beslutet att sänka reporäntan till 1 procent, men reserverade sig mot reporäntebanan. Hon förordade i stället att reporäntan skulle sänkas till 0,75 procent i början av 2013 och sedan ligga kvar där till och med första kvartalet 2014 för att sedan höjas till 1,75 procent fram till slutet av 2015.

Svensson reserverade sig mot den penningpolitiska uppföljningen, beslutet om reporäntan och reporäntebanan. Han förordade att reporäntan skulle vara 0,75 procent samt att reporäntebanan skulle sänkas ytterligare till 0,5 procent från och med andra kvartalet 2013 till och med första kvartalet 2014 och där-

efter höjas till 1,5 procent fram till slutet av 2015. Han ansåg att uppföljningens prognoser för utländska styrräntor längre fram, utländsk tillväxt och svensk inflation var för höga. Han bedömde också att hans lägre räntebana inte märkbart skulle påverka eventuella risker med hushållens skuldsättning, eftersom penningpolitiken normalt endast har mycket små kortsiktiga effekter på hushållens skuldsättning och med låg och stabil inflation inte heller får några sådana långsiktiga effekter.

Ett nytt inslag i direktionens diskussioner var att huvudscenariots inflationsprognos började ifrågasättas. Från och med 2010 hade prognoserna för KPIF-inflationen systematiskt överskattat KPIF-inflationen för 2012. Prognoserna gick ganska snabbt upp till 2 procent, medan det faktiska utfallet uppvisat en nedåtgående trend sedan 2010, från 2 procent till under 1 procent.

Mot denna bakgrund ställde Ekholm frågan ”om det är värt att missa att få upp inflationen till kring 2 procent och få ner arbetslösheten till någon slags långsiktigt hållbar nivå för att med reporäntan försöka påverka hushållens skuldsättning. [Hon] tyckte inte det. Hon menade att det är att ta betydande samhällsekonomiska kostnader för att försöka uppnå något som det är högst osäkert om det överhuvudtaget går att uppnå med reporäntan. Alla beräkningar som Riksbanken har gjort hittills tyder på att reporäntan har mycket liten effekt på hushållens skuldsättning [...] Samtidigt har den betydande effekter på inflation och resursutnyttjande.”

”Men det var under åren före finanskrisen som tillväxten i hushållskrediter var uppe i tvåsiffriga tal. Då fanns det verkligen en vind att försöka luta sig emot. Nu ligger kreditväxten på under 5 procent i årstakt och den har gjort så under merparten av detta år. Bostadspriserna verkar ha varit ganska stabila under de senaste två åren. Så varför bedriva en sådan ’leaning against the wind’-politik nu?” (protokollet, s. 13).

Kerstin af Jochnick, som var ny ledamot av direktionen sedan januari 2012, tyckte att ”det var olyckligt att så stort fokus i dagens diskussion kommit att bli på hushållens skuldsättning. När Sverige nu står inför en kraftig nedgång i konjunkturen ansåg hon att omvärldsanalysen och den inhemska efterfrågan är de viktigaste frågorna att värdera. Det är viktigt att fokus i diskussionen är på hur olika scenarier påverkar den ekonomiska utvecklingen och vilka penningpolitiska alternativ som finns att tillgå [...] För att uppnå trovärdighet är det viktigt att penningpolitiken ses i ett perspektiv där inflationsmålet står i fokus” (protokollet, s. 21).

#### **Fas 4: Ytterligare tid för eftertanke, februari 2013–oktober 2013**

Vid det penningpolitiska mötet i februari 2013 var konjunkturutvecklingen i Sverige och omvärlden till stor del i linje med den bedömning som hade gjorts i december 2012, och huvudscenariots prognoser var mer eller mindre oförändrade. Sveriges BNP gick tillbaka under det fjärde kvartalet 2012, arbetslösheten väntades fortfarande överstiga 8 procent under 2013 och KPIF-inflationen, för andra året i följd, beräknades ligga på 1 procent 2013.

Direktionen beslutade att lämna reporäntan på 1 procent fram till början av 2014 och väntade sig sedan att höja den successivt till 2,7 procent, vilket var i stort sett vad man hade räknat med i december 2012 (*Penningpolitisk rapport*, s. 17). Penningmarknadens förväntade reporäntebana i början av 2016 steg med cirka 50 punkter från december till cirka 1,3 procent (*Penningpolitisk rapport*, s. 30).

Direktionen förklarade sin åtgärd på följande sätt:

”Sedan december 2011 har Riksbanken halverat reporäntans nivå från 2 till 1 procent. Penningpolitiken påverkar ekonomin med en viss fördröjning, vilket betyder att effekten av dessa sänkningar ännu inte fått fullt genomslag på konjunkturen och inflationen. Att i nuläget sänka reporäntan ytterligare skulle troligtvis få små effekter på den låga inflationen och konjunkturen på kort sikt men, eftersom penningpolitiken redan är expansiv, riskera att KPIF-inflationen hamnar över 2 procent mot slutet av prognosperioden. [...] När det gäller effekterna på arbetsmarknaden förklaras den relativt höga arbetslösheten delvis av strukturella faktorer. Detta innebär att det även med en ännu mer expansiv penningpolitik är svårt att uppnå en väsentligt lägre arbetslöshet under de närmaste åren. En sådan penningpolitik skulle också riskera att bidra till en ännu högre skuldsättning och göra hushållen mer känsliga för störningar. Det senare innebär i sin tur större risker för stora framtida svängningar i resursutnyttjande och inflation” (*Penningpolitisk rapport*, s. 16–17.)

Ekholm reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan på 1 procent samt även mot reporäntebanan. Hon förordade en reporänta på 0,75 procent och en bana där reporäntan låg kvar på 0,75 procent till och med första kvartalet 2014 för att sedan höjas till cirka 2 procent i början av 2016.

Svensson reserverade sig mot den penningpolitiska rapporten, den oförändrade reporäntan och reporäntebanan. Han förordade en reporänta på 0,5 procent samt en reporäntebana som låg kvar på 0,5 procent till och med första kvartalet 2014 för att därefter höjas till 1,5 procent i början av 2016. Hans resonemang följde samma linjer som vid reservationen i december 2012.

Mötesdiskussionen inriktades återigen på debatten kring bostadspriserna och hushållens skuldsättning i Sverige i förhållande till penningpolitiken. Följande synpunkter bör särskilt noteras.

Ekholm konstaterade att det var ”oklart vad det är som ska få upp inflationen mot 2 procent givet det svaga arbetsmarknadsläget under hela prognosperioden och prognosen om en i stort sett oförändrad växelkurs” (protokollet, s. 11). Ekholm uttryckte också oro över att den höga arbetslösheten skulle kunna bita sig fast på en hög nivå. ”Det är [...] viktigt att inflationen inte ligger långt under 2 procent alltför länge för att undvika att förtroendet för inflationsmålet minskar” (protokollet, s. 13). Som svar på Wickman-Paraks fråga om vad det var i inflationsprognosen som Ekholm inte ställde sig bakom påpekade hon att ”tillväxten i enhetsarbetskostnader [förväntas] falla från drygt 2,2 procent till under 2 procent 2014 och 2015. Med fallande tillväxt i enhetsarbetskostnaderna och en i princip oförändrad växelkurs, som innebär att det inte

kommer någon inflationsimpuls från importpriserna, så vad är det som ska få inflationen att stiga?” (protokollet, s. 29).

Riksbankschefen Ingves hade tidigare uttryckt oro över den helt motsatta risken och befarat ”[a]tt i ett sådant läge hålla en mycket låg reporänta kan bidra till att inflationen skjuter över målet. Det finns då en risk att inflationsmålet tappar sin roll som ankare. Inte heller de risker som är förknippade med en låg räntenivås betydelse för överskuldssättning i olika sektorer kan man bortse ifrån” (protokollet, s. 24).

Vid **det penningpolitiska mötet i april 2013** reviderades den prognostiserade BNP-tillväxten i euroområdet 2013 återigen ned något i förhållande till februari, den här gången till  $-0,4$  procent. Huvudscenariots prognoser var också i stort sett i linje med de prognoser som gjordes i februari, dock med två anmärkningsvärda undantag. Det första undantaget var att hushållens skulder som andel av de disponibla inkomsterna, som hade planat ut under 2011, nu beräknades öka från nuvarande 174 procent till lite drygt 177 procent i början av 2016. Det innebar en upprevidering från februari, då man endast hade räknat med en mindre tillväxt (*Penningpolitisk uppföljning*, s. 6 och 19). Det andra undantaget var att prognosen för KPIF-inflationen för 2014 reviderades ned kraftigt, från 1,8 procent till 1,4 procent. I huvudscenariot prognostiserades KPIF-inflationen dock fortfarande till i genomsnitt 2 procent för 2015 och till 1 procent för 2013.

I *Penningpolitisk uppföljning* förklarades den lägre inflationsprognosen för 2014 på följande sätt:

”Inflationen 2012 blev lägre än vad Riksbanken och andra bedömare förväntade sig. Riksbankens tolkning, som presenteras i rapporten *Redogörelse för penningpolitiken 2012*, är att detta i hög grad berodde på att den internationella konjunkturen försvagades på ett sätt som överraskade Riksbanken och andra bedömare. Den oväntat svaga internationella konjunkturen hade sannolikt en direkt påverkan på inflationen men kan också ha påverkat den indirekt. Det finns tecken på att företagen höjde priserna mindre än normalt i förhållande till kostnader och efterfrågan. Arbetskostnaderna per producerad enhet har under de senaste två åren ökat med omkring 2 procent per år samtidigt som KPIF-inflationen har varit omkring 1 procent. Det ger stöd för bedömningen att företagen nu har mer begränsade möjligheter att överföra sina kostnadsökningar till konsumentpriserna.”

”Mot bakgrund av detta bedömer nu Riksbanken att priserna även de närmaste åren kommer att höjas något långsammare i förhållande till kostnaderna. För en lägre inflation talar också prognosen för växelkursen, som nu är starkare under hela prognosperioden jämfört med i februari. Sammantaget är prognosen för inflationen 2014 nedreviderad, trots att det inhemska kostnadstrycket är ungefär oförändrat sedan bedömningen i februari” (*Penningpolitisk uppföljning*, s. 7–8).

Direktionen beslutade att lämna reporäntan oförändrad på 1 procent och räknade därefter med att kunna börja höja den under andra halvåret 2014, ungefär ett år senare än i februari, till 2,5 procent i början av 2016.

Direktionen förklarade sitt penningpolitiska beslut på följande sätt:

”Sedan december 2011 har Riksbanken halverat reporäntans nivå från 2 till 1 procent och penningpolitiken är i nuläget mycket expansiv. Nu syns tecken på en förbättring av konjunkturen, samtidigt som bostadspriser och skuldsättning ökar snabbare. Riksbanken bedömer dock nu att det tar längre tid innan inflationen stiger och att KPIF-inflationen når 2 procent först under 2015. En ännu lägre reporänta skulle visserligen innebära att inflationen under prognosperioden snabbare närmar sig målet, men samtidigt ytterligare något öka risken för att obalanser byggs upp. Sådana obalanser kan bli särskilt svåra att hantera om utvecklingen skulle gå mot en stark trend uppåt i både bostadspriser och skuldsättning. Det gäller att förhindra att detta sker. Det har vidtagits en del åtgärder av olika myndigheter de senaste åren, som till exempel införandet av ett bolånetak. Men det råder stor osäkerhet om effekterna av dessa åtgärder och huruvida de är tillräckliga. Svenska myndigheter och andra aktörer bör därför nu noga pröva om inte ytterligare åtgärder behövs för att säkerställa att utvecklingen i svensk ekonomi blir långsiktigt hållbar” (*Penningpolitisk uppföljning*, s. 8).

Liksom i februari reserverade sig Ekholm återigen mot beslutet att hålla reporäntan på 1 procent samt mot reporäntebanan. Hon förordade en reporänta på 0,75 procent och en bana där reporäntan låg kvar på 0,75 procent till och med tredje kvartalet 2014 för att sedan höjas till endast 1,75 procent i början av 2016.

Svensson reserverade sig mot den penningpolitiska uppföljningen, den oförändrade reporäntan och reporäntebanan. Han förordade en reporänta på 0,5 procent och nu en reporäntebana som låg kvar på 0,25 procent från och med tredje kvartalet 2013 till och med tredje kvartalet 2014 för att sedan stiga till 1,5 procent i början av 2016. Han upprepade sin argumentation från december och februari och tillade nu att uppföljningens KPIF-prognos överdrev inflationstrycket och att hans lägre reporäntebana kanske skulle öka hushållens skuldkvot med ett par procentenheter inom några år men inte på lång sikt. Den skulle inte märkbart påverka eventuella risker med hushållens skuldsättning.

Vid detta penningpolitiska möte skärptes motsättningarna mellan direktionens majoritet och minoritet betydligt och blev alltmer uppenbara. Ekholm och Svensson förklarade ingående varför de ansåg att det skulle vara ett misstag att beakta hushållens skuldsättning. Svensson menade till exempel att Riksbanken efter den globala finans- och skuldskrisen hade hållit tillbaka återhämtningen i Sverige i ett ”verkningslöst och missriktat försök att begränsa hushållens skuldsättning” och kallade ”penningpolitiken de senaste åren för ett stort och tydligt misslyckande” (protokollet, s. 5). Senare menade Svensson att det resonemang som förts i den penningpolitiska uppföljningen för att motivera direktionens penningpolitiska beslut var ”bland de mer förvirrade och oklara resonemang som han hade stött på under sina snart sex år vid Riksbanken, och det väckte många frågor hos honom” (protokollet, s. 25).

De följande styckena sammanfattar var Ekholm, och i hög grad även Svensson, stod i denna fråga:

Ekholm konstaterade att den betydande nedåtrevisionen av Riksbankens inflationsprognos var ”mer i linje med andra prognosmakare, som inte har trott på en snabb uppgång av inflationen till 2 procent”. Hon hävdade att ”[a]rgumenten mot att också sänka reporäntan i närtid [...] inte [var] hållbara” eftersom ”[u]tgångspunkten [...] redan tidigare [var] att inflationen väntas förbli under målet under en stor del av prognosperioden, och arbetslösheten ganska långt över vad som kan anses vara en långsiktigt hållbar nivå”. Hon tillade att ”[m]ed en rejäl nedrevidering av inflationstrycket borde det då vara ganska självklart att sänka räntan [...]” och ”[a]tt inte sänka räntan i detta läge [...] skulle kunna göra externa bedömare mer övertygade om att Riksbanken har övergett inflationsmålet som utgångspunkten för de penningpolitiska besluten” (protokollet, s. 8). Hon hävdade att ”med tanke på den vikt som läggs vid den eventuella ökning av riskerna med hushållens skuldsättning som en räntesänkning bedöms medföra, borde man kunna förvänta sig en ordentlig analys dels av vilka dessa risker är, dels hur räntepolitiken påverkar riskerna. Men enligt hennes mening fanns det bara ganska lösa påståenden om att en lägre ränta skulle öka risken för att obalanser byggs upp, och att sådana obalanser skulle bli svåra att hantera om det blev en uppåttrend i bostadspriser och skuldsättning. Det förklaras dock varken vari obalanserna består eller hur penningpolitiken förväntas påverka dem. Det bara påstås att de skulle bli svåra att hantera om det blev en uppåttrend i bostadspriser och skuldsättning. En sådan uppåttrend har noterats under en ganska lång tid sedan mitten av 1990-talet, och den tycks inte ha varit särskilt starkt relaterad till reporäntan” (protokollet, s. 8).

Ekholm påpekade att ”Sverige har en dåligt fungerande bostadsmarknad där hyresregleringen, ränteavdragen och regler kring planprocessen skapar stora snedvridningar. Bostadsbyggandet har varit extremt lågt under 20 år och det har lett till påtaglig bostadsbrist i de flesta tillväxtregioner. Dessutom har andelen hushåll som äger sin bostad ökat ganska kraftigt, troligtvis på grund av att incitamenten att omvandla hyresrätter till bostadsrätter i storstäderna är starka [...] Denna utveckling, menade Ekholm, kan penningpolitiken knappast rå på. [...] Därmed riskerar penningpolitiken att tappa trovärdigheten, samtidigt som hushållens skuldsättning bara fortsätter att öka” (protokollet, s. 9).

Jansson förklarade vad som låg bakom direktionens majoritetsbeslut:

”En nyhet i den prognos som nu presenteras är att bostadspriserna på nytt tar fart. En rimlig ökning i bostadspriserna är förstås inget bekymmer men det man kan vara orolig för är att det ånyo ska skapas ett förlopp där bostadspriser och skulder trendmässigt ökar genom en process av ömsesidig påverkan, det vill säga att det sker det som på engelska kallas en ’balance-sheet build-up’ (uppbyggnad av balansräkningen). En sådan utveckling är särskilt farlig om den inrymmer orealistiska förväntningar från hushållens sida om den framtida ränteutvecklingen eller bostadsprisernas utveckling. Det gäller således att förhindra att detta sker [...] det [...] stod klart att Riksbanken och penningpolitiken hade en roll att spela i detta sammanhang men att även andra svenska myndigheter och aktörer behövde ta ansvar” (protokollet, s. 17).



Wickman-Parak valde majoritetens linjen, men ”påpekade att hon förmodligen hade kommit till en annan slutsats om det inte vore så att penningpolitiken redan var mycket expansiv och att effekterna av tidigare räntesänkningar från 2 till 1 procent ännu inte kunnat avläsas” (protokollet, s. 12). Jansson ansåg också att majoritetens reporäntebana utgjorde en välavvägd kompromiss. ”Genom att låta det ta lite längre tid för inflationen att nå upp till 2 procent kan Riksbanken fortsatt bidra till att något dämpa riskerna förknippade med hushållens skuldsättning. Det grundläggande är att penningpolitiken är mycket expansiv i nuläget och under kommande år. Det understryker att Riksbanken ger prioritet åt sitt inflationsmål och att detta ska klaras inom en rimlig tid” (protokollet, s. 18).

Svensson presenterade en kontrafaktisk analys av vad som skulle ha hänt om Riksbanken hade hållit kvar reporäntan på 0,25 procent sedan 2010, som visade att KPIF-inflationen i april 2013 i så fall skulle ha varit 2 procent och arbetslösheten 7 procent (protokollet, s. 4). Senare påpekade Jansson med rätta att ”ingen i direktionen [...] hade förordat detta alternativ när beslutet fattades”. Han konstaterade att ”även minoriteten hade röstat för en successivt höjd reporänta, om än med viss tidseftersläpning i förhållande till den dåvarande majoriteten” (protokollet, s. 20).

Vid **det penningpolitiska mötet i juli 2013** beräknades BNP-tillväxten i euroområdet dämpas ytterligare något under 2013, till –0,6 procent, och exporttillväxten i Sverige beräknades minska under 2013, från 0,9 procent till –0,8 procent. Prognosen för privatkonsumtionen i Sverige under 2013 reviderades däremot upp, från 2,1 procent till 2,5 procent. Prognosen för BNP-tillväxten under 2013 var i stort sett oförändrad och låg på 1,5 procent. KPIF-inflationen under 2013 beräknades minska ytterligare något, till 0,9 procent, och stiga till 1,9 procent under 2015. Arbetslösheten reviderades upp till 8,1 procent under 2013 och prognostiserades till i genomsnitt 7,3 procent 2015, vilket var en upprevidering från 6,8 procent i april. Det ska påpekas att hushållens skulder som andel av de disponibla inkomsterna var 171 procent under det första kvartalet 2013, vilket var betydligt lägre än prognosen i april. Anledningen till detta var att de disponibla inkomsterna hade ökat fortare och skulderna ökat långsammare än väntat.

Direktionen beslutade att stå fast vid sitt penningpolitiska beslut från april – den lämnade reporäntan på 1 procent och publicerade i princip samma bana för reporäntan som i april, det vill säga reporäntan lämnades på 1 procent i ungefär ett år och höjdes därefter successivt till 2,8 procent i slutet av den treåriga prognosperioden. Penningmarknaden förväntade att reporäntan skulle ligga kvar på 1 procent under 2013 för att därefter successivt höjas till 1,5 procent under 2015, cirka 50 punkter högre än i april (*Penningpolitisk rapport*, s. 32–33).

Direktionen grundade sitt penningpolitiska beslut på i stort sett samma resonemang som i april, även om det nu var mer tydligt formulerat.

Liksom i april reserverade sig Ekholm återigen mot beslutet att hålla reporäntan på 1 procent samt mot reporäntebanan. Hon förordade en reporänta på

0,75 procent och en bana där reporäntan låg kvar på 0,75 procent till och med andra kvartalet 2014 för att nu höjas till 2,25 procent i mitten av 2016.

Martin Flodén, som var ny ledamot av direktionen sedan maj, reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan på 1 procent samt mot reporäntebanan. Han förordade en reporänta på 0,75 procent och att räntan skulle ligga kvar på denna nivå till och med andra kvartalet 2014 för att sedan följa reporäntebanan i det penningpolitiska beslutet.

Mötesdiskussionen följde i stort sett samma linjer som föregående möte, men det hade nu tillkommit ytterligare en farhåga.

Flodén menade att det fanns vissa tecken på att trovärdigheten för inflationsmålet och penningpolitiken började ifrågasättas. Flodén konstaterade att "[i]nflationsförväntningarna i Prosperas och KIs undersökningar har fallit påtagligt under de senaste åren, vilket visas i diagram 3:29 och diagram 3:30 i utkastet till penningpolitisk rapport". Han konstaterade även att "i Prosperas undersökning i mars i år av inflationsförväntningarna om två år bland penningmarknadsaktörer, arbetsmarknadens parter och inköpschefer var det endast 8 procent av de drygt 200 svarande som trodde på en lika hög eller högre inflation som i Riksbankens prognos. Den genomsnittliga förväntningen låg en procentenhet under Riksbankens prognos" (protokollet, s. 15).

Vid **det penningpolitiska mötet i september 2013** reviderades BNP-tillväxten i euroområdet 2013 upp något i förhållande till i juli, till  $-0,4$  procent. Den svenska exporttillväxten för 2013 reviderades däremot ned från  $-0,8$  till  $-2,2$  procent, tillväxtprognosen för privatkonsumtionen under 2013 reviderades ned från 2,5 procent till 2 procent, och den svenska BNP-tillväxten beräknades uppgå till 1,2 procent under 2013, vilket var en nedrevidering från 1,5 procent i juli. Inflations- och arbetslöshetsprognoserna var i princip oförändrade jämfört med i juli.

Direktionen beslutade att stå fast vid sitt penningpolitiska beslut från april och juli – den lämnade reporäntan på 1 procent och publicerade i princip samma bana för reporäntan som i juli, det vill säga reporäntan lämnades på 1 procent i ungefär ett år och höjdes därefter successivt till 2,8 procent i slutet av den treåriga prognosperioden.

Direktionen grundade sitt beslut på i stort sett samma resonemang som i juli, med undantag för följande stycke där man välkomnade det nya ramverk för makrotillsyn som regeringen hade lagt fram:

"Riksbanken har en längre tid efterfrågat ett tydligare ramverk och nya verktyg för att förebygga och hantera risker förknippade med finansiella obalanser såsom hushållens höga skuldsättning. Därför välkomnar Riksbanken nu regeringens förslag med nya åtgärder för ett stramare ramverk som kan stärka den finansiella stabiliteten. Finansinspektionen får fler verktyg, valutareserven får förstärkt finansiering och ett formellt stabilitetsråd skapas. Detta tydliggör ansvarsförhållanden och ger bättre förutsättningar för att vidta ytterligare åtgärder som minskar riskerna med hushållens höga skuldsättning" (*Penningpolitisk uppföljning*, s. 9).

Liksom i april och juli reserverade sig Ekholm återigen mot beslutet att hålla reporäntan på 1 procent samt mot reporäntebanan. Hon förordade en reporänta på 0,75 procent och en bana där reporäntan låg kvar på 0,75 procent till och med andra kvartalet 2014 för att nu höjas till 2,25 procent i mitten av 2016.

Liksom i juli reserverade sig Flodén mot beslutet att hålla reporäntan på 1 procent samt mot räntebanan. Han förordade en reporänta på 0,75 procent som skulle ligga kvar på den nivån till och med andra kvartalet 2014 för att sedan följa räntebanan i det penningpolitiska beslutet.

Direktionsledamöterna diskuterade regeringens förslag om hur makrotillsynen ska bedrivas, men var införstådda med att man fick vänta med en fördjupad diskussion till dess att förslaget och befogenheterna för det nya finansiella stabilitetsrådet hade konkretiserats ytterligare.

Jämfört med september var det inte många aspekter i huvudscenariot som reviderades vid **det penningpolitiska mötet i oktober 2013**. BNP-tillväxten för Sverige under 2013 reviderades ned från 1,2 till 0,7 procent, men under 2014 och 2015 väntades BNP fortfarande växa med 2,6 procent respektive 3,5 procent. KPIF-inflationen beräknades uppgå till 0,9 procent 2013, till 1,3 procent 2014 och väntades stiga till 2 procent 2016. Arbetslösheten beräknades minska från 8 procent 2013 till 6,6 procent fram till 2016. Hushållens skulder som andel av de disponibla inkomsterna uppgick nu till 172 procent och hade alltså minskat, tvärt emot prognosen i april 2013, då skuldkvoten låg på 174 procent. Men hushållens skulder som andel av de disponibla inkomsterna beräknades ändå fortsätta att stiga till 178 procent fram till slutet av 2016 (*Penningpolitisk rapport*, s. 12).

Än en gång beslutade direktionen att stå fast vid samma penningpolitiska beslut som i april, juli och september – den lämnade reporäntan på 1 procent och publicerade i princip samma bana för reporäntan som i juli, det vill säga reporäntan lämnades på 1 procent fram till slutet av 2014 och höjdes därefter successivt till strax under 3 procent fram till 2016. Den av marknaden förväntade reporäntebanan var lägre än Riksbankens publicerade bana efter början av 2015 och slutade ungefär en procentenhet lägre vid slutet av 2016. Förväntningarna enligt Prosperas undersökning låg däremot närmare Riksbankens repobana fram till mitten av 2015.

I den penningpolitiska rapporten angavs i princip samma skäl för direktionens penningpolitiska beslut som vid den senaste tidens möten.

Liksom i april, juli och september reserverade sig Ekholm återigen mot beslutet att hålla reporäntan på 1 procent samt mot reporäntebanan. Hon förordade en reporänta på 0,75 procent och en bana där reporäntan låg kvar på 0,75 procent till och med tredje kvartalet 2014 för att nu höjas till 2,4 procent i mitten av 2016.

Liksom i juli och september reserverade sig Flodén mot beslutet att hålla reporäntan på 1 procent samt mot räntebanan. Han förordade en reporänta på 0,75 procent som skulle ligga kvar på den nivån till och med tredje kvartalet

2014 för att sedan snabbt höjas så att den sammanföll med räntebanan i huvudscenariot.

Penningpolitiken hade i princip förts på samma sätt sedan april, och under det penningpolitiska mötet diskuterades till stor del samma frågor som vid de tidigare mötena, om än med mer fokus på regeringens förslag om hur makrotillsynen ska bedrivas. Följande var några av de viktigaste frågorna som behandlades:

Eckholm konstaterade att i april gjordes ”en ganska rejäl nedrevidering av inflationsprognosen utan att reporäntan sänktes, bara reporäntebanan längre fram. I juli gjordes sedan en nedrevidering av hushållens skuldkvot utan att reporäntan sänktes [...] En naturlig tolkning av att räntan inte sänks när det görs prognosrevideringar som på marginalen motiverar ett lägre ränteläge är att hushållens skuldsättning uppfattas som ett problem som lägger ett slags golv för reporäntan” (protokollet, s. 5).

Flodén konstaterade: ”Hur stort utrymme det finns att låta penningpolitiken ta hänsyn till andra faktorer beror på hur stort förtroendet för inflationsmålet och den förda penningpolitiken är [...] han oroas över hur det förtroendet kommer att utvecklas framöver om inflationen inte stiger mot målet inom kort” (protokollet, s. 6).

Riksbankschef Ingves ”drog därför slutsatsen att fram till dess [makrotillsyns]åtgärder är på plats och bedöms börja ge effekt kommer reporäntan att behöva vara högre än annars” (protokollet, s. 22). Enligt Ingves var ”räntebanan väl avvägd givet den svenska konjunktur- och inflationsprognosen. Som han tidigare noterade är varslen nu nere på nivåer som brukar råda i goda tider. Ändå är arbetslösheten hög, vilket [...] i stor utsträckning förefaller bero på strukturella faktorer. Matchningen mellan arbetsökande och lediga jobb har försämrats under senare år. Arbetskraften består också i högre grad av grupper som står längre från arbetsmarknaden än tidigare. Mot denna bakgrund drog Ingves slutsatsen att det i mångt och mycket handlar om strukturproblem på arbetsmarknaden som penningpolitiken inte kan åtgärda” (protokollet, s. 22).

### **Fas 5: Ned till nollränta, december 2013–december 2014**

Vid **det penningpolitiska mötet i december 2013** gjordes inga större förändringar av huvudscenariots prognoser av reala variabler i Sverige och omvärlden, jämfört med oktober. Euroområdet inflation för 2014 reviderades emellertid ned från 1,5 till 1,1 procent, och från ECB kom allt fler signaler om fortsatt expansiv penningpolitik, även med okonventionella åtgärder om det skulle behövas. Viktigare var att prognosen för KPIF-inflationen i Sverige återigen reviderades nedåt – från 0,9 procent till 0,8 procent för 2013, från 1,3 procent till 1 procent för 2014 och från 1,9 procent till 1,8 procent för 2015 för att sedan öka till 2 procent 2016. Under de närmaste månaderna väntades KPIF-inflationen ligga strax över 0,5 procent, vilket var en bra bit under den tidigare

bedömningen. Hushållens skulder som andel av de disponibla inkomsterna beräknades fortfarande stiga 6 procentenheter, det vill säga till 178 procent, fram till 2016.

Direktionen beslutade att sänka reporäntan till 0,75 procent fram till början av 2015 för att sedan höja den successivt till 2,6 procent fram till slutet av 2016. Den aggressiva lättnadsåtgärden – som innebar att reporäntan och hela den framtida reporäntebanan parallellt skiftades ned med 25 punkter – var en stark signal om att Riksbanken hade för avsikt att komma till rätta med den låga inflationen.

Direktionen motiverade sin åtgärd på följande sätt:

”Penningpolitiken har sedan en tid tillbaka handlat om att väga hur låg räntan behöver vara för att inflationen ska närma sig målet tillräckligt snabbt mot de ökade risker förknippade med hushållens höga skuldsättning som en låg ränta kan medföra. Inflationen har varit låg länge och de senaste månadernas oväntat låga utfall i framför allt tjänstepriserna tyder på att det kan ta längre tid för inflationen att stiga. Utan en mer expansiv penningpolitik riskerar inflationen att inte nå 2 procent de närmaste åren ...” (*Penningpolitisk uppföljning*, s. 7).

Här ska det särskilt understrykas att direktionens beslut var enhälligt för första gången sedan februari 2009. Denna enhällighet var ytterligare en stark signal om att Riksbanken hade för avsikt att komma till rätta med den låga inflationen. Jansson medgav ”att detta förmodligen var det svåraste räntebeslutet som han varit med om under sin tid i Riksbankens direktion”, som han hade tillträtt i januari 2012. Han konstaterade att ”[n]är det gäller konjunkturutvecklingarna och riskbildningen kring hushållens skulder har inte så mycket hänt sedan det senaste penningpolitiska mötet den 23 oktober. Det talar för att hålla fast vid den penningpolitiska planen från oktober och alltså nu lämna reporäntan oförändrad.” Jansson förklarade sedan varför han hade kommit att föredra handlingskraftiga penningpolitiska åtgärder framför låg inflation:

”Men samtidigt har inflationen två månader i rad överraskat kraftigt på nedsidan jämfört med oktoberprognosen. Givetvis ska inte ett enstaka utfall kunna kullkasta en penningpolitisk plan som gäller för flera år framöver. Men i det rådande läget, när inflationen redan har varit lägre än inflationsmålet i cirka två år och först väntas vara i linje med målet under hösten 2015, blir toleransen för ytterligare negativa inflationsöverraskningar mycket begränsad. [...] [D]et [är] helt enkelt så att det skett en förskjutning i form av en högre prislapp på att ta hänsyn till riskerna med hushållens skulder” (protokollet, s. 6–7).

Jansson förklarade vidare varför han var särskilt oroad över det överraskande låga inflationsutfallet:

”En omständighet som nu spär på oron för den oväntat låga inflationen är att det framförallt är en svag utveckling av tjänstepriserna som ligger bakom prognosfelen. Det är oroande av flera skäl. För det första borde tjänsteprisernas utveckling ha ett starkare samband med det inhemska ekonomiska läget än varuprisernas utveckling. En oväntat svag utveckling av tjänstepriserna kan då

tyda på att företagen har ännu svårare att övervältra inhemska kostnadsökningar till priser än vad Riksbanken räknar med. I sammanhanget ska noteras att svårigheter att övervältra kostnadsökningar till priser utgjorde ett viktigt skäl till att revidera ner inflationsprognosen redan i april. För det andra blir den totala inflationen då mer beroende av varuprisutvecklingen. Men denna har uppvisat en tendens att vara trendmässigt svag under en längre tid, vilket gör det mindre troligt att den kan kompensera för en fortsatt svag utveckling av tjänstepriserna. [...] Allt detta [...] talar för att det finns en risk för att den oväntat låga inflationen de senaste månaderna biter sig fast och på ett bekymmersamt sätt fördröjer den väntade inflationsuppgången mot målet” (protokollet, s. 7).

Riksbankschef Ingves visade i sina synpunkter inte någon större entusiasm över det penningpolitiska förslaget och konstaterade avslutningsvis att hans ”samlade bedömning innebär dock att han stöder förslaget att sänka reporäntan till 0,75 procent och den nya räntebanan” (protokollet, s. 15).

Vid **det penningpolitiska mötet i februari 2014** reviderades huvudscenariots prognoser förhållandevis lite jämfört med december 2013. Direktionen beslutade att lämna reporäntan på 0,75 procent fram till början av 2015 för att sedan höja den successivt till 2,7 procent i början av 2017. Det var i princip samma penningpolitiska inriktning som i december 2013. Marknadsförväntningarna på reporäntan var i princip oförändrade från december 2013.

Direktionen motiverade sin åtgärd på följande sätt:

”Ny information sedan december bekräftar bilden av att inflationstrycket är lågt även om konjunkturen nu stärks. Det låga inflationstrycket motiverar att penningpolitiken är fortsatt expansiv. Samtidigt bedöms hushållens skulder som andel av deras inkomster stiga något mer i denna prognos än i bedömningen i december” (*Penningpolitisk rapport*, s. 17–18).

För det andra penningpolitiska mötet i följd var direktionens beslut enhälligt.

Vid mötesdiskussionen behandlades många av de frågor som kommit upp vid tidigare möten och inte mycket nytt kom upp.

Vid **det penningpolitiska mötet i april 2014** var det inga större förändringar i huvudscenariots ekonomiska utsikter för omvärlden jämfört med februari. Den genomsnittliga BNP-tillväxten i Sverige under prognosperioden hade inte förändrats mycket. Produktivitetstillväxten för 2014 reviderades upp från 1,2 till 1,9 procent, medan ökningen av enhetsarbetskostnader 2014 reviderades ned från 1,8 till 1 procent. Mest anmärkningsvärt var att KPIF-inflationen var lägre än vad som förutspåts för månaderna januari och februari, med en årstakt på endast 0,4 procent, och KPIF-inflationen för 2014 reviderades ned från 0,9 till 0,7 procent. KPIF-inflationen beräknades fortfarande stiga till 2 procent fram till 2016, eftersom arbetslösheten beräknades sjunka från 7,9 procent 2014 till 6,7 procent 2016. Hushållens skulder som andel av de disponibla inkomsterna beräknades fortfarande stiga fram till 2016, från cirka 174 till 180 procent.

Direktionen beslutade att lämna reporäntan oförändrad på 0,75 procent i ungefär ett år för att sedan höja den successivt till 2,7 procent fram till 2016.

Direktionen motiverade sin åtgärd på följande sätt: ”Prognosen för reporäntan är mot den här bakgrunden [de lägre inflationsprognoserna] något nedjusterad och avspeglar en större sannolikhet för en räntesänkning i närtid jämfört med bedömningen i februari” (*Penningpolitisk uppföljning*, s. 9).

Ekholm reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan oförändrad och mot reporäntebanan. Hon förordade en sänkning av reporäntan till 0,5 procent, att räntan skulle ligga kvar på den nivån i cirka ett år för att sedan successivt höjas till 2,2 procent fram till 2016. Ekholm motiverade detta med att en reporäntebana som under prognosperioden ger en högre prognos för KPIF-inflationen och en lägre prognos för arbetslösheten utgjorde en bättre avvägd penningpolitik.

Även Flodén reserverade sig mot reporäntan och reporäntebanan. Han förordade i stället att reporäntan skulle sänkas till 0,5 procent under cirka ett år för att sedan höjas mot reporäntebanan i huvudscenariot. Flodén motiverade detta med att en sådan reporäntebana skulle medföra en prognos där KPIF-inflationen snabbare återgår till 2 procent.

Mötesdiskussionerna fokuserade återigen på i vad mån penningpolitiken bör beakta hushållens skulder som andel av de disponibla inkomsterna när inflationen ligger långt under tvåprocentsmålet.

Jansson menade ”att det här beslutstillfället inneburit att han kommit så nära en räntesänkning man bara kan utan att rösta för den. Ett annat sätt att uttrycka detta [...] är att hans egen tolerans för ytterligare nedrevideringar av inflationsutsikterna i närtid nu har nått sin undre gräns” (protokollet, s. 11).

Senare bemötte Jansson Ekholms och Flodéns påpekande om att Riksbankens prognoser för KPIF-inflationen ligger något över de bedömningar som andra prognosmakare gör. Jansson medgav att ”detta visserligen förefaller vara generellt sett korrekt, men att det för honom var oklart vilken slutsats man ska dra av det”. Han hänvisade till *Redogörelse för penningpolitiken 2013* (kapitel 4 samt appendix) och konstaterade sedan ”att Riksbanken i genomsnitt inte gör sämre prognoser för KPIF-inflationen än andra prognosmakare och att det alltså inte nödvändigtvis är så att andra prognoser utgör ett bättre riktmarke än Riksbankens egen prognos”. Han ”framhöll vidare att analyser av sambandet mellan å ena sidan inflationen och å andra sidan importpriser och arbetskostnader per producerad enhet har visat att inflationen en längre tid varit oväntat låg. Han menade att det då inte är orimligt att tro att företagen ackumulerat ett relativt stort behov av att höja sina priser framöver [...] [han ansåg inte] att argumentet om att andra prognosmakare gör lägre inflationsprognoser än Riksbanken är ett särskilt starkt skäl till att ytterligare revidera ned inflationsbedömningen” (protokollet, s. 16–17).

Ekholm svarade att Riksbankens inflationsprognos bland annat grundade sig på antagandet att den höga produktivitetstillväxten under fjärde kvartalet 2013 bara skulle vara temporär. En alternativ hypotes skulle vara att en högre

produktivitetstillväxt leder till en mer långvarig nedåtpress på enhetsarbetskostnaderna och inflationen. Hon hävdade att en reporäntebana bör ge en någorlunda väl avvägd penningpolitik under olika antaganden om osäkra förutsättningar. Med Riksbankens antagande om produktiviteten skulle hennes reporäntebana ge en förväntad inflation på cirka 2,5 procent i slutet av den treåriga prognosperioden, men en inflation på nära 2 procent om produktivitetstillväxten skulle bestå (protokollet, s. 17).

Flera viktiga prognoser i huvudscenariot reviderades vid **det penningpolitiska mötet i juli 2014**. I synnerhet reviderades euroområdet BNP-tillväxt 2014 ned från 1,2 procent till 1 procent och euroområdets inflation 2014 reviderades ned från 0,9 procent till 0,7 procent. Vidare hade ECB vidtagit extraordinära åtgärder genom att bland annat sänka inlåningsräntan till –0,10 procent (vilket innebär att banker fick betala för att sätta in likvida medel hos centralbanken) i syfte att underbygga sitt uttalande om att styrräntorna skulle vara exceptionellt låga en längre tid. Marknadens förväntningar om styrräntorna i euroområdet sjönk vidare med inte mindre än 50 punkter till nära noll år 2016 och i mitten av 2017. Sveriges BNP-tillväxt 2014 reviderades ned något från 2,7 procent till 2,2 procent, men förväntades därefter stiga till 3,3 procent 2015. Mest väsentligt var att KPIF-inflationen återigen reviderades ned – från 0,7 procent till 0,6 procent för 2014 och från 1,7 procent till 1,6 procent för 2015, även om den fortfarande förväntades nå 2 procent 2016.

Direktionen beslutade att sänka reporäntan med 0,5 procentenheter till 0,25 procent och låta den vara kvar på denna nivå fram till slutet av 2015 för att därefter gradvis höja den till omkring 2,25 procent i mitten av 2017. Den här gången sjönk marknadens förväntningar om reporäntan kraftigt och låg relativt väl i linje med Riksbankens publicerade reporäntebana fram till slutet av 2016. Därefter steg marknadens förväntade reporänta emellertid bara till 1 procent i mitten av 2017.

I den penningpolitiska rapporten motiverade direktionen de aggressiva penningpolitiska lättnaderna på följande sätt:

”Eftersom inflationen varit låg en längre tid och eftersom det är viktigt att inflationsförväntningarna förblir förankrade vid målet på 2 procent är det nu särskilt viktigt att inflationen börjar stiga mot målet [...] En lägre reporänta bidrar också till att motverka effekterna av en starkare krona och lägre importpriser som kan bli en följd av lägre internationella styrräntor [...] [D]en expansiva penningpolitiken [kan] bidra till att inflationsförväntningarna förblir förankrade runt 2 procent genom att sända en tydlig signal om att penningpolitiken kommer att se till att inflationen närmar sig inflationsmålet inom en rimligt snar framtid” (*Penningpolitisk rapport*, s. 12–13).

Riksbankschef Ingves samt af Jochnick reserverade sig mot beslutet att sänka reporäntan med 50 punkter och mot reporäntebanan och förordade i stället att reporäntan skulle sänkas till bara 0,5 procent och få ligga kvar där fram till 2016 för att därefter långsamt höjas.



Detta möte var extraordinärt, inte bara för att penningpolitiken lades om på ett så aggressivt och – med tanke på marknadens reporänteförväntningar – trovärdigt sätt, utan också för att direktionen så bestämt bröt med sin tidigare ovilja att sänka räntorna rejält i ett läge med låg inflation samt för att majoriteten i direktionen bröt med riksbankschefen för att göra detta.

De två mest tongivande direktionsledamöterna under detta möte var Skingsley och Jansson. Cecilia Skingsley, som var ny ledamot sedan maj 2013, inledde mötet med att göra klart att inflationen sedan april 2014 ”har [...] fortsatt att vara lägre än förväntat. Riksbankens prognoser för omvärldens ränteutveckling har dessutom sänkts. Det interna analysarbetet har också medfört att Riksbankens prognos för inflationstrycket har sänkts betydligt. Dessa tre omständigheter är de främsta skälen till att räntan och även räntebanan i dag föreslås sänkas betydligt.”

”Med den aktuella prognosen för KPIF-inflationen, där 2-procentsmålet uppnås i början av 2016, kommer målet ha varit underskridet i ungefär fem år. [M]an ska ha i åtanke att det inte finns något tidsspecificerat krav på hur snabbt inflationen ska återföras till målet [...] [E]n lång period utan måluppfyllelse kan sätta inflationsförväntningarna i rörelse. Då förankrade inflationsförväntningar är en central del i pris- och lönebildningen i ekonomin är det därför motiverat att idag stödja en tydlig ytterligare lättning av penningpolitiken” (protokollet, s. 3).

Jansson påminde om att han ”på det penningpolitiska mötet i april slog fast att hans tolerans för ytterligare nedrevideringar av inflationsutsikterna i närtid hade nått sin undre gräns. Eftersom inflationsutfallen sedan dess leder till att Riksbanken på nytt tvingas revidera ner inflationsprognosen kommer han följaktligen nu att rösta för att reporäntan ska sänkas. Frågan är bara med hur mycket, 0,25 procentenheter eller 0,5 procentenheter.”

Det fanns, enligt Jansson, två skäl att nöja sig med den mindre sänkningen: 1) En större räntesänkning skulle bidra till en snabbare skulduppbyggnad hos hushållen, och 2) Finansiella stabilitetsrådet och Finansinspektionen hade ännu inte vidtagit tillräckligt med åtgärder för att hantera riskerna som var förknippade med hushållens skulder.

Jansson tog därefter upp fyra skäl som talade för en större sänkning: 1) Sedan oktober 2013 hade sju av totalt åtta inflationsutfall hamnat under Riksbankens prognos, 2) detta gällde prognoser på kort sikt, som normalt har en ganska god träffsäkerhet, 3) de lägre utfallen har inte bara överraskat Riksbanken utan också andra prognosmakare, och 4) inflationsnedgången var bred, vilket framgick om man studerade olika delkomponenter i KPI. Mot denna bakgrund konstaterade Jansson även att omfattningen av prognosrevideringen beträffande KPIF-inflationen i utkastet till penningpolitisk rapport inte fångades på ett bra sätt genom att bara jämföra den nya och den gamla inflationsprognosen. Den nya prognosen ingår i det huvudscenario som är betingat på en mycket mer expansiv penningpolitik (protokollet, s. 10–12).

Jansson uttalade därefter sitt stöd för en större reporäntesänkning, eftersom han ”helt enkelt tror att en kraftfull penningpolitisk markering nu är det rätta

att göra, i ett läge då inflationen ganska länge varit klart under inflationsmålet och det i debatten om penningpolitiken från flera håll och vid upprepade tillfällen rests frågetecken kring vilken status inflationsmålet har. [...] [H]an har framför allt betonat att priset aldrig får bli att det nominella ankalet äventyras. [...] [H]an [...] håller [också] fast vid sitt tidigare löfte att inte rösta för någon räntehöjning så länge KPIF-inflationen inte tar fart och överstiger 1,5 procent” (protokollet, s. 12–13).

Eckholm hade tidigare förklarat att de penningpolitiska lättnaderna var så aggressiva därför att ”penningpolitiken i omvärlden väntas vara mer expansiv framöver än tidigare med lägre räntor [...] Det beror i första hand på att ECB varit tydliga med att de ser en mer expansiv penningpolitik framför sig. Med lägre räntor i omvärlden behöver också svenska räntor vara lägre för att undvika att kronan stärks på ett sätt som gör att inflationen rör sig längre bort från målet” (protokollet, s. 5).

Vid **det penningpolitiska mötet i september 2014** reviderades prognosen för euroområdets BNP-tillväxt i huvudscenariot återigen ned, från 1 procent till 0,7 procent för 2014 och från 1,7 procent till 1,2 procent för 2015, jämfört med juliprognosen. Inflationsprognosen för euroområdet reviderades ned från 0,7 procent till 0,5 procent för 2014 och från 1,4 procent till 1,2 procent för 2015. Prognosen för BNP-tillväxten i Sverige reviderades ned från 2,2 procent till 1,7 procent för 2014 till följd av svagare exportutsikter. Övriga prognoser, i synnerhet prognoserna över inflation och arbetslöshet, ändrades inte nämnvärt.

Direktionen beslutade enhälligt att reporäntan skulle ligga kvar på 0,25 procent fram till slutet av 2015 och gradvis höjas till drygt 2 procent i slutet av den treåriga prognosperioden. Detta beslut innebar att den penningpolitiska inriktningen från juli i allt väsentligt kvarstod.

Direktionens motivering till beslutet var i stort sett densamma som i juli. Något som emellertid var väsentligt var att direktionen infogade en varning till regeringen och andra myndigheter där man rakt på sak förklarade följande:

”Med en låg ränta brådskar det för andra politikområden att hantera riskerna med hushållens skuldsättning och utvecklingen på bostadsmarknaden. Den viktigaste effekten av de makrotillsynsåtgärder som hittills har vidtagits bedöms vara att motståndskraften i det svenska banksystemet stärks, medan effekten på hushållens skuldsättning bedöms vara liten. [...] [Det] krävs åtgärder som riktas direkt mot hushållens efterfrågan på krediter. Ansvaret för detta vilar på regeringen och andra myndigheter. Exempel på åtgärder som bör övervägas är skärpt bolånetak, amorteringskrav, ändrad avdragsrätt för ränteutgifter och att sunda miniminivåer införs i de kvar-att-leva-på-kalkyler som är en del av bankernas kreditprövning. Dessutom är det viktigt att reformer som leder till en bättre fungerande bostadsmarknad genomförs. Riksbanken kommer, precis som tidigare, att följa och analysera risker och motståndskraft i det finansiella systemet och se hur dessa påverkar den allmänna ekonomiska utvecklingen och därmed penningpolitiken” (*Penningpolitisk uppföljning*, s. 8–9).

Ekholm inledde mötet med att lovorda ändringen av hur inflationen prognostiserades i den penningpolitiska rapporten i juli.

”I juli bestämde sig direktionen för att låta rena modellkörningar väga tyngre än bedömningar i inflationsprognosen, eftersom modellkörningarna visat sig göra förhållandevis bra prognoser enligt prognosutvärderingar gjorda på avdelningen för penningpolitik. Denna förändring har kanske eliminerat den tendens till systematiska överskattningar av framtida inflation som prognosen uppvisat en tid. [Hon] såg [...] det som en positiv utveckling att de senaste prognosfelen har varit en underskattning snarare än ytterligare en överskattning” (protokollet, s. 4).

Även Jansson kommenterade inflationens utveckling sedan det penningpolitiska mötet i början av juli och påpekade följande:

”Utfallet för KPIF-inflationen i juli uppgick till drygt 0,6 procent. Det var knappt 0,3 procentenheter högre än väntat. Redan i juni låg inflationen lite över prognosen i den penningpolitiska rapporten, men utfallet för juli förstärkte den här tendensen. Man ska förstås inte överdriva det positiva i en sådan här kortsiktig utveckling. Men efter flera månader av systematiska överskattningar av inflationen är det naturligtvis lite förlösande [...] Allt annat lika innebär dessa positiva inflationsöverskattningar att det nu blivit lite mer troligt att prognosen om en mer varaktig inflationsuppgång faktiskt också kommer att infrias” (protokollet, s. 7–8).

I sina avslutande kommentarer vid det sista direktionsmöte som Ekholm deltog i framhöll hon något som hon hade tagit upp vid tidigare penningpolitiska möten rörande inflationsprognosen i huvudscenariot:

”[Hon] tyckte att det samtidigt kunde vara värt att klargöra att en överskattning av den prognostiserade inflationen medför att realräntan framstår som lägre än vad den i realiteten kommer att vara. Det är realräntan som avgör hur mycket stimulans som penningpolitiken medför. Om de penningpolitiska beslutsfattarna tror att realräntan kommer att vara lägre än vad den faktiskt visar sig vara så kommer de att hålla den nominella styrräntan högre än vad som egentligen krävs för den penningpolitiska inriktning som de har tänkt sig. Av det skälet är inflationsprognosen av central betydelse för att räntebesluten verkligen ska medföra den penningpolitiska stimulans som beslutsfattarna anser är lämplig” (protokollet, s. 17).

Vid **det penningpolitiska mötet i oktober 2014** reviderades prognosen för euroområdets BNP-tillväxt i huvudscenariot återigen ned, från 0,7 procent till 0,6 procent för 2014, från 1,2 procent till 0,9 procent för 2015, och från 1,9 procent till 1,7 procent för 2016, jämfört med septemberprognosen. BNP-prognosen för Sverige reviderades däremot upp från 1,7 procent till 1,9 procent för 2014 eftersom exportens negativa inverkan uppvägdes av en starkare privat konsumtion. Än mer väsentligt var att prognosen över KPIF-inflationen för 2014 återigen reviderades ned, från 0,6 procent till 0,5 procent för 2014 och från 1,7 procent till 1,2 procent för 2015, även om inflationen i huvudsce-

nariot fortfarande förutspåddes ligga på i genomsnitt 2 procent 2016. Arbetslösheten, som beräknades ligga på 7,9 procent 2014, förutspåddes samtidigt ligga på i genomsnitt 6,9 procent 2016.

Direktionen beslutade enhälligt att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till noll procent och låta den ligga kvar där hela första halvåret 2016, för att därefter höja den till 1,7 procent i slutet av 2017. Det betydde att räntepolitiken nådde den så kallade nollrestriktionen. Marknadens förväntningar om reporäntan låg återigen nära Riksbankens publicerade räntebana fram till mitten av 2016 för att därefter stiga långsammare till bara 0,5 procent i slutet av 2017.

De argument bakom styrräntebeslutet som återgavs i den penningpolitiska rapporten var i stort sett desamma som vid föregående möten.

Janssons kommentar om inflationsöverskningen speglade inställningen hos andra direktionsledamöter. Han konstaterade:

”Sedan den penningpolitiska uppföljningen i september har två nya inflationsutfall publicerats. Det senaste utfallet för september var nästan 0,4 procentenheter lägre än bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen. [Det] var ett rejält bakslag mot bakgrund av att just utfallet för september skulle utgöra lite av en inledning till en högre trendmässig inflationstakt.” Jansson påpekade vidare att prognosförslaget ”utgör en påtaglig nedrevidering av inflationstrycket de närmaste åren, särskilt då det beaktas att den nya inflationsbedömningen är betingad på en avsevärt mycket mer expansiv penningpolitik. Motiveringen som anförs i utkastet till penningpolitisk rapport är att inflationen det senaste året upprepade gånger blivit lägre än förväntat, att det internationella pristrycket nu beräknas bli mindre och att olje- och drivmedelspriserna förutses utvecklas svagare. Till bilden hör också att det i utkastet till penningpolitisk rapport föreslås en ganska rejäl nedrevidering av tillväxtprognosen för euroområdet och att de svagare konjunkturutsikterna numera även gäller den tyska ekonomin” (protokollet, s. 13).

Jansson konstaterade vidare:

”Att det under senare tid varit ovanligt svårt att göra hyggligt träffsäkra inflationsprognoser är nog inte en överdrift. Sedan oktoberutfallet ifjol, som kan sägas ha inlett den här perioden med speciellt stora negativa inflationsöverskningar, har 8 av 12 månadsutfall hamnat under Riksbankens prognos. För andra prognosmakare är resultatet inte bättre. Även för dem har i genomsnitt 8 av 12 utfall blivit lägre än väntat. Då detta avser prognoser på kort sikt är resultatet särskilt nedslående [och] det mest troliga är att trenden med oväntat lågt inflationstryck ännu inte är bruten” (protokollet, s. 13).

I slutet av mötet ställde Jansson den fråga som även andra direktionsledamöter måste ha tänkt på:

”Frågan här [...] är varför de stora stimulanserna som gjorts under senare år inte har fått större effekter på den ekonomiska aktiviteten och inflationstakten. Strukturproblem kan förstås vara en förklaring i vissa länder men det är svårare

att förstå varför det blivit så i länder med en fungerande penningpolitisk transmissionsmekanism, en förhållandevis robust finansiell sektor och stabila offentliga finanser” (protokollet, s. 16).

Riksbankschef Ingves avrundade mötet med att reflektera kring om det är möjligt att finjustera penningpolitiken i en liten, öppen ekonomi, i synnerhet en så öppen som den svenska med stor export, import och inga begränsningar av kapitalflöden. Han ansåg att det var sannolikt att inflationen skulle fortsätta att periodvis avvika från målet (protokollet, s. 18).

Vid **det penningpolitiska mötet i december 2014** gjordes relativt få ändringar i huvudscenariots bedömningar och prognoser, jämfört med oktoberprognosen. En kraftig nedgång i oljepriserna drog ned inflationen. KPIF-inflationen i Sverige väntades emellertid ändå stiga från 0,5 procent 2014 till 1 procent 2015 och till 2 procent 2016 till följd av de penningpolitiska lättnader som hade införts.

Direktionen beslutade enhälligt att nollräntebanan skulle förlängas från första hälften till andra hälften av 2016 och därefter bara höja reporäntan till 1,45 procent i stället för 1,7 procent mot slutet av 2017. Direktionen motiverade sitt beslut på i stort sett samma sätt som vid tidigare möten, men betonade den här gången att ”inflationförväntningarna på längre sikt [har] sjunkit ytterligare något och ligger under inflationsmålet på 2 procent” (*Penningpolitisk uppföljning*, s. 9).

Riksbankschef Ingves påpekade att ”oljeprisnedgången bidrar till en viss nedrevidering av inflationstrycket. Dessutom har inflationförväntningarna på längre sikt fallit något. Det talar för att penningpolitiken behöver bli något mer expansiv ...”. Han sade vidare att ”det [nu är] dags att förbereda potentiella icke-konventionella åtgärder som, om behov finns, ska kunna presenteras med start från nästa penningpolitiska möte. [Han] sade att han bland sådana åtgärder inte ville utesluta negativ ränta eller valutainterventioner, även om det sistnämnda inte på något sätt är hans förstahandsval” (protokollet, s. 6).

Jansson talade ganska ingående om inflationsutsikterna. Han inledde med att konstatera att ”[u]tfallet för KPIF-inflationen i november uppgick till cirka 0,6 procent, vilket var marginellt högre än väntat”. Han konstaterade vidare:

”Enligt Prosperas senaste enkätundersökning sjönk förväntningarna på inflationen om fem år för samtliga tillfrågade grupper i december jämfört med föregående undersökningstillfälle i september [och] nedgången var som störst för arbetsgivar- och arbetstagarorganisationer, där inflationen om fem år nu förväntas ligga på cirka 1,7 procent, från att tidigare ha legat nära 2 procent” (protokollet, s. 6–7). Även om Jansson menade att de sjunkande långsiktiga inflationsförväntningarna är oroande, var han optimistisk och påpekade:

”Sedan december 2011 har reporäntan sänkts med 200 räntepunkter, från 2 procent till noll procent. Samtidigt har tidpunkten för den första höjningen av reporäntan senarelagts med cirka fyra år. Dessutom har räntenivån i slutet av prognosperioden sänkts med omkring 200 räntepunkter, från cirka 3,5 procent till 1,45 procent. Det är förstas svårt att med exakthet säga hur lång tid det tar innan alla dessa lättnader får full effekt [...] Men i takt med att tiden går

blir effekterna allt större och därmed ökar också sannolikheten för att inflationen ska stiga” (protokollet, s. 7–8).

Jansson räknade upp möjliga åtgärder som Riksbanken kunde vidta för att vid behov lätta penningpolitiken ytterligare: negativa räntor, köp av olika värdepapper, riktade lånefaciliteter mot företagen och lån till bankerna. Utöver detta menade han att ”Riksbanken kan intervensera i valutamarknaden i syfte att försvaga kronans växelkurs. Men den sistnämnda åtgärden är knappast aktuell så länge kronans växelkurs är på en relativt svag nivå och den realekonomiska utvecklingen i Sverige är hyggligt bra” (protokollet, s. 9).

Flodén gjorde en liknande uppräknning av olika alternativ och påpekade att ”[v]alutainterventioner [...] förmodligen [skulle] kunna medföra en tydlig och ganska snabb uppgång i inflationen”. Men i likhet med Jansson menade Flodén att en avsiktlig försvagning av växelkursen inte är ett tänkbart alternativ ”när penningpolitiken i omvärlden också begränsas av räntans nedre gräns [eftersom] valutainterventionens positiva effekter på den svenska inflationen nog fullt ut [skulle] ske på bekostnad av negativa effekter på omvärldens inflation”. Flodén såg därför inte ”valutainterventioner som aktuella i ett läge där omvärlden också kämpar med låg inflation och har problem att göra penningpolitiken mer expansiv, och där den svenska kronan dessutom är relativt svag” (protokollet, s. 16).

### **Fas 6: Ned till minusränta, februari 2015–oktober 2015**

Vid **det penningpolitiska mötet i februari 2015** var prognoserna i huvudskenariot relativt oförändrade jämfört med december 2014, med undantag för att en ny kraftig nedgång i oljepriserna drog ned inflationsprognoserna något i såväl Sverige som omvärlden. Priset på ett fat olja hade sjunkit från 115 US-dollar i juni 2014 till omkring 60 US-dollar i februari 2015.

Direktionen beslutade enhälligt att sänka reporäntan till  $-0,10$  procent, att senarelägga en höjning till andra halvåret 2016 och att bara höja reporäntan till 1,4 procent i början av 2018. Marknadens förväntade reporäntor följde Riksbankens negativa reporäntebana 2015 och under större delen av 2016 för att därefter stiga långsammare till bara omkring 0,25 procent.

Direktionen aviserade även att man snart skulle börja köpa statsobligationer till ett belopp av 10 miljarder kronor. Flodén reserverade sig och ansåg att programmet för köp av obligationer borde skjutas upp tills det verkligen finns ett behov.

Direktionen motiverade de ytterligare penningpolitiska lättnaderna på följande sätt:

”Inflationen har på senare tid utvecklats ungefär som förväntat men det finns en risk att lägre oljepriser dämpar inflationsförväntningarna och därmed inflationen mer än vad som antagits i prognosen. Till detta kommer den ökade osäkerheten om utvecklingen i omvärlden och på finansiella marknader. För att understödja uppgången i den underliggande inflationen så att KPIF-

inflationen närmar sig 2 procent och för att de långsiktiga inflationsförväntningarna ska vara förenliga med inflationsmålet behövs en mer expansiv penningpolitik [...]. De åtgärder som Riksbanken nu vidtar [...] understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen. För att säkerställa att inflationen stiger mot målet är Riksbanken redo att vid behov snabbt, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena, göra penningpolitiken ännu mer expansiv. Det handlar i första hand om att sänka reporäntan ytterligare, skjuta höjningar av reporäntan på framtiden och utöka köpen av statsobligationer” (*Penningpolitisk rapport*, s. 17–19).

Paketet med extraordinära penningpolitiska åtgärder, däribland obligationsköp och i synnerhet den negativa reporäntan, samt löftet att göra mer om det behövdes mellan de ordinarie mötena, visade att Riksbanken var helt inriktad på målet att återföra inflationen till 2 procent inom rimlig tid.

Jansson konstaterade under mötet att utfallet för KPIF-inflationen i december uppgick till 0,5 procent, vilket var tredje månaden i rad som inflationsutvecklingen var snabbare än prognostiserat. Han menade emellertid att en mer expansiv penningpolitik var nödvändig på grund av ett antal stora och svårkvantifierbara risker som, om de skulle bli verklighet, påtagligt kunde försämra prognosen. Riskerna handlade om 1) Grekland, 2) Ryssland och Ukraina, 3) ECB:s beslut om att göra omfattande tillgångsköp motsvarande nästan tre gånger Sveriges BNP och 4) ett fortsatt fall i de mer långsiktiga inflationsförväntningarna. De senaste enkätuppgifterna visade att förväntningarna på inflationen om fem år bland aktörerna på penningmarknaden nu låg på 1,65 procent jämfört med 1,73 procent i december (protokollet, s. 8–10).

Henry Ohlsson, som var ny ledamot sedan januari 2015, var bekymrad över att den negativa reporäntan skulle skapa problem när det gäller befintliga lagar, förordningar och avtalsvillkor. Han var dessutom oroad över att minusräntorna kunde påverka efterfrågan på kontanter, som är en tillgång med nollavkastning.

För att understryka att han till fullo stod bakom dessa extraordinära åtgärder som syftar till att snabbt återföra inflationen till målet på 2 procent uttryckte riksbankschef Ingves sitt entusiastiska stöd i ett ovanligt långt inlägg som omfattar fem sidor i protokollet (s. 17–21).

Riksbankschef Ingves var särskilt bekymrad över hur Sverige kunde komma att påverkas av utvecklingen i omvärlden. Han konstaterade: ”ECB har beslutat om stora tillgångsköp för att göra penningpolitiken mer expansiv och se till att inflationen stiger [...] Den schweiziska centralbanken har tagit bort valutakursgolvet gentemot euron och sänkt styrräntan till –0,75 procent. I Danmark har Nationalbanken intervenerat på valutamarknaden i stor omfattning och sänkt styrräntan till –0,75 procent för att försvara den fasta växelkursen mot euron [och] allt detta innebär att det är utomordentligt svårt att göra medelvärdesprognoser för realekonomi och inflation, både i omvärlden och i Sverige. Särskilt svårt är det att förutspå hur växelkurser kommer att utvecklas” (protokollet, s.18). Riksbankschef Ingves återkom senare till detta ämne och påpekade att det ”[g]ivet penningpolitiken i omvärlden [...] därtill [finns]

en risk för att kronan blir starkare än i prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport [...] Det är ett osäkert läge i Europa. Det är då viktigt att kronan inte börjar stärkas för snabbt” (protokollet, s. 20). Han sade avslutningsvis att de ”åtgärder som nu föreslås och som kan skalas upp vid behov kan sammantaget ses som en slags försäkring mot [...] bakgrund av en osäker och divergerande utveckling i vår omvärld som vi inte råår över”. Han tillade: ”Vi visar i handling att vi slår vakt om inflationsmålet och att vi har beredskap för ytterligare åtgärder. Vi är i grund och botten beredda att göra allt vi kan för att värna inflationsmålet som ett ankare för pris- och lönebildningen i Sverige. Då måste vi också vara beredda att använda vår balansräkning för att uppnå vårt mål” (protokollet, s. 20–21).

Den **18 mars 2015 vidtog direktionen** en extraordinär penningpolitisk åtgärd för reporäntan – den enda åtgärd av detta slag som vidtagits utanför de ordinarie penningpolitiska mötena under vår utvärderingsperiod – direktionen beslutade att sänka reporäntan från –0,10 procent till –0,25 procent och att låta den ligga kvar där till andra halvåret 2016 samt att höja den i en långsammare takt, jämfört med februariprognosen.

Direktionen beslutade även att köpa statsobligationer för 30 miljarder kronor med löptider upp till 25 år.

Följande argument anfördes bakom det beslut som fattades den 18 mars:

Under slutet av februari och början av mars präglades valutamarknaderna av stora rörelser och under några veckor skedde en snabb förstärkning av kronan, bland annat mot främst euron (vilket hade att göra med att ECB inledde sina omfattande tillgångsköp). En fortsatt snabb förstärkning av kronkursen bedömdes utgöra en påtaglig risk för den inflationsprognos som låg till grund för det penningpolitiska beslutet i februari (*Penningpolitisk rapport* från april, s. 6; Riksbankens pressmeddelande, 18 mars 2015, nr 6, s. 1).

Vid **det penningpolitiska mötet i april 2015** reviderades huvudscenariots prognoser över tillväxten i omvärlden och i Sverige upp något jämfört med februariprognosen. Framför allt KPIF-inflationen reviderades upp från 0,9 procent till 1,1 procent för 2015, från 2 procent till 2,3 procent för 2016 och beräknades till 2,2 procent 2017.

Direktionen beslutade enhälligt att lämna reporäntan och reporäntebanan oförändrade samt att reporäntan skulle stiga till 0,8 procent andra halvåret 2018. Direktionen beslutade att utöka köpen av statsobligationer med ytterligare 40–50 miljarder kronor.

Det penningpolitiska beslutet i april motiverades vidare på följande sätt:

”I en miljö där penningpolitiken i vår omvärld går i otakt är växelkursens utveckling svårbedömd. Om kronan skulle förstärkas snabbt riskerar det att bryta inflationsuppgången” (*Penningpolitisk rapport*, s. 7).

Diskussionerna vid mötet i april gällde hur stora framsteg de senaste penningpolitiska åtgärderna hade lett till i fråga om att få fart på inflationen. Flodén erinrade direktionen om att ”Riksbanken [...] länge [har] haft en prognos där reporäntan väntas höjas betydligt snabbare än utländska styrräntor i



slutet av prognosperioden. I februari indikerade marknadens terminsprissättning att reporäntan skulle vara cirka 0,2 procentenheter lägre än omvärldens [...] styrräntor i början på 2018 medan Riksbankens prognos innebar att reporäntan skulle vara 0,7 procentenheter högre än omvärldens [...] styrräntor vid den tidpunkten. När reporäntebanan nu har reviderats ned försvinner nästan hela denna skillnad. Såväl terminsprissättningen som Riksbankens prognos indikerar att reporäntan kommer att vara aningen lägre än omvärldens styrräntor i början av 2018. Det blir nu tydligare att den svenska penningpolitiken måste anpassa sig till den expansiva penningpolitiken med låga räntor i omvärlden inte bara på kort sikt, utan även på längre sikt” (protokollet, s. 5–6).

Flodén uttryckte även optimism gällande penningpolitikens effektivitet och påpekade följande:

”En indikation på att penningpolitiken fungerar är att inflationen har slutat falla och att olika mått på underliggande inflation har börjat stiga. Detta trots att det finns en fortsatt nedåtpress på inflationsutvecklingen från omvärlden. Ytterligare en indikation på att penningpolitiken fungerar är [...] att sänkningarna av reporäntan [till minus] har slagit igenom på marknadsräntor som förväntat. Framför allt har bankernas utlåningsräntor fallit ungefär så som de brukar vid sänkningar av reporäntan” (protokollet, s. 6–7).

Flodén gjorde också klart att han, även om han reserverade sig mot obligationsköp i februari, ställde sig bakom sådana köp i mars och april.

Även Jansson uttryckte optimism och konstaterade att de tre nya månatliga inflationsutfallen sedan februari generellt legat något över Riksbankens prognos. Därefter beskrev han lovande enkätresultat om inflationsförväntningarna. Han rapporterade att förväntningarna på inflationen om fem år hos penningmarknadens aktörer låg på 1,65 procent i januari, 1,72 procent i februari och omkring 1,86 procent i mars och april (protokollet, s. 9).

Riksbankschef Ingves pekade på det faktum att den svenska staten faktiskt får betalt för att låna på löptider upp till drygt fem år som ett bevis för den exceptionellt expansiva penningpolitiken (protokollet, s. 16).

Vid **det penningpolitiska mötet i juli 2015** konstaterades att BNP-tillväxten i omvärlden fortsatte att förbättras i stort sett enligt förväntningarna i aprilprognosen. Prognosen över inflationen i omvärlden 2015, som drogs ned av kraftigt lägre oljepriser tidigare under året, hade heller inte förändrats nämnvärt jämfört med april och låg på 0,3 procent i euroområdet och 0,2 procent i USA. BNP-tillväxten i Sverige 2015 reviderades ned från 3,2 procent till 2,9 procent, men beräknades ligga omkring 3 procent 2016 och 2017, det vill säga något över sin historiska trendmässiga utveckling på senare tid, medan produktiviteten förväntades växa med omkring 1,6 procent 2017 och arbetslösheten förväntades i genomsnitt vara 7,7 procent 2015 och 7 procent 2017. Även om KPIF-inflationen för 2015 också drogs ned av kraftigt lägre oljepriser prognostiserades den till 1,1 procent, vilket var en obetydlig förändring jämfört med april och betydligt högre än i euroområdet och USA. KPIF-inflationen beräknades ligga på i genomsnitt 2,1 procent 2016 och 2017.

Direktionen beslutade att sänka reporäntan med 0,1 procentenheter till – 0,35 procent fram till slutet av 2016 och därefter höja den till 0,8 procent fram till tredje kvartalet 2018. Marknadens förväntade reporänta höll sig nära Riksbankens publicerade bana fram till slutet av 2016, då den steg i långsammare takt till endast omkring 0,25 procent i mitten av 2018.

Direktionen beslutade även att utöka köpen av statsobligationer med 45 miljarder kronor fram till årets slut. De köp som beslutades i april bedömdes vara avslutade i september, då de nya köpen skulle ta vid. Vid årets slut förväntades Riksbanken ha genomfört köp av statsobligationer till ett sammanlagt värde av 135 miljarder kronor. Detta motsvarade ungefär 20 procent av den utestående stocken av nominella statsobligationer och ungefär 4 procent av BNP. Om ECB fortsatte att köpa statsobligationer i samma takt som hittills skulle deras köp vid årets slut motsvara ungefär 7 procent av stocken och 4 procent av BNP.

Direktionen betonade att den var beredd att sänka reporäntan ytterligare och att utöka obligationsköpen om inflationen understeg förväntningarna. Bland övriga alternativ så direktionen sig vara beredd att intervensera på valutamarknaden, om inflationsuppgången hotades till följd av exempelvis en mycket besvärlig marknadsutveckling (*Penningpolitisk rapport*, s. 9).

Direktionen motiverade de ytterligare lättnaderna på följande sätt:

”Även om utvecklingen går åt rätt håll är osäkerheten fortsatt stor. I euroområdet stärks konjunkturen, men flera länder tyngs alltjämt av en hög skuldsättning och av ännu olösta strukturproblem. Om förtroendet hos hushåll och företag av någon anledning skulle sjunka, kan återhämtningen åter försvagas. I detta känsliga läge utgör händelseutvecklingen i Grekland en påtaglig risk. Om läget förvärras kan oron komma att spridas till andra länder i valutaområdet. Sedan det penningpolitiska mötet i april har valuta- och räntemarknaderna präglats av fortsatt hög volatilitet. Räntor och valutakurser påverkas exempelvis av ECB:s pågående tillgångsköp och av osäkerheten om tidpunkten och takten för de kommande räntehöjningarna i USA. Kronan har stärkts gentemot flera valutor och den konkurrensvägda växelkursen, KIX, är därför starkare än i prognosen från april. Osäkerheten och de förhållandevis stora rörelserna på valutamarknaden gör det svårt att bedöma växelkursens fortsatta utveckling. En alltför stark växelkurs i förhållande till Riksbankens prognos skulle innebära att priserna på importerade produkter ökar långsammare och att efterfrågan i svensk ekonomi blir lägre” (*Penningpolitisk rapport*, s. 7–8).

Ohlsson reserverade sig mot beslutet att sänka reporäntan. Han ansåg att det var tillräckligt att utöka och förlänga köpen av statsobligationer i det aktuella ekonomiska läget.

Vid det penningpolitiska mötet tog ledamöterna ställning till bevis för hur effektiv penningpolitiken är när det gäller att få fart på inflationen, riskerna för prognosen i huvudscenariot och om de olika alternativ som finns tillgängliga för att vid behov lätta penningpolitiken ytterligare är möjliga och önskvärda.

Vid det penningpolitiska mötet diskuterades särskilt tre centrala frågor som sas vara avgörande för om penningpolitiken snart skulle få inflationen att

återgå till 2 procent och för inflationsmålets trovärdighet, vilka sammanfattas nedan.

För det första: Efter att ha varit relativt väl förankrade under hela den period som Riksbanken har bedrivit inflationsmålspolitik och legat över 2 procent sedan 2010 har förväntningarna på inflationen om fem år i Prosperas enkätundersökningar legat under 2 procent sedan mitten av 2013 (*Penningpolitisk rapport*, s. 31). Jansson återopade de två nya undersökningar av inflationsförväntningarna som kommit sedan april. Han konstaterade att förväntningarna på inflationen om fem år hos både arbetsgivar- och arbetstagarorganisationer stigit, från 1,76 procent till 1,89 procent, respektive från 1,72 procent till 1,81 procent. För samtliga grupper i kvartalsundersökningen för juni steg de femåriga inflationsförväntningarna från 1,73 procent till 1,78 procent. De femåriga inflationsförväntningarna hos aktörerna på penningmarknaden låg däremot stabilt kring 1,85 procent (protokollet, s. 13).

För det andra: I den penningpolitiska rapporten togs dessutom kronans försvagning sedan början av 2014 upp som en viktig faktor som bidragit till uppgången i inflationen på senare tid. Enligt den konkurrensvägda nominella växelkursen (KIX) försvagades kronan med drygt 10 procent mellan början av 2014 och början av 2015, sedan reporäntan sänkts från 1 procent i december 2013 till under noll. Från och med början av 2015 hade KIX emellertid gett tillbaka omkring 3 procentenheter av denna försvagning (*Penningpolitisk rapport*, diagram 4:6, s. 26, se även diagram 5). Beträffande risken för huvudsce-nariot att växelkursen skulle förstärkas påpekade Jansson att "[för] en liten öppen ekonomi som den svenska är växelkurskanalen alltid av stor betydelse. I ett läge där de inhemska realekonomiska förhållandena dessutom inte påverkat inflationen som väntat är växelkurskanalen än mer betydelsefull. För [honom] var det mot den här bakgrunden viktigt att kronans växelkurs inte förstärks ytterligare i närtid utan i stället helst försvagas något från nuvarande nivå, så som också antas i prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport" (protokollet, s. 14).

För det tredje: I den penningpolitiska rapporten konstaterades att "[n]ästa år löper kollektivavtal för nära 3 miljoner anställda ut. För mer än hälften av dessa löper avtal ut redan i slutet av mars 2016, bland annat inom industrin, byggsektorn och handeln. Mot slutet av 2015 inleds förhandlingarna mellan fackförbund och arbetsgivarorganisationer inom stora delar av industrin. Lönebildningen i Sverige har sedan industriavtalets tillkomst 1997 präglats av en hög grad av följsamhet mellan olika avtalsområden. Industrin har satt normen för nivån på de procentuella löneökningarna i löneavtalen, och övriga avtalsområden har normalt tecknat avtal med i stora drag samma procentuella löneökningar" (*Penningpolitisk rapport*, s. 31).

Jansson konstaterade att det att döma av olika uttalanden som gjorts av arbetsgivarorganisationerna nu fanns en risk att inflationsmålet inte skulle bli grunden för nästa års avtalsrörelse, och detta skulle göra det betydligt svårare att hålla kvar inflationen på en uppåtgående kurva. Han ansåg att detta problem

delvis kunde förklaras med att många fortsätter att stirra sig blinda på den nuvarande KPI-inflationen, som för 2015 beräknades uppgå till exceptionellt låga 0,2 procent, främst till följd av Riksbankens egna reporäntesänkningar. Han påpekade att KPIF-inflationen (KPI minus reporänteeffekter) beräknas uppgå till omkring 1 procent 2015 och att KPIF-inflationen exklusive energipriser beräknas uppgå till 1,5 procent, och att båda är betydligt bättre inflationsmått i detta sammanhang än KPI-inflationen (protokollet, s. 14).

Vid **det penningpolitiska mötet i september 2015** uppvisade huvudsce-nariot i stort sett samma prognosprofil för tillväxten i omvärlden och Sverige som i juli, även om det fortfarande rådde stor osäkerhet rörande utvecklingen i omvärlden, i synnerhet i Kina. KPIF-inflationen 2015 reviderades ned till 0,9 procent från 1,1 procent i juli, men beräknades fortfarande nå 2 procent 2016, medan KPIF-inflationen exklusive energipriser precis som i juli prognostiserades till 1,4 procent 2015 för att därefter stiga till 2 procent 2016.

Direktionen beslutade enhälligt att låta reporäntan vara oförändrad på – 0,35 procent, att genomföra fortsatta köp av statsobligationer fram till årets slut i enlighet med beslutet i juli samt att inleda en långsam höjning av räntan först under andra halvåret 2016.

Direktionen motiverade sin fortsatt mycket expansiva penningpolitik på i stort sett samma sätt som i juli.

Skingsley inledde med att påpeka att ”den underliggande inflationstakten mätt med KPIF exklusive energi [hade] stigit från cirka 0,5 procent våren 2014 till 1,5 procent vid den senaste mätningen i juli” (protokollet, s. 3).

Jansson ställde sig bakom att den penningpolitik som beslutades i juli skulle behållas med argumentet att inflationsutsikterna hade förbättrats. Han konstaterade särskilt att ”den senaste tidens utfall för de mer långsiktiga inflationsförväntningarna [bekräftar] att den nedåtgående trenden i förtroendet för att Riksbanken ska klara sitt inflationsmål har brutits. Efter att ha uppvisat en låg-frekvent trend nedåt under flera år har de mer långsiktiga inflationsförväntningarna under våren och sommaren vänt uppåt eller stabiliserats. Förväntningarna ligger fortfarande några tiondelar av en procentenhet under 2 procent men det är viktigt att den nedåtgående trenden nu är hejdad” (protokollet, s. 9). Han menade att Riksbankens mycket expansiva penningpolitik hade haft en gynnsam effekt på kronan och påpekade att ”kronans växelkurs [har] försvagats sedan i fjol, vilket bidragit till högre priser på importerade varor och tjänster. Detta är en viktig förklaring till den senaste tidens inflationsuppgång”. Han tog även upp att ”arbetskostnaden per producerad enhet – som brukar vara en bra indikator på det underliggande inflationstrycket – [de senaste åren har] ökat i ungefär en historiskt normal takt” (protokollet, s. 9).

Jansson framhöll emellertid också att det fanns goda skäl att göra penningpolitiken mer expansiv än i juli, skäl som är kopplade till skeenden och risker i omvärlden som har att göra med priset på olja och råvaror och som kan pressa ned både den faktiska och den förväntade inflationen. Han var i synnerhet oroad över att ”den kinesiska ekonomin bromsar in och successivt ombalanseras bort från den råvarutunga industrin. Det är en förklaring till att valutor

rasat i värde i många tillväxt- och utvecklingsekonomier, som är beroende av råvaruexport till Kina. Utvecklingen kan vara av betydelse också för Federal Reserve och ECB. Det kan inte uteslutas att Federal Reserve reagerar med att något senarelägga sina styrräntehöjningar och att ECB kommunicerar en avsikt att ytterligare utöka köpen av värdepapper. Eftersom dagens räntor och växelkurser bestäms av förväntningar om framtiden kan detta snabbt leda till stramare monetära förhållanden i svensk ekonomi” (protokollet, s. 10).

I slutet av mötet valde Flodén att, som han uttryckte det, säga några ord om att allt fler debattörer menat att Riksbanken borde vara nöjd med den nuvarande utvecklingen, det vill säga låg inflation och ganska god tillväxt, och antingen sänka inflationsmålet eller ha en större tolerans för att inflationen ligger lägre än inflationsmålet under lång tid. Med ett lägre inflationsmål, fortsatte han, skulle Riksbanken enligt detta resonemang omedelbart kunna höja reporäntan till positiva nivåer och på så sätt se till att hushåll och pensionsförvaltare får tillräcklig avkastning på sina investeringar. Detta i stället för att med minusränta locka dem till allt mer riskfyllda placeringar.

Flodén fortsatte: ”Den ekonomiska utveckling vi nu har, det vill säga låg inflation och ganska god tillväxt, är naturligtvis inte oberoende av den penningpolitik Riksbanken bedriver. Med en stramare penningpolitik skulle inflationen bli ännu lägre och tillväxten svagare. Och om man därtill sänker inflationsmålet, antingen permanent eller tillfälligt, skulle inflationsförväntningarna sannolikt sjunka. Det skulle bidra till ännu lägre inflation och skulle även kunna medföra att de redan låga nominella långräntorna blev ännu lägre” (protokollet, s. 16–17).

Flodén sade vidare: ”Det är också viktigt att notera att den negativa räntan och tillgångsköpen ännu inte verkar ge upphov till några tydliga störningar på marknaderna [...] Hushållen kan läsa om negativa räntor i tidningen men har, liksom tidigare, nollränta på lönekontot och positiv ränta på bolånen [...] Till exempel har efterfrågan på kontanter inte ökat. Och enligt Riksbankens bedömning har de ganska omfattande köpen av statsobligationer inte medfört en försämrad likviditet på marknaden. Det finns aktörer som påverkas negativt av ett lågt ränteläge, till exempel pensionsförvaltare som har utlovat en viss lägsta nominell avkastning. Men deras problem är främst att långräntorna är låga, något som förklaras av låga förväntningar på framtida inflation och tillväxt. Syftet med den förda penningpolitiken är ju att höja inflationen och inflationsförväntningarna samt att bidra till en god tillväxt, vilket då också medför högre långräntor. Ett lägre inflationsmål eller en stramare penningpolitik skulle inte på något sätt gynna dessa aktörer.” Han tillade att problemet ”med den låga reporäntan är att hushållens skuldsättning ökar allt mer och att det kanske sker med orimliga förväntningar på det framtida ränteläget. Med hänvisning till vad Ingves och af Jochnick just sagt och en stor mängd tidigare uttalanden från Riksbankens håll underströk Flodén att detta dock är ett problem som kan och ska hanteras med makrotillsynsåtgärder av regering, riksdag och andra myndigheter” (protokollet, s. 17).

Mest anmärkningsvärt vid **det penningpolitiska mötet i oktober 2015** var att den amerikanska BNP-tillväxten 2016 enligt huvudscenariot skulle bromsa till 2,7 procent från de 3 procent som beräknats i septemberprognosen och år 2017 till 2,5 procent från 2,8 procent. KPIF-inflationen i Sverige väntades nu uppgå till bara 1,8 procent 2016 i stället för de 2 procent som beräknades i september, och till 2,1 procent 2017 i stället för 2,2 procent. Även KPIF-inflationen exklusive energi 2016 beräknades ligga på bara 1,8 procent i stället för de 2 procent som prognostiserades i september och på bara 2 procent 2017 i stället för 2,1 procent.

Direktionen beslutade enhälligt att utöka köpen av statsobligationer med ytterligare 65 miljarder kronor, vilket innebär att köpen vid utgången av juni 2016 kommer att uppgå till totalt 200 miljarder. Reporäntan lämnades oförändrad på –0,35 procent, men en första höjning av reporäntan skulle skjutas upp ungefär ett halvår fram i tiden till första halvåret 2017.

På samma sätt som direktionen hade gjort upprepade gånger sedan det penningpolitiska mötet i februari 2015 underströk den att man hade beredskap att vidta mer expansiva penningpolitiska åtgärder. I den penningpolitiska rapporten i oktober 2015 upprepade direktionen att det finns en beredskap ”att snabbt göra penningpolitiken ännu mer expansiv om inflationsutsikterna försämras, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena. Reporäntan kan sänkas ytterligare, vilket avspeglas i reporäntebanan, och Riksbanken kan köpa mer värdepapper. Riksbanken står också redo att intervensera på valutamarknaden om inflationsuppgången skulle hotas av exempelvis en besvärlig marknadsutveckling. Därtill finns möjligheten att lansera ett program för utlåning till företag via bankerna om det skulle behövas. De redan vidtagna åtgärderna och beredskapen att göra mer understryker att Riksbanken värnar inflationsmålet roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen” (*Penningpolitisk rapport*, s. 9).

I den penningpolitiska rapporten (s. 12) uppmärksammade Riksbanken återigen riskerna med hushållens skuldsättning, i synnerhet i kombination med det låga ränteläget, och att de måste hanteras av regeringen, riksdagen och Finansinspektionen. Resonemanget och rekommendationerna var desamma som beskrevs mer utförligt i Riksbankens rapport *Finansiell stabilitet 2015:1*.

Direktionen förklarade de ytterligare penningpolitiska lättnaderna på följande sätt:

”De finansiella marknaderna har tolkat ECB:s senaste kommunikation som en signal om att nuvarande tillgångsköpsprogram kan utökas och fortsätta bortom september 2016. Därtill har förväntningarna på en första räntehöjning från Federal Reserve senarelagts. Det internationella ränteläget väntas därmed förbli mycket lågt framöver och den svenska penningpolitiken behöver ta hänsyn till detta. Om så inte sker riskerar kronans växelkurs att stärkas tidigare och i snabbare takt än i prognosen. Det skulle i så fall leda till att priserna på importerade varor och tjänster ökar långsammare och efterfrågan på svensk export blir lägre. En sådan utveckling skulle göra det svårare för Riksbanken att få

upp inflationen och stabilisera den runt målet [...] Eftersom uppgången i priserna på mer inhemskt producerade varor och tjänster fortfarande är relativt försiktig bedömer Riksbanken nu att det kommer krävas en lite högre efterfrågan innan inflationen stabiliseras runt 2 procent” (*Penningpolitisk rapport*, s. 8–9).

”[M]arknadens förväntningar [är] enligt terminspriseringen i stort sett i linje med reporäntebanan och indikerar fortsatt en viss sannolikhet för lägre reporänta (se diagram 2:1). På längre sikt är Riksbankens nya reporäntebana lägre än ränteförväntningarna enligt terminspriseringen. Enligt Riksbankens prognos kommer en första höjning att ske under första halvåret 2017 medan terminspriseringen indikerar en räntehöjning mot slutet av 2016” (*Penningpolitisk rapport*, s. 15).

Flodén erinrade ledamöterna om ”en viktig utgångspunkt för dagens penningpolitiska beslut, nämligen att inflationen har varit låg under en lång tid. Under de senaste fem åren har inflationen i genomsnitt varit 0,8 procent mätt med KPI, 1,0 procent när effekterna av lägre boräntor rensas bort och 1,0 procent när dessutom energipriserna rensas bort [...] En risk är att aktörer i ekonomin har ställt in sig på att inflationen ska bli 2 procent när de har satt priser, ingått löneavtal eller tagit lån med fast ränta [...] En relaterad risk är att [...] pensions- och försäkringsbolag som garanterar en viss genomsnittlig nominell avkastning eller banker och andra företag där ägare förväntar sig en viss nominell avkastning på eget kapital [kommer att finna] det svårare att generera en fortsatt hög nominell avkastning utan att samtidigt öka risknivån i placeringarna [...] om inflationsförväntningarna sjunker så att långräntorna pressas ner [...] En tredje risk som Flodén nämnde är att långvarigt låg inflation medför att förtroendet för inflationsmålet försvagas” (protokollet, s. 3–4).

Jansson konstaterade att ”den trendmässiga ökningen i inflationen som pågått sedan början av 2014 hade fortsatt [...] Vi kunde då glädja oss åt att inflationen i juli mätt med KPIF och KPIF exklusive energipriser uppgick till 0,94 respektive 1,54 procent. Det senaste inflationsutfallet för september visar att utvecklingen håller i sig. För KPIF-inflationen hamnade utfallet på 1,00 procent. Rensat för de volatila energipriserna var utfallet hela 1,81 procent. Man får nu gå tillbaka till juni 2010 för att hitta en lika hög inflationssiffra [...] Jansson fortsatte med att påpeka att Riksbankens kortsiktiga inflationsprognoser har uppvisat god träffsäkerhet de senaste månaderna och varit bättre än marknadens prognoser. Det är särskilt anmärkningsvärt menar han eftersom marknaden uppdaterar sina kortsiktiga inflationsprognoser löpande, så att de har en kraftig informations fördel jämfört med Riksbankens bedömningar [...] Att penningpolitiken biter understryks också av inflationsförväntningarnas utveckling, framhöll Jansson. Förväntningarna på inflationen om ett och två år har under året stigit successivt för de flesta grupperna som ingår i enkätundersökningarna. Vad gäller de mer långsiktiga inflationsförväntningarna bekräftas intrycket att den nedåtgående trenden nu är hejdad” (protokollet, s. 9).

”Ett viktigt syfte enligt Jansson med att i dag göra penningpolitiken mer expansiv är [emellertid] mot den här bakgrunden att motverka att kronan stärks

alltför snabbt och tydligt visa att Riksbanken, när det gäller att försvara inflationsmålet, inte på långa vägar har kastat in handduken, så som somliga spekulerat kring” (protokollet, s. 10).

Senare under mötet påpekade Jansson att ”[i] takt med att Riksbanken sänker räntan och utökar köpen av statspapper alltmer så ökar rimligen sannolikheten för att också behöva intervensera på valutamarknaden om det fortsätter att vara nödvändigt att göra penningpolitiken ännu mer expansiv [...] Det anses [emellertid] om något nu vara mindre sannolikt än tidigare under året att Riksbanken skulle välja att intervensera på valutamarknaden. [...] Ytterligare en möjlighet är ju att marknaden inte riktigt tar Riksbanken på allvar, utan tror att vi hellre ger upp försvaret av inflationsmålet än tillgriper interventioner på valutamarknaden ... Om det är det sistnämnda som gäller finns förstås en hemläxa att göra när det gäller Riksbankens kommunikation. Avsikten med att för femte gången i rad skriva i en penningpolitisk rapport att vi har beredskap att intervensera på valutamarknaden är ju knappast att valutainterventioner inte ska tas på allvar som en tänkbar penningpolitisk åtgärd” (protokollet, s. 18–19).

Det är emellertid begripligt att Riksbankens valutainterventioner kan sakna trovärdighet på marknaden mot bakgrund av diskussionen vid det penningpolitiska mötet i december 2014. Jansson och Flodén var då båda överens om att valutainterventioner skulle vara ett effektivt verktyg att återföra inflationen till målet på 2 procent, men de var ovilliga att utnyttja det.

Flera ledamöter av direktionen framhöll återigen vikten av att Sverige omgående vidtar olika åtgärder för att hantera problemen på den svenska bostadsmarknaden och för att förhindra att hushållens skuldsättning stiger ytterligare.



## 6 Analys av Riksbankens prognosförmåga

Som vi beskrev i kapitel 5 lade direktionens ledamöter stor vikt vid de prognoser som de fick från Riksbankens tjänstemän. Eftersom Sverige är en liten, öppen ekonomi påverkas prognoserna för den svenska ekonomin i hög grad av förväntningarna om världskonjunkturen och inflationen samt styrräntorna i omvärlden, inte minst i Europa och USA. Många av direktionens diskussioner gällde den internationella prognosen och antagandena om ränteutvecklingen i omvärlden. I detta kapitel går vi närmare in på den internationella prognosen för att därefter behandla Riksbankens samlade förmåga att göra prognoser över inflationen och konjunkturen i Sverige.

Inför varje penningpolitiskt möte använder sig Riksbanken av en makroekonomisk modell över den svenska ekonomin för att bedöma vilken reporäntebana som behövs för penningpolitiken och ta fram prognoser för inflation, produktion och sysselsättning som bedöms vara ”väl avvägda”. I allmänhet har Riksbanken eftersträvat att anpassa reporäntan och reporäntebanan så att inflationen förväntas vara någorlunda nära tvåprocentsmålet om två år.

Riksbankens internationella prognoser och inflationsprognoser är centrala för utformningen av penningpolitiken. I det följande granskar vi därför dessa prognoser, både i förhållande till faktiskt utfall och genom att jämföra Riksbankens prognosfel med andra prognosmakares. Vi redogör även för Riksbankens BNP- och arbetslöshetsprognoser. Avslutningsvis har vi några synpunkter på Riksbankens prognosförmåga som till viss del grundar sig på vår redogörelse för penningpolitikens utveckling under perioden 2010–2015.

### 6.1 Riksbankens internationella prognoser

I en aktuell studie av Aranki och Reslow utvärderas Riksbankens omvärldsprognoser för BNP-tillväxt, inflation och styrränta.<sup>7</sup> I denna analys har man använt sig av konkurrensvikter för att beakta olika länders relativa betydelse för den svenska ekonomin. Fram till slutet av 2012 använde Riksbanken sig av vikter enligt TCW (total competitiveness weights), som har tagits fram av IMF. I slutet av 2012 gick Riksbanken över till att använda KIX (kronindex). Detta index har tagits fram av Konjunkturinstitutet och omfattar vikter som bättre fångar tillväxtekonomiernas betydelse.

Diagram 10 visar Riksbankens viktade omvärldsprognoser för BNP-tillväxt, inflation och styrränta under perioden 2005–2015. Det som är mest slående är Riksbankens konsekventa överskattning av de framtida styrräntebanorna i omvärlden från och med 2009. När det gäller omvärldens BNP-tillväxt var Riksbankens prognosfel inte helt ensidiga, men Riksbanken tenderade oftare att överskatta än att underskatta omvärldens BNP-tillväxt. Riksbanken underskattade raset i den globala BNP-tillväxten under perioden 2008–2009 och underskattade därefter den starka internationella återhämtningen

2010, men missade den utdragna inbromsningen av den globala BNP-tillväxten under 2011 och 2012, som till stor del härrörde från den svaga utvecklingen i euroområdet. Riksbankens viktade internationella inflationsprognoser var inte mycket bättre. Riksbanken underskattade först den globala inflationen under uppgången 2007–2008 för att därefter underskatta den kraftiga globala disinflationen under raset 2009. Riksbankens prognoser för den globala inflationen slog därefter konsekvent fel från 2010 fram till och med slutet av 2012. Därefter misslyckades Riksbanken att förutse att omvärldens inflation skulle gå ned med 2 procentenheter från början av 2013 till 2015.

Detta var en ytterst volatil period för den globala ekonomin, med den allvarliga finanskrisen och finansiella kollapsen 2007–2009, den starka globala återhämtningen som sedan följdes av en överraskande tröghet i disinflationen samt den utdragna period då styrräntorna i den utvecklade delen av världen låg kvar i nivå med nollrestriktionen. Generellt sett var det inte bara Riksbanken som gjorde prognosmisstag i fråga om den globala ekonomin.

Det finns ytterst få andra bedömare som prognostiserar KIX-viktade globala variabler. Prognoser för utvecklingen i euroområdet och USA är det dock ett större antal bedömare som publicerar. Aranki och Reslow beräknar ett KIX-2-index som består av enbart euroområdet och USA. Detta index används för att jämföra Riksbankens prognoser för ”omvärldens” BNP-tillväxt och inflation, med andra prognosmakares bedömningar. De anger att euroområdets vikt utgör omkring 49 procent i det ursprungliga KIX-indexet och att USA:s vikt ligger omkring 9 procent. KIX-2-index fångar således 60 procent av det bredare KIX-index som Riksbanken vanligtvis använder för att prognostisera omvärldens utveckling.

I diagram 11 jämförs träffsäkerhet och bias i prognoserna för BNP-tillväxt och inflation för Riksbankens KIX-2-viktade index för ”omvärlden” i förhållande till jämförbara prognoser från tolv respektive åtta prognosinstitut, däribland IMF och OECD.<sup>8</sup> Som Aranki och Reslow förklarar visar medelfelet (biasen) i diagrammet om det finns en systematisk överskattning eller underskattning i en prognos. Detta beräknas som medelvärdet av utfallen minus prognoserna under hela utvärderingsperioden. Ett negativt medelfel tyder på att prognoserna i genomsnitt har överskattat utfallen och ett positivt medelfel anger att prognoserna har underskattat utfallen. Medelfelet kan dock vara ett dåligt mått på träffsäkerhet eftersom stora positiva och negativa prognosfel i genomsnitt kan ta ut varandra under utvärderingsperioden. De prognostiserade medelabsolutfelen som redovisas i diagrammet, beräknade som genomsnittet av prognosfelens absoluta värde, mäter träffsäkerheten i prognoserna. Diagram 11 visar att det är relativt små skillnader i träffsäkerhet mellan de olika institutens prognosmakare. Riksbankens träffsäkerhet för såväl BNP som inflation ligger nära genomsnittet för samtliga prognosmakare. IMF och OECD placerar sig också nära genomsnittet och har ungefär lika god träffsäkerhet som Riksbanken.

Riksbankens tendens att överskatta BNP-tillväxten framgår av det negativa medelfelet i diagrammet. Men under samma period har även alla övriga institut överskattat den genomsnittliga BNP-tillväxten, vissa mer och andra mindre än Riksbanken. Vad gäller inflationen har Riksbanken prognostiserat ett litet medelfel, och i institutens inflationsprognoser förekommer det ingen klar bias. Som framgår av diagrammet hade samtliga prognosmakare ungefär samma prognosprecision för inflationen. På det hela taget ligger Riksbankens förmåga att göra omvärldsprognoser nära genomsnittet för såväl BNP-tillväxt som inflation.

## 6.2 Riksbankens prognoser för Sveriges inflation, BNP-tillväxt och arbetslöshet

Riksbankens överväganden om inflationen utgår i första hand från KPIF, konsumentprisindexet med fast bostadsränta. Diagram 12 visar inflationen mätt i konsumentprisindexet KPIF tillsammans med två andra ofta diskuterade inflationsmått – den totala KPI-inflationen och KPIF-inflationen exklusive energi. KPI-inflationen är volatil eftersom den är känslig för ränteläget och Riksbankens reporäntepolitik. Riksbanken föredrar därför att följa inflationens utveckling med hjälp av KPIF-indexet. Som framgår av diagrammet följer KPIF-inflationen och KPIF-inflationen exklusive energi varandra relativt väl över tiden. Diagrammet visar att inflationen mätt enligt KPIF låg nära inflationsmålet på 2 procent under 2010. Därefter sjönk inflationen under målet 2011, minskade till 1 procent under 2012 och 2013 och till cirka 0,5 procent 2014. Diagram 13, som kommer från en artikel av Märten Löf, visar KPIF-inflationen tillsammans med olika inflationsprognoser på kort sikt, för en till tre månader framåt – Riksbankens inflationsprognoser, ett medelvärde av andra prognosmakares prognoser samt skillnaden mellan den lägsta och den högsta prognosen bland andra prognosmakare.<sup>9</sup> Under åren 2011 och 2012 var det få inflationsutfall som hamnade utanför den skuggade ytan. Men 2013 och 2014 hamnade KPIF-inflationen under Riksbankens och alla övriga prognosmakares prognoser vid fyra olika tillfällen – april 2013, oktober 2013, mars 2014 och september 2014. Inflationen blev inte bara svårare att förutspå utan tenderade också att överskattas, inte bara av Riksbanken.

I tabell 3 jämförs Riksbankens kortsiktiga KPIF-prognoser för horisonter på en till tre månader framåt med prognoser från 16 andra prognosmakare mellan januari 2013 och mars 2015. Detta var alltså den period som inkluderade den överraskande snabba nedgången i inflationen. Av de institut som har gjort prognoser för de flesta månaderna under utvärderingsperioden var det, som Löf påpekar, de större svenska bankerna som låg bäst till. De hade ett lägre rotmedelkvadratfel (root mean squared error, RMSE) än Riksbanken, och Riksbankens KPIF-prognoser hade en bias uppåt.<sup>10</sup> Men man ska också komma ihåg att Riksbankens utgångsläge var sämre eftersom den inte kom med en ny inflationsprognos varje månad och därför hade längre prognoshorisont än många andra.

Inflationsprognoser på längre sikt utvärderas i Riksbankens årliga rapport *Redogörelse för penningpolitiken*. Diagram 14 redovisar Riksbankens prognoser för KPIF-inflationen 2012, från januari 2011 till slutet av 2012, och visar jämförbara prognoser från andra institut för samma period. Riksbankens prognoser ligger i mitten av spannet för samtliga prognoser efter hand som de går fram från början av 2011 till slutet av 2012, och efter hand som de sjunker från 1,75 procent till 1 procent.

På samma sätt redovisar diagram 15 Riksbankens respektive andra prognosmakares prognoser för KPIF-inflationen 2014, från januari 2013 till slutet av 2014. Även här ligger Riksbankens prognoser i linje med de övrigas prognoser eftersom samtliga prognoser successivt reviderades ned, från cirka 1,4 procent i början av 2013 till 0,5 procent 2014.

Vi kan konstatera att Riksbankens prognosrevideringar på längre sikt var i stort sett i linje med de prognoser som andra bedömare gjorde när inflationen oväntat sjönk. De flesta prognoserna låg nära varandra och reviderades på ett liknande sätt. Särskilt inledningsvis förekommer det en viss spridning, men ingen av bedömarna förefaller förutse utfallet bättre än någon annan.

I diagram 16–18 återgår vi till *Redogörelse för penningpolitiken 2014* och jämför bias och träffsäkerhet i Riksbankens prognoser med de övriga institutens prognoser för KPIF-inflation, BNP-tillväxt och arbetslöshet. Samtliga prognosmakare överskattade systematiskt KPIF-inflationen, BNP-tillväxten och arbetslösheten under perioden 2007–2014. Riksbanken hörde till de prognosmakare som hade minst bias för arbetslöshet – dess bias för att prognostisera BNP-tillväxten var något bättre än genomsnittet – men överraskande nog var Riksbanken en av de prognosmakare som hade störst bias för KPIF-inflation.

Varje prognosmakares träffsäkerhet i dessa siffror redovisas som en avvikelser från det medelvärde som har beräknats för samtliga prognosmakare. Ett negativt värde för ett institut anger alltså att dess prognos är bättre än den genomsnittliga prognosmakarens, och ett positivt värde anger att prognosen är sämre. I de flesta fall är skillnaderna mellan institutens prognosprecision ganska små. Men Riksbanken hade under alla förhållanden den mest träffsäkra prognosen för BNP-tillväxten, låg nära den mest träffsäkra prognosen för KPIF-inflationen och kunde prognostisera arbetslösheten något bättre än genomsnittet. Den samlade bedömningen är därför att Riksbanken, jämfört med övriga prognosmakare, har gjort goda prognoser för BNP-tillväxten, arbetslösheten och KPIF-inflationen i Sverige.

### 6.3 Avslutande kommentarer om Riksbankens prognosförmåga

Riksbanken kan rimligtvis inte klandras för att omständigheterna förändras på ett sätt som inte gått att förutse men har ändå ett visst ansvar för att bedöma den troliga utvecklingen både innanför och utanför landets gränser. Det är två

områden där prognoserna förefaller ha slagit fel: För det första såg man alldeles för optimistiskt på euroområdet från och med våren 2010, när det blev tydligt att den monetära unionen stod inför allvarliga problem. För det andra grundade man sig på ett långt ifrån självklart antagande om räntorna i omvärlden, som på ett markant sätt skilde sig från de implicita marknadsräntorna och som fick betydande konsekvenser för prognosbedömningarna om kronans växelkurs, vilket ledde till att den troliga inflationen överskattades. Dessa båda frågor behandlades upprepade gånger vid de penningpolitiska mötena, i första hand i form av invändningar mot majoritetens inställning till penningpolitiken, men förefaller inte ha diskuterats särskilt ingående. Hade direktionen redan haft tillräckliga diskussioner om dessa båda frågor vid sina tidigare förberedande möten i beslutsprocessen? Det är svårt att avgöra utifrån de tillgängliga handlingarna. Ett av problemen med den nuvarande prognosprocessen är under alla omständigheter att dessa båda frågor borde ha fått en mycket mer framträdande plats i protokollet från det penningpolitiska mötet, eftersom de var absolut centrala för prognosen och det penningpolitiska beslutet.

I protokollet kan vi i stället läsa om en ingående diskussion om de modeller som har använts för att utarbeta prognosen – det verkar vara dessa modeller som har bestämt dagordningen och inte diskussionen om de stora problem som direktionen stod inför, såsom inbromsningen i Europa. De modeller som Riksbanken använder sig av har den egenskapen att inflationen alltid tenderar att återgå till målet. Men under utvärderingsperioden gjorde den inte det. Erfarenheten lär oss hur farligt det är att förlita sig alltför mycket på modeller i stället för att använda sitt goda omdöme.

Modellerna hade inte så mycket att tillföra när det gäller stigande bostadspriser och hushållens skuldsättning. Det förekom ingen diskussion om ekonomin bakom de fallande räntorna världen över, att Sverige inte kunde stå utanför denna utveckling och vilka konsekvenser detta skulle få för de stigande bostadspriserna i Sverige. Inte heller när det gäller dessa frågor hade modellerna något att tillföra. Ett av problemen med den penningpolitiska diskussionen var att majoriteten uppenbarligen samtyckte till de överdrivet optimistiska inflationsprognoser som modellen tagit fram genom huvudscenarierna, eftersom detta var i linje med deras önskemål om att höja räntorna för att motverka potentiella konsekvenser av stigande bostadspriser och hushållens skuldsättning. Detta gjorde de trots att de inte hade särskilt stort förtroende för inflationsprognosen när de skulle fatta beslut om reporäntan. Om det förhöll sig på det viset ställde de sig bakom en prognos som inte riktigt motsvarade deras egna ståndpunkter. Antingen borde de ha klargjort att deras syfte inte var att uppfylla ett visst inflationsmål eller ställt större krav på att det skulle publiceras en annan prognos.

Det är viktigt att prognosprocessen omfattar tillräckligt med tid för att direktionens ledamöter ska kunna ta upp väsentliga frågor om vilket synsätt som tjänstemännens prognos bygger på. Framför allt ska bedömningar av det sannolika utfallet i omvärlden inte enbart ses som en teknisk fråga som tjänste-

männen får lösa. Det behöver införas en mer systematisk process för att utvärdera och hantera ”fel” i prognoserna. En sådan process handlar inte om att lägga skulden på någon, utan i stället om att lära sig av utfallet så att framtida prognoser kan anpassas efter de lärdomar man har dragit. Vid sina möten behöver direktionen också ha tillräckligt med tid för att diskutera de väsentliga antaganden som ligger till grund för prognosen.

Att så stort fokus lades på modeller när prognosen utarbetades fick tyvärr bland annat till följd att relativt små förändringar i den förmodade banan för reporäntan påverkade den prognostiserade inflationen på ett sätt som fick avgörande betydelse för valet av den aktuella reporäntan. Till synes svårbegrip- ligen diskussioner om huruvida den förväntade styrräntan om tre år var 50 punkter för hög eller låg fick därför betydelse för det omedelbara penning- politiska beslutet. Detta tog tid från viktigare prognosdiskussioner.

## 7 Utvärdering av penningpolitiken i Sverige 2010–2015

Modellen med en oberoende riksbank med ett inflationsmål har fungerat bra för Sverige. Inget land kunde räkna med att undkomma den globala finanskrisens följder, och det var heller inget land som lyckades med detta. På senare år har penningpolitiken i Sverige emellertid varit mycket omtvistad. Vad berodde det på? Var åsiktsskillnaderna inom direktionen verkligen så stora att det förklarar spänningarna mellan dess ledamöter?

Den svenska penningpolitiken har sedan början av vår utvärderingsperiod, det vill säga februari 2010, gått varvet runt – från att ha legat nära noll höjdes reporäntan gradvis allt eftersom återhämtningen fick fäste, sänktes återigen när återhämtningen svek förväntningarna och ligger i dag faktiskt på minus.

Vår utvärdering av denna resa och den penningpolitik som Riksbanken bedrev från 2010 och framåt utmynnar i **sex** huvudsakliga slutsatser.

**För det första:** Riksbankens hantering av den svenska ekonomins snabba återhämtning från den globala finanskrisen – som bestod i att styrräntorna höjdes från 0,25 procent till 2 procent mellan juni 2010 och juli 2011 – godtogs i det stora hela av alla ledamöter i direktionen och förefaller inte ha varit orimlig i ljuset av den då tillgängliga informationen. Behovet av att hantera det kraftiga växelkursfallets effekter på de inhemska priserna kunde emellertid ha rättfärdigats att inflationsmålet tillfälligtvis överskreds (se kapitel 8). En del av de kritiska synpunkter som i efterhand har framförts i den offentliga debatten skjuter långt över målet. Även om nedgången i den svenska ekonomin under åren 2008–2009 liknade den i andra industrialiserade länder gick återhämtningen, som var särskilt markant inom exportsektorn, snabbare i Sverige än på andra håll, vilket ledde till att det allmänt ansågs vara dags att börja höja räntan. Det var helt motiverat att börja höja räntorna från de extraordinärt låga nivåer som hade införts under krisen. Även om ledamöterna i direktionen gjorde olika bedömningar – det hade under rådande förhållanden varit mycket förvånande om de inte hade gjort det – var olikheterna små. De ledamöter i direktionen som hade en avvikande mening röstade aldrig för en reporänta som var mer än en kvarts procentenhet lägre än den nivå som majoriteten faktiskt fattade beslut om. Till och med den ledamot som stod längst från majoritetens uppfattning – det vill säga Lars E.O. Svensson – och som hade röstat för en reporänta på 0,25 procent i april 2010, röstade ett år senare för en reporänta på 1,25 procent och ett par månader därefter för en ränta på 2 procent. Under åren 2010–2011 anpassades penningpolitiken således till tecknen på återhämtning och utformades på vad som kan beskrivas som ett normalt sätt i förhållande till inflationsutsikterna.

Det individualistiska omröstningsförfarande som Riksbanken tillämpar – det vill säga att ledamöterna i direktionen har ett individuellt ansvar för hur de röstar, vilket skiljer sig från omröstningsförfarandet vid exempelvis

amerikanska Federal Reserve – fungerade bäst under åren 2010–2011. De åsiktsskillnader som kommer till uttryck i protokollen låg med god marginal inom vad som är rimligt när det handlar om att bedöma utsikterna för ekonomin och inflationen, och de hårda diskussionerna borgade för att alla möjligheter togs i beaktande. Eftersom ledamöterna röstar om en reporäntenivå måste de ledamöter som anser att politiken på något sätt är inne på fel spår göra detta klart genom att rösta för vad de anser är en lämplig räntenivå. Att en ledamot har röstat för en obetydligt lägre ränta än den som antas av majoriteten kan inte senare anföras som bevis för att den berörda ledamoten ansåg att reporäntan borde ha varit en helt annan. Under denna period innehåller protokollet inte särskilt många indikationer på den oro över hushållens skuldsättning och bostadspriserna som senare skulle bli så omtvistad. Det är svårt att avgöra om detta berodde på att de som kände en sådan oro tyckte att det var genant att erkänna detta offentligt, eftersom Riksbankens uppdrag är att uppnå inflationsmålet, eller om deras oro tilltog efter hand under denna period.

**För det andra:** I slutet av 2011 och under 2012 började situationen förändras. Under den andra hälften av den period som omfattas av vår utvärdering dröjde det innan Riksbanken insåg hur omfattande problemen i euroområdet var, och framför allt under 2013 var majoriteten sen med att sänka räntorna. Detta problem förvärrades inte bara av alltför optimistiska bedömningar av den ekonomiska tillväxten i euroområdet, utan även av att antagandena om troliga räntebanor i omvärlden på ett markant sätt skilde sig från förväntningarna på de finansiella marknaderna. Som en följd av dessa antaganden blev den prognostiserade inflationen mycket högre än det faktiska utfallet. År 2014 hade dessa problem blivit tillräckligt oroande för att en majoritet i direktionen, mot riksbankschefens vilja, skulle rösta för en särskilt aggressiv sänkning av räntan.

Från slutet av 2011 och framåt insåg man inte till fullo innebörden av problemen i världsekonomin, och då framför allt i euroområdet (se kapitel 6). Detta visade sig vara den enskilt viktigaste orsaken till prognosfel. I sina prognoser för världsekonomin lägger centralbankers tjänstemän i regel, och i viss mån begripligt, alltför stor vikt vid de prognoser som görs av deras motparter i andra länder och av internationella organisationer, som i båda fallen sannolikt ger en något ljusare bild av de ekonomiska utsikterna än vad som är objektivt motiverat. Det är naturligt att en centralbank lägger mer tid och kraft på att konstruera prognoser och modeller över den egna ekonomin eftersom man där har en komparativ fördel. För att uppväga denna benägenhet är det viktigt att ledamöterna i direktionen tar upp de stora frågor kring utsikterna som kommer att avgöra utfallen för världsekonomin, och att de ifrågasätter tjänstemännens prognoser.

Ett annat problem med den allmänna tilltron till prognoser när penningpolitiken utformades var att majoriteten av direktionsledamöterna var överens om antagandet att räntorna i omvärlden skulle följa en bana som låg klart över den som kunde utläsas av terminspriserna. Följden av detta antagande var att



man justerade ned kronkursen så att dess bana blev svagare än den bana som kunde utläsas av förväntningarna på de finansiella marknaderna och, som en direkt följd av detta, att inflationsprognosen blev högre. Om man hade använt en bana för räntorna i omvärlden som låg närmare den som kunde utläsas av marknadsräntorna skulle inflationsprognosen ha blivit lägre och penningpolitiken snabbare ha kunnat anpassas till det försämrade läget i omvärlden. Trots att minoriteten i direktionen vid flera tillfällen pekade på detta problem hade detta föga inverkan på de metoder som användes för att ta fram Riksbankens prognoser. Även om Riksbanken är medveten om problemet rekommenderar vi därför följande:

**Rekommendation: Riksbanken bör ompröva sina metoder för att ta fram prognoser för både världsekonomin och räntorna i omvärlden, så att direktionen kan fokusera på de stora frågorna i samband med prognoserna. De antaganden som görs om tillväxten och räntorna i omvärlden bör förklaras mer ingående i den penningpolitiska rapporten.**

Det absolut allvarligaste problemet var emellertid den växande skillnaden mellan den framtida reporäntebana som förutsågs av Riksbanken själv och den framtida räntebana som kunde utläsas av priserna på de finansiella marknaderna (vilket framgår av diagram 9). Längre fram kommenterar vi praxisen att diskutera penningpolitiken utifrån en treårig räntebana. Vad som emellertid är förvånande, med tanke på den vikt Riksbanken lägger vid reporäntebanan, är hur liten betydelse marknaderna fäste vid Riksbankens prognoser över sitt eget agerande. Riksbankens publicerade bana hade sällan, om någonsin, något avgörande inflytande på marknadsräntorna. När Riksbanken till exempel i juli 2011 höjde reporäntan sjönk marknadsräntorna med löptider på omkring ett år med nästan 50 punkter.

Även Goodhart och Rochet granskade i sin utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2005–2010 (s. 78–94) i vilken utsträckning marknadens implicita förväntade reporäntebana motsvarade Riksbankens publicerade reporäntebana i samband med de 24 penningpolitiska möten som hölls mellan februari 2007 och december 2011. När det gällde de första sju penningpolitiska möten som hölls mellan februari 2007 och juli 2008 rapporterade Goodhart och Rochet att den tänkta reporäntebanan och marknadens terminsräntor låg hyggligt nära varandra och att reporäntebanan ”ledde” de sistnämnda, ungefär så som Riksbanken hade hoppats. Detta mönster bröts i och med den globala finanskrisen. Vid de fem möten som hölls mellan september 2008 och februari 2009 var marknadens räntebana konsekvent lägre än den tänkta reporäntebanan, vilket gav intrycket att marknaden förväntade sig att Riksbanken skulle genomföra mer aggressiva penningpolitiska lättnader för att hantera konjunkturnedgången. Detta kan möjligen ha berott på att marknaderna var mer pessimistiska när det gällde den stigande arbetslösheten eller att de trodde att Riksbanken skulle vara mindre oroad över inflationen. Vid de fem möten som hölls mellan april 2009 och december 2009 förutspådde marknaden att repo-

räntan snabbt skulle normaliseras, trots att Riksbankens reporäntebana fortsatte att vara låg. Under denna period tycktes Riksbanken inte kunna styra marknadens förväntningar mot en lägre reporänta.

I takt med att den svenska ekonomin gjorde en stark återhämtning 2010 gav Riksbanken sin publicerade reporäntebana en brantare lutning i samband med de sex möten som hölls mellan februari 2010 och december 2010, och i juli inleddes dessutom en serie reporäntehöjningar. Marknaden förutspådde emellertid en betydligt långsammare normalisering av reporäntan. Gapet mellan de två räntebanorna blev i själva verket ännu större, och den publicerade treåriga räntebanan hade en slutpunkt på 4 procent, medan marknaden reviderade ned sin slutpunkt från 3 procent till 2 procent.

Denna skillnad skapade problem för både majoritetens och minoritetens ståndpunkter i direktionen. För majoriteten var problemet att man förespråkade en betydande framtida höjning av reporäntan och därmed en betydligt stramare penningpolitik än den som man faktiskt bedrev, men att inflationen ändå låg under målet. Detta ledde till ett mer öppet uttalande om ståndpunkten att penningpolitiken behövde vara stramare än vad som framgick om man enbart såg till inflationsutsikterna för att kunna hantera risker för den finansiella stabiliteten – en fråga vi ska återkomma till längre fram. För minoriteten fanns det en spänning mellan de två olika argument som den förde fram. Å ena sidan baserades deras tämligen hätska kritik mot majoritetens ståndpunkt på prognosmodeller som utgick från antagandet att penningpolitiken faktiskt beskrevs av den publicerade önskvärda reporäntebanan. Att Riksbankens publicerade reporäntebana inte uppfattades som trovärdig av marknaden innebar å andra sidan att det blev allt svårare att lägga skulden för dåliga utfall på en alltför stram penningpolitik, eftersom marknadens förväntningar hela tiden pekade på en lägre reporänta. Den enda säkra slutsats som kan dras är att varken prognoser eller politik utslutande bör baseras på prognoser i en modell som utgår från att den angivna räntebanan uppfattas som fullständigt trovärdig. Det måste – som Karolina Ekholm framhöll – finnas utrymme för bedömningar av inflationsmålets och reporäntebanans trovärdighet. Huvudpoängen är att marknaderna, liksom hushåll och företag mer generellt, skapar sig sina egna förväntningar om framtida räntor och inflation som kan skilja sig från Riksbankens förväntningar, och att detta är något som måste vägas in i penningpolitiken. Detta är emellertid inte något som beaktas i de modeller som används av Riksbanken och de flesta andra centralbanker.

**Rekommendation: Riksbanken bör rutinemässigt presentera en analys i sina penningpolitiska rapporter av varför det enligt Riksbankens uppfattning finns en skillnad mellan dess publicerade reporäntebana och marknadens förväntade reporäntebana, samt vilka implikationer Riksbanken tror att denna skillnad har för utformningen av penningpolitiken.**

**För det tredje:** Det är frapperande hur mycket tid samtliga ledamöter i direktionen ägnade åt att fundera över den framtida reporäntebanan och åt att redogöra för sin syn på hur reporäntan borde utvecklas under de kommande tre

åren. Det är något surrealistiskt över den precision med vilken enskilda direktion-ledamöter uttalade sig om den framtida reporäntebanan, med tanke på hur oviss framtiden var och det faktum att marknaden i sina egna förväntningar inte fäste särskilt mycket avseende vid den publicerade räntebanan. Ta till exempel de penningpolitiska mötena i juli och september 2010. Vid mötet i juli röstade majoriteten för att reporäntan skulle höjas från 0,25 procent till 0,50 procent och en bana publiceras där reporäntan om tre år skulle ligga på 3,8 procent. Två ledamöter hade en avvikande uppfattning – Ekholm, som röstade för att höjningen skulle skjutas upp till september men därefter följa den bana som hade antagits av majoriteten, och Svensson, som röstade för att reporäntan skulle ligga kvar på 0,25 procent och därefter närma sig nivån på 3,8 procent mer gradvis. Marknadsröntorna pekade på att reporäntan om tre år bara skulle ligga på 2,25 procent. I september röstade majoriteten för att reporäntan skulle höjas till 0,75 procent och därefter fortfarande stiga till en slutpunkt på 3,8 procent. Även Ekholm röstade för att reporäntan skulle höjas till 0,75 procent men ville att den därefter bara skulle stiga till 2,8 procent. Svensson röstade för att reporäntan skulle ligga kvar på 0,5 procent och därefter följa en flackare bana upp till 1,75 procent. Tre år senare låg Riksbankens faktiska reporänta i själva verket på bara 1 procent, och den skulle snart sjunka till noll och därefter också under noll. Syftet med detta exempel är att visa att centralbanker inte kan förutsäga sitt eget agerande. Det beror inte på att de är oberäkneliga utan på att de inte kan förutspå den utveckling i ekonomin som de kommer att behöva reagera på. Det kan mycket väl hända att marknaden förväntar sig en annan utveckling än centralbanken.

Riksbanken har sedan 2007 publicerat prognoser över sin egen styrränta. Detta var något som Giavazzi och Mishkin uppmuntrade i sin utvärdering, där de rekommenderade Riksbanken att ”ta ytterligare ett steg och basera sina prognoser på sin egen bedömning om styrräntebanan”. Erfarenheterna av detta har inte varit odelat positiva. Om tanken var att kunna strama åt penningpolitiken genom att prognostisera framtida styrräntehöjningar kan denna strategi inte sägas ha varit en framgång. Under hela denna period var penningpolitiken mer expansiv än nästan alla i direktionen hade tänkt sig. Precisionen i prognoserna över den framtida räntan rimmar illa med den osäkerhet som präglar den ekonomiska utvecklingen och kan leda till att man är ovillig att ändra sina tidigare bedömningar och i stället håller fast vid den tidigare prognostiserade räntebanan. Om man är ovillig att ändra uppfattning kan penningpolitiken komma att reagera alltför långsamt på förändringar i ekonomin. Risken med att publicera en framtida reporäntebana är att direktionen dessutom kan få för sig att den kan ändra penningpolitiken enbart genom att ändra den framtida räntebanans lutning och slutpunkt och därför kan skjuta upp ändringar av den rådande styrräntan. Det finns en del i protokollen som tyder på att man i stället för att ta itu med behovet av att ändra den rådande reporäntan kanalisera sina åsiktsskillnader till oenighet om den framtida banan. Man ägnade också tid åt att diskutera och fundera över fördelarna med olika reporäntebanor två eller till och med tre år framåt i tiden, även om detta inte var särskilt relevant

för marknadens förväntningar och därmed inte för de faktiska monetära förhållandena. Det blev för enkelt att skyla över stora åsiktsskillnader om penningpolitikens aktuella inriktning genom att tala om skillnader i synen på den troliga reporäntebanan.

Det har emellertid gjort stort intryck på oss att så många av dem som vi har samtalat med, till och med bland dem som har ogillat Riksbankens penningpolitik, menar att det kan vara bra att Riksbanken publicerar sin egen bedömning av hur styrräntan kan komma att utvecklas. Vi anser att detta är något som bör överlåtas åt direktionen själv att bestämma.

**Rekommendation: Riksbanken bör genomföra och offentliggöra 1) en utvärdering av sina erfarenheter av publiceringen av en framtida reporäntebana och 2) en analys av de stora avvikelserna mellan marknadens förväntningar och Riksbankens publicerade prognoser under den period som omfattas av denna utvärdering.**

**För det fjärde:** Både majoriteten i direktionen och ledamöterna med avvikande mening hade en mycket stark tilltro till de prognoser som togs fram med hjälp av modeller konstruerade av Riksbankens tjänstemän. Även om sådana modeller är användbara för att få fram sammanhängande kvantitativa prognoser präglas de starkt av de antaganden som görs och kan bara tjäna som utgångspunkt för diskussioner om de utmaningar som penningpolitiken står inför vid varje given tidpunkt. De kan alltså inte användas mekaniskt. Detta förbehåll när det gäller användningen av modeller har aldrig varit mer relevant än omedelbart efter den globala finanskrisen. Dessa modeller – som inte bara misslyckades med att förutspå krisen, utan på grund av sin beskaffenhet inte heller hade förutsättningar att göra detta – kunde knappast ge en heltäckande bild av de svårigheter som ekonomierna ställdes inför under återhämtningsfasen. En större ödmjukhet beträffande dessa modeller hade varit på sin plats. Det är därför förvånande att det ansågs rimligt att förlita sig så starkt på prognoser som tas fram genom modeller som uppenbarligen bara avspeglade en del av verkligheten. Protokollen visar att såväl minoritets- som majoritetsledamöterna i direktionen påfallande sällan ifrågasatte resultaten av modellsimuleringar. Majoriteten var uppenbart oroad över riskerna för den finansiella stabiliteten – faktorer som saknades i modellerna – men verkade inte kunna ge uttryck för sin oro genom att ifrågasätta modellsimuleringarnas relevans. Minoriteten verkade å sin sida ibland vara fastlåsta vid precisa simuleringar som visade hur en annan nivå och lutning på reporäntebanan kunde finjustera utfallet för inflation och arbetslöshet, trots att så många viktiga faktorer saknades i modellerna.<sup>11</sup> De två sidorna i den debatt om penningpolitiken som fördes inom direktionen var oförmögna att samtala med varandra om vad som höll på att hända i ekonomin och retirerade i stället till låsta positioner. Men penningpolitik kan inte reduceras till en mekanisk tillämpning av en specifik modell. Att välja det som anses vara en optimal penningpolitik i en felaktigt specificerad modell kan leda till allvarliga misstag. Man måste även titta på andra ”modeller” och använda sitt omdöme.

En stor brist med de modeller som användes var att det antogs vara fullständigt trovärdigt att Riksbanken hade både vilja och förmåga att uppnå två-procentmålet för inflationen. I prognoserna återgick inflationen alltid till 2 procent på medellång sikt. Inflationens förmodade trovärdighet ingav direktionen en falsk känsla av tillförsikt när det gällde den egna strategin, vilket uppmuntrade en övertygelse om att ihållande inflationsavvikelse under 2 procent inte kunde undergräva målets trovärdighet. År 2015 hade denna tillförsikt börjat sättas på hårda prov.

I de modeller som användes av Riksbanken gjordes antagandet att inflationsmålet var så trovärdigt att mindre förändringar i den rådande eller förväntade framtida räntan skulle göra det möjligt för Riksbanken att föra inflationen tillbaka till målet om två år, oavsett det underliggande tillståndet i världsekonomin. En av direktionsledamöternas viktiga uppgifter är att ifrågasätta antagandena i de modeller som används för att ta fram kvantitativa prognoser, så att ledamöterna kan föra en uttömmande diskussion om de ekonomiska utsikterna utifrån alla relevanta aspekter innan de kommer fram till sin penningpolitiska bedömning.

Som vi beskrev i kapitel 5 har direktionen under några veckor före det penningpolitiska mötet ett nära samarbete med avdelningen för penningpolitik för att ta fram de prognoser över konjunktur, inflation och styrräntor i omvärlden som bör beaktas vid utformningen av penningpolitiken, samt för att fastställa den reporäntebana som ger prognoser över produktion, inflation och arbetslöshet i Sverige – det vill säga det huvudscenario som står i fokus för den penningpolitiska rapporten – på ett sätt som majoriteten i direktionen anser vara ”väl avvägt”. Som det ser ut i dag bekräftar direktionens penningpolitiska möte i grund och botten i efterhand det huvudscenario som i praktiken redan har beslutats vid tidigare möten. Ett alternativt förfarande skulle vara att till exempel tre olika scenarier med olika reporäntebanor antas och inkluderas i den penningpolitiska rapporten vid dessa tidigare möten, och att direktionen sedan väljer ett av dessa scenarier vid det penningpolitiska mötet ett par veckor senare. En sådan förändring skulle medföra en betydligt större arbetsbörda för avdelningen för penningpolitik och är därför något vi ogärna rekommenderar. Någon ändring av förfarandet måste emellertid göras, för i nuläget fyller inte protokollen från de penningpolitiska mötena riktigt sitt syfte att säkerställa att varje enskild ledamot ansvarar för sina bidrag till överläggningarna om penningpolitiken.

**Rekommendation: Riksbanken bör komplettera det nuvarande penningpolitiska protokollet med protokoll från möten där huvudscenariot beslutas – det vill säga från det första eller andra stora penningpolitiska beredningsgruppsmötet och även från direktionens prognosmöte. Samtliga protokoll kan sedan offentliggöras två veckor efter det penningpolitiska mötet.**

**För det femte:** Även om spänningarna mellan direktionens ledamöter inte ledde till några betydande skillnader i penningpolitiska bedömningar under

2010–2011 ökade de under 2012 och hade 2013 övergått i oenighet om inte bara räntesättningen utan även, och detta påtagligt, om penningpolitikens mål. Mötet i april 2013 var i detta avseende helt avgörande. Det var tydligt att ledamöterna med avvikande mening kände en stor frustration. Trots att fakta talade för att penningpolitiken borde bli lättare tycktes majoriteten ovillig att acceptera inflationsmålspolitikens logik. Problemen förvärrades av att båda sidorna, med hedervärt undantag för Karolina Ekholm, verkade nöjda med den vikt som lades vid modellsimuleringar och prognoser. Följden blev att den ena sidan i denna dispyt ansåg att det var fullständigt uppenbart att räntan måste sänkas, medan den andra sidan inte talade klarspråk om varför de inte ville sänka räntorna. Under ytan fanns en viktig fråga som inte diskuterades i klartext.

Det är uppenbart att majoriteten i Riksbankens direktion år 2012 kände en tillräckligt stor oro över bostadsprisernas utveckling och den ökade utlåningen till hushållen för att sätta en högre reporänta än vad som var motiverat om man enbart såg till inflationsmålet två år framåt i tiden. Det fanns tre problem med denna strategi. För det första gav man aldrig någon klar och tydlig förklaring till den oro som majoriteten kände över den finansiella stabiliteten. För det andra var det inte lätt att förena målet att ”luta sig mot vinden” med Riksbankens officiella uppdrag att uppnå prisstabilitet. Och för det tredje lade man inte fram några empiriska bevis för storleken på kostnaderna respektive nyttan med en sådan strategi.

När det gäller det förstnämnda – den finansiella stabilitetens roll i penningpolitiken – måste man ha förståelse för Riksbanken. Alla centralbanker har brottats med att försöka få det ramverk för inflationsmålspolitiken som användes före krisen att gå ihop med de ekonomiska och finansiella ”obalanser” i ekonomin som både bidrog till krisen och påverkade den efterföljande återhämtningen. Det har under våra samtal tydligt framgått att majoriteten i direktionen kände en oro över hur stigande tillgångspriser och skuldsättning kunde påverka ekonomin, och att de ansåg att om ingen annan gjorde något åt detta så föll det på dem att agera. De menade att de skulle få kritik vad de än gjorde. Riksbanken bestämde sig därför för att låta oron över den finansiella stabiliteten påverka de penningpolitiska besluten. De ledamöter i direktionen som hade en avvikande uppfattning gjorde en mycket snävare tolkning av uppdraget att uppnå prisstabilitet som utgick från en bestämd syn på hur ekonomin fungerade. De ansåg att politiken borde försöka sätta räntorna så att inflationsmålet uppnåddes 18 månader till två år framåt i tiden, baserat på inflationsprognoser som tagits fram med hjälp av en särskild uppsättning modeller. Problemet för denna grupp var att modellerna baserades på tidigare korrelationer som antogs visa orsakssamband men som i själva verket inte kunde säga mycket om hur och varför krisen inträffade. Att båda sidor i debatten lade ett sådant fokus på modellerna spelade minoriteten i händerna, eftersom de problem som oroade majoriteten inte fanns med i dessa modeller. Följden blev att de två sidorna talade förbi varandra. Det var inget typiskt svenskt över denna debatt. Inter-

nationellt motsvaras de båda synsätt som i Sverige har förespråkats av majoriteten respektive minoriteten i direktionen av de ståndpunkter som har intagits av BIS och Federal Reserves Federal Open Market Committee i USA. Ingenta sidan har något monopol på visdom.

De ledamöter i direktionen som trodde på långsiktiga risker för produktionsstillväxt och prisstabilitet till följd av uppbyggnaden av finansiella obalanser i den svenska ekonomin ställdes inför problemet att riksbankslagen inte gav centralbanken ett formellt uppdrag när det gäller finansiell stabilitet. År 2012 hade dessutom den vind som majoriteten ville luta sig mot bedarrat till något som mer liknade en bris (även om den senare skulle blåsa upp på nytt).

En av svårigheterna i samband med utformningen av penningpolitiken under denna period var att regeringen inte beslutade vilken myndighet som borde ha ansvar för den finansiella stabiliteten. De slutliga besluten om ansvarsfördelningen på detta område tillkännagavs inte förrän 2013. Ansvaret för detta måste läggas på regeringen. Det var ett misstag att låta motstridiga mål finnas kvar inom direktionen. Riksbanken trädde in för att fylla ett vakuum i politiken och gjorde klart att man ansåg att Finansinspektionen inte hade gjort tillräckligt för att hantera den oro som utvecklingen på bostadsmarknaden gav upphov till. När ansvaret för den finansiella stabiliteten till slut hade klarlagts 2014 och 2015, och tilldelats Finansinspektionen, beslutade Riksbanken att inflationen hade sjunkit till en nivå där tvåprocentmålets trovärdighet var hotad och började därför bedriva en extraordinärt expansiv penningpolitik med negativ reporänta och tillgångsköp för att få upp inflationen till tvåprocentmålet. De som var oroad över hushållens skuldsättning och tillgångspriserna verkade ha gett upp sina tidigare försök att använda penningpolitiken för att påverka denna utveckling och i stället ha accepterat att andra myndigheter, förmodligen Finansinspektionen och regeringen, skulle vidta åtgärder som så småningom skulle få ned hushållens skuldsättning. Penningpolitiken blev återigen uteslutande inriktad på att på nytt förankra inflationsförväntningarna på 2 procent. Detta var starten på en fas av extraordinära penningpolitiska åtgärder som ledde till en negativ styrränta och tillgångsköp i stor skala.

Riksbankens oro förstärktes när Finansinspektionen under våren 2015 drog tillbaka sina förslag om amorteringskrav för hushållen därför att myndigheten, trots att den insåg att sådana förslag var nödvändiga, ansåg att den borde respektera bland annat yttrandet av kammarrätten i Jönköping, som ansåg att det fanns brister i den rättsliga grunden för Finansinspektionen att införa ett sådant krav. Riksbankens uppdrag har försvårats avsevärt av regeringens obeslutsamhet när det gällde införandet av en klar och tydlig ordning för makrotillsynen.

**Rekommendation: Regeringen bör utan vidare dröjsmål se till att Finansinspektionen får de rättsliga befogenheter och makrotillsynsverktyg som är lämpliga för dess uppdrag att främja finansiell stabilitet.**

Den viktigaste lärdomen från denna episod är att det rimligen inte bör överlåtas åt direktionen att bestämma vad som bör vara Riksbankens mål, om man inte

samtidigt utökar ansvarsutkrävandet för beslut. Från och med 2011 blev debatten om penningpolitiken mycket personlig, vilket delvis berodde på att åsiktsskillnaderna gällde ramverket för penningpolitiken och inte bara det rådande tillståndet i ekonomin. För Riksbankens styrning är det därför viktigt att det i riksbankslagen fastställs ett tydligt ramverk för hur de olika faktorer som avgör penningpolitiken ska beaktas. Vi kommer att återvända till frågan om Riksbankens uppdrag i kapitel 8.

**För det sjätte:** En förutsättning för att Riksbankens beslutsprocess ska fungera på ett bra sätt är att direktionsledamöterna respekterar varandras ståndpunkter och att de under de penningpolitiska mötena försöker nå fram till en gemensam förståelse av utvecklingen i ekonomin och hur penningpolitiken bör svara på denna utveckling. Olika uppfattningar och bedömningar är viktiga inslag i denna process, men de måste uttryckas på ett sätt som främjar det gemensamma uppdrag som ledamöterna har tagit sig an. Ett viktigt inslag i direktionens struktur är att varje person har var sin röst och rätt, eller snarare skyldighet, att tydligt uttrycka sin egen uppfattning om penningpolitikens inriktning. Detta är processens styrka. Olika uppfattningar bidrar till en hälsosam debatt. Att förklara sådana åsiktsskillnader är mycket viktigt för att den bredare allmänheten ska få en ökad förståelse för de utmaningar som penningpolitiken ställs inför. Det framgår tydligt av protokollen och de offentliga uttalanden som gjordes av ledamöter i direktionen under den period som omfattas av vår utvärdering att det inte alltid fanns en respekt för andras ståndpunkter. Åsiktsskillnadernas omfattning och framför allt hur de kom till uttryck skadade Riksbankens anseende. Direktionens ledamöter måste komma ihåg att deras uppgift är att lägga fram sammanhängande argument på ett resonabelt och övertygande sätt. Om de använder ett språk som syftar till att angripa andra ledamöter i direktionen skadas direktionens anseende hos allmänheten. Det var inte bra att protokoll och intervjuer med direktionsledamöter gav prov på ett burdust tonläge som är ovanligt i den offentliga debatten i Sverige. Det grundläggande problemet var emellertid att Riksbanken hade alltför stor frihet att tolka sina befogenheter så att olika direktionsledamöter kunde vara inriktade på olika mål.

Oenighet om penningpolitiska beslut bör uttryckas öppet i protokollet men på ett sätt som inte svärar ned direktionsledamöter med eventuellt avvikande uppfattning. Vi har fått tillräckliga bevis för att känna oss säkra på att direktionsledamöternas uppträdande mot varandra var en viktig faktor som påverkade direktionens förmåga att hantera utomordentligt svåra utmaningar. Den här typen av intellektuella utmaningar har emellertid varit svåra för alla centralbanker att hantera, och åsiktsskillnader om vad som är lämpliga mål för penningpolitiken förekommer inte bara i Sverige.

Jämfört med de penningpolitiska mötenas första år har protokollen under en stor del av utvärderingsperioden varit oerhört långa och främst behandlat ståndpunkterna hos ledamöterna med avvikande mening, medan majoritetens ståndpunkt har beskrivits i de sedvanliga rapporterna. Protokollen skildrade inte längre ett givande och tagande mellan olika ståndpunkter i direktionen



eller vad diskussionen utmynnat i. Det är inte bra att majoriteten och minoriteten uttrycker sina ståndpunkter i olika format. Det måste finnas en viss gemensam disciplin när det gäller hur protokollen sammanställs. De bör inte bestå av detaljerade, och olika långa, redogörelser för enskilda ledamöters inlägg utan i stället ge en mer balanserad förklaring till det beslut som majoriteten har fattat och de argument mot beslutet som under mötet har framförts av den minoritet som har haft en avvikande mening.

**Rekommendation: Ambitionen bör vara att det penningpolitiska protokollet ska redogöra för de olika ståndpunkter som har förts fram under mötet och inte för respektive ledamots formella presentationer. De enskilda ledamöterna bör förmedla mer utförliga analyser till allmänheten genom tal.**

## 8 Riksbankens uppdrag och styrning

Riksbanken bedriver sin verksamhet enligt ett uppdrag som beslutas av riksdagen och som fastställts i riksbankslagen. Lagen innehåller en omfattande beskrivning av Riksbankens befogenheter och ansvar. Den fungerar på många sätt som en förebild. I 1 kap. 2 § fastställs Riksbankens två viktigaste penningpolitiska ansvarsområden:

”Målet för Riksbankens verksamhet skall vara att upprätthålla ett fast penningvärde.”

”Riksbanken skall också främja ett säkert och effektivt betalningsväsende.”

På ett plan är dessa mål oantastliga, men tolkningen av begreppen ”fast penningvärde” eller ”prisstabilitet” överläts åt Riksbanken. Lagen kräver i princip ett inflationsmål men utan att närmare fastställa någonting annat. Detta väcker flera frågor. Vad bör det siffrsatta målet vara? Bör det vara ett intervall eller en punkt? Vem ska fastställa målet? Vilken inflationstakt ska styra målet? Bör det penningpolitiska målet ändras så att det innefattar reala variabler? Riksbanken definierar prisstabilitet som en inflationstakt på 2 procent per år mätt i konsumentprisindex (KPI). Som vi förklarar i kapitel 5 använder direktionen i praktiken konsekvent en annan definition av inflation, KPIF, i stället för KPI i sina penningpolitiska överväganden, eftersom KPI-måttet inkluderar den direkta effekten av Riksbankens egna ränteändringar på inflationsmålet. Det är i sig en förnuftig strategi. Men det vore bättre om även inflationsmålet fastställdes i termer av KPIF-inflation. För att undanröja farhågorna om att Riksbanken själv har kunnat sätta målet och ändra det efter eget tycke anser vi att det vore lämpligare om riksdagen fastställde inflationsmålet för Riksbanken.

**Rekommendation: Riksdagen bör, på finansministerns rekommendation, både definiera och siffrsätta inflationsmålet, samt ge mandat till Riksbankens direktion att uppnå detta mål. I dagens läge rekommenderar vi ett mål på 2 procent mätt i KPIF. Målet bör ses över vart tionde år, såvida inte riksdagen lagstiftar om en ändring av målet före nästa tillfälle när målet ska ses över.**

Vi anser inte att det är rimligt att utvidga centralbankens mål till att omfatta siffrsatta mål för sysselsättning och produktion. Erfarenheterna av vägledning om penningpolitiken (forward guidance) i både USA och Storbritannien tyder på att försöken att använda siffrsatta värden för dessa variabler riskerar att snabbt gå om intet i beslutsfattarnas händer. Inte heller rekommenderar vi att det penningpolitiska målet fastställs i termer av nominella utgifter eller BNP. Att använda flexibla inflationsmål är ett helt acceptabelt sätt att hantera avvägningen mellan volatiliteten i inflationen och volatiliteten i produktionen. På så sätt undviker man också problemet med revideringar i uppgifterna om nominell BNP.

De allra viktigaste frågorna när man fastställer inflationsmål är över vilken tidshorisont det är önskvärt att få tillbaka inflationen till målet och vilken ekonomisk ”modell” som används för att avgöra hur ekonomin kommer att utvecklas. Dessa frågor går på djupet, vilket centralbankerna blev varse både under och efter den globala finanskrisen. Det kan finnas tidpunkter då penningpolitiken också bör ta hänsyn till en obalans i ekonomin som inte enkelt går att förklara enbart i termer av dess inverkan på resursutnyttjandet eller den nuvarande inflationstakten. I sådana fall kan det vara lämpligt att avvika från inflationsmålet för att avhjälpa ”obalanser” i ekonomin som kan ha sin grund i tidigare perioder av överdriven optimism – inte nödvändigtvis på bostadsmarknaden – för att förhindra stora svängningar i produktion och sysselsättning i ett senare skede. Det är inte säkert att den här typen av obalanser har sitt ursprung i finanssektorn eller någon annan specifik sektor (till exempel bostadssektorn), och de kan därför vara svåra att komma åt med makrotillsyn som är riktad mot specifika sektorer. Det är ett misstag att tro att alla eventuella behov av ekonomisk-politiska ingripanden kan delas in i två kategorier – de som innebär att ett inflationsmål uppnås inom två år och de som kräver makrotillsynsåtgärder. Penningpolitiken måste ta ett bredare grepp för att åtgärda obalanserna. Det går inte att bortse från denna eventualitet bara för att den utesluts i de flesta statistiska modeller som används av centralbanker, däribland Riksbanken. Riksbanken beskriver själv sin penningpolitiska strategi, som vi återger i kapitel 5, på följande sätt: ”Avvägningen handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen runt inflationsmålet och stabilisering av realekonomin.” Man bör gå längre än så och säga att om Riksbanken anser att det krävs en justering av den reala jämvikten i ekonomin bör den vara beredd att godta att inflationen avviker från målet under en längre period än de två år som den brukar tillämpa under normala förhållanden.

**Rekommendation: I det uppdrag som riksdagen ska ålägga Riksbanken bör fastställas att Riksbankens penningpolitiska mål ska vara att upprätthålla prisstabilitet, så som detta definieras genom inflationsmålet, med hänsyn tagen till den långsiktiga hållbarheten hos banan för produktionens nivå och sammansättning, samt dess implikationer för inflationen. Om det enligt direktionens uppfattning är lämpligt att under en tid avvika från att uppnå inflationsmålet cirka två år framåt i tiden ska Riksbanken redogöra för sina skäl och försvara dem inför riksdagens finansutskott.**

Detta innebär att om Riksbanken anser att det finns omständigheter som motiverar att man avviker från att uppnå inflationsmålet på två års sikt för att förhindra stora svängningar i produktion och sysselsättning i ett senare skede, bör Riksbanken i stället för att låtsas som något annat förklara varför den har valt att avvika från målet och vara beredd att motivera detta inför finansutskottet. Det är just i de fall då det finns utrymme för rimliga meningsskiljaktigheter om de direkta penningpolitiska utmaningarna som det är viktigt att göra en

regelbunden och väl underbyggd granskning av Riksbankens och andra utomstående bedömares tankegångar för att kunna bidra med konstruktiv kritik. Det är inom detta område som det är så viktigt med insyn. I riksbankslagen fastställs också ansvaret i fråga om insynen i Riksbanken. Enligt 6 kap. 4 § ska Riksbanken ”minst två gånger om året lämna en skriftlig redogörelse till riksdagens finansutskott om penningpolitiken”. Riksbanken ger utan tvekan allmänheten mycket information om hur den ser på ekonomin, om sina egna interna diskussioner och om sina beslut. Den är en av världens mest öppna centralbanker. Men ansvarsutkrävandet kan förbättras, och vi återkommer till detta nedan.

Merparten av de återstående artiklarna i riksbankslagen innehåller en detaljerad beskrivning av de verksamhetsregler som Riksbanken bör följa i sitt arbete för att uppnå målen.<sup>12</sup>

Det finns två områden där lagen (i den engelska översättningen) är förvånansvärt vag: valutapolitik och finansiell stabilitet. När det gäller valutapolitik anges i 6 kap 2 § att ”Riksbanken skall följa utvecklingen på valuta- och kreditmarknaderna samt vidta erforderliga penningpolitiska åtgärder”. I 7 kap. 2 § anges därefter att ”[d]et ankommer på Riksbanken att i valutapolitiskt syfte hålla tillgångar i utländsk valuta, utländska fordringar och guld”. Det verkar inte finnas någon definition av vad som avses med Riksbankens ”valutapolitik”. I praktiken är det regeringen som väljer valutapolitisk regim. Efter 1992 har Sveriges valutapolitiska regim gått ut på att använda en flytande växelkurs som tillåter Riksbanken att bedriva sin egen penningpolitik. Det skulle underlätta om riksbankslagen innehöll ett förtydligande av ansvarsfördelningen mellan regeringen och Riksbanken när det gäller valutapolitiken, inte minst eftersom det råder viss förvirring om den fördelningen i euroområdet och det vore förnuftigt att undvika samma problem i Sverige.

**Rekommendation: Riksbankslagen bör ändras för att göra klart att valet av växelkursregim är en fråga för regeringen och att uppdraget att uppnå inflationsmålet gäller med förbehåll för att regeringen beslutar att växelkursen bör flyta fritt.**

Under den period som vår utvärdering omfattar visade det sig få oerhört stor betydelse att lagen saknade en tydlig hänvisning till valutans roll eller till hänsynen till finansiell stabilitet i strävan efter prisstabilitet. Många av penningpolitikens kontroversiella inslag under perioden berodde på beslut som syftade till att skapa prisstabilitet över en längre tidshorisont än tidigare på grund av oro antingen för den finansiella stabiliteten eller för valutakursen. Detta framgår av vår redogörelse för penningpolitiken i kapitel 5.

Det finns två fördelar med ett inflationsmål: För det första innebär en penningpolitik som är inriktad på ett inflationsmål att valutakursen kan variera fritt för att skydda den inhemska ekonomin mot yttre störningar. För det andra leder en sådan penningpolitik till att räntepolitiken inriktas på att stabilisera den inhemska inflationen och sysselsättningen oberoende av konsekvenserna för valutakursen. Båda fördelarna med att använda ett inflationsmål var

mycket tydliga i Sverige 2008–2009. Kronans kraftiga försvagning (30 procent gentemot euron och 50 procent gentemot US-dollar) i början av 2009 – som berodde dels på krisen i omvärlden, dels på de aggressiva penningpolitiska lättnader som genomfördes i Sverige – bidrog till att stabilisera sysselsättningen och inflationen i Sverige. KPIF-inflationen stabiliserades kring 2 procent 2009–2010.

Men när valutan förändras kraftigt är det inte alltid förnuftigt att hålla inflationen som helhet nära målet. Sveriges stora exportmarknader hade försvagats snabbt, och Sverige stod inför en kraftig negativ engångsjustering av relativpriset mellan export och import (terms of trade). Hur borde det ha påverkat politiken? Tack vare trovärdigheten i Riksbankens inflationsmål var de nominella löneökningarna väl förankrade i Sverige. Därför hade det kanske varit bättre att hantera behovet av en engångsjustering nedåt av de svenska reallönerna genom att låta det kraftiga kronfallet slå igenom i priserna på konsumentvaror och tjänster och låta KPIF-inflationen överskrida tvåprocentsmålet under några år för att samtidigt behålla stabiliteten i den inhemskt genererade inflationen. Så snart de högre utländska priserna hade slagit igenom i den inhemska prisnivån skulle inflationen ha återvänt till målnivån. En sådan politik, som inte är helt olik den som Bank of England tillämpade, skulle ha lett till att inflationen låg kvar nära tvåprocentmålet när väl justeringen hade genomförts, i stället för att ligga långt under målet, vilket var vad som inträffade i praktiken. I verkligheten steg den svenska inflationen aldrig särskilt mycket över 2 procent och började snart sjunka under målet, med negativa följder. Detta berodde delvis på att Riksbanken började strama åt penningpolitiken under 2010, vilket mer än väl uppvägde det kronfall som hade uppstått 2008–2009.

När det gäller finansiell stabilitet finns det ingen uttrycklig beskrivning av något ansvar för Riksbanken inom det området. I 6 kap.8 § anges att "[o]m det finns synnerliga skäl får Riksbanken i likviditetsstödjande syfte på särskilda villkor bevilja kredit eller lämna garanti till sådana bankinstitut och svenska företag som står under tillsyn av Finansinspektionen".

Sveriges finansiella system klarade 2008 års stormar ganska väl, men både Riksbanken och Finansinspektionen måste vara oroade över hälsan och stabiliteten i det finansiella systemet med tanke på banksystemets storlek i förhållande till ekonomin i stort – år 2014 motsvarade banktillgångarna ungefär 430 procent av Sveriges årliga BNP. Före krisen hade de svenska bankerna börjat förvärva betydande tillgångar på de amerikanska grossistmarknaderna, och de är nu till mer än 60 procent beroende av sådan extern finansiering för sina inhemska låneportföljer. Detta ledde till en kraftig löptids- och valutao-balans. Denna situation fick stor betydelse för penningpolitiken och banktillsynen under krisen. Som Goodhart och Rochet påpekade i sin utvärdering var det Riksbankens förmåga att förhandla fram swapavtal i US-dollar med Federal Reserve som blev Sveriges räddning.

Efter krisen och under utvärderingsperioden har de stigande bostadspri-serna och hushållens växande skuldsättning i takt med detta gett upphov till

alltmer oro i Sverige. I sin artikel IV-konsultation för Sverige 2014 konstaterade IMF att en stor del av bostadsprisökningen kunde hänföras till begränsningar på tillgångssidan på grund av att det inte byggdes tillräckligt många lägenheter för att möta den växande efterfrågan i städerna och den betydande invandringen. Det finns inga tecken på att dessa faktorer kommer att dämpas. Så länge regeringen inte vidtar kraftfulla åtgärder för att förbättra utbudet på bostadsmarknaden kommer de finansiella myndigheterna sannolikt att under ganska lång tid framöver ställas inför stora utmaningar till följd av hushållens växande skuldsättning. Vi uppmanar regeringen att ta detta problem på största allvar.

Som vi har visat i kapitel 5 spelade farhågorna om den finansiella stabiliteten en allt större roll för majoritetens vilja att vara försiktig med hur snabbt reporäntan sänktes 2012 och 2013. Med tanke på den bristande tydligheten kring Riksbankens och Finansinspektionens olika roller var det kanske inte förvånande att det växte fram spänningar mellan de båda institutionerna. Riksbanken ville ha kraftfullare och tidigare åtgärder för att hantera de stigande bostadspriserna. Finansinspektionen var inte på något sätt passiv när det gäller farhågorna om hushållens skuldsättning och den finansiella stabiliteten. År 2010 införde Finansinspektionen ett värdebaserat lånetak på 85 procent för nya bostadslån. Året innan hade en tredjedel av de nya bostadslånen beviljats till högre andelar av bostadens värde. Åtgärden var kontroversiell då och fick stor kritik av branschen. Inom ett år hade dock de flesta bedömare kommit fram till att åtgärden hade varit nödvändig. Den verkar ha haft viss effekt när det gäller att stabilisera förhållandet mellan hushållens skuldsättning och deras inkomster. Det vidtogs fler åtgärder för att höja kapitalkraven på bankerna för deras bolån (se bilaga 3), men varken Finansinspektionen eller Riksbanken hade fått befogenheter att vidta dessa åtgärder av uttryckliga makrotillsynsskäl. Regeringen dröjde med att lösa frågan, vilket tyvärr ledde till en period då både Finansinspektionen och Riksbanken drev kampanj för att få dessa befogenheter. Det var först i december 2013 som det formella beslutet fattades om att ge Finansinspektionen makrotillsynsbefogenheter. Finansinspektionen är i första hand en tillsynsmyndighet och har, som vi har noterat, varit mer ovillig än Riksbanken att betrakta den växande skuldsättningen som ett orosmoment. Detta kan delvis avspegla det faktum att Finansinspektionen är direkt underställd regeringen. När Finansinspektionen fick ansvar för makrotillsynsbefogenheter meddelade den ansvariga ministern att den största fördelen med att ge Finansinspektionen huvudansvaret är att myndigheten är direkt underställd regeringen och att detta ökar det demokratiska ansvaret. Men det är skillnad mellan det demokratiska beslut som en vald regering fattar om vilken uppsättning makrotillsynsinstrument som får användas och de beslut som fattas av den myndighet till vilken sådana befogenheter har delegerats om hur instrumenten ska användas. Det finns en risk för att den nuvarande regimen kommer att leda till lång reaktionstid på framtida farhågor för den finansiella stabiliteten, och den bör ses över regelbundet.

**Rekommendation: År 2020 bör regeringen ge en mindre grupp experter i uppdrag att granska ansvarsfördelningen när det gäller makrotillsynen mellan Finansinspektionen och Riksbanken.**

Oavsett fördelarna med den nuvarande ordningen bör den åtminstone tillåta Riksbanken att inrikta sig på sitt primära syfte, nämligen att nå inflationsmålet. Som vi påpekade tidigare kan det emellertid mycket väl finnas obalanser i den svenska ekonomin där de sektorsspecifika makrotillsynsåtgärderna inte är tillräckliga för att säkerställa en justering mot full sysselsättning med prisstabilitet. Under perioder kan det vara lämpligt för Riksbanken att avvika från den vanliga och ganska snäva inriktningen på att uppnå inflationsmålet på två års sikt. Det är denna möjlighet som vår andra rekommendation i det här kapitlet handlar om. Därför är det viktigt att Riksbanken spelar en aktiv roll i diskussionerna om politiken för att nå finansiell stabilitet. Vi ser att det finns fördelar med att dela upp funktionerna hos det nyligen bildade finansiella stabilitetsrådet mellan dem som är relevanta i en omedelbar kris, där det kan bli aktuellt att använda offentliga medel, och dem som gäller rådets övervakning av den finansiella stabiliteten när det inte är krisläge. I den förra situationen är det viktigt att Finansdepartementet är delaktigt, eftersom eventuella åtgärder kan innebära att offentliga medel behöver användas. Men när det inte är kris är det viktigt att besluten om makrotillsynsåtgärder fattas fristående från de kortsiktiga politiska påtryckningarna.

**Rekommendation: Riksbanken och Finansinspektionen bör inrätta en gemensam kommitté för makrotillsyn som träffas en gång i kvartalet för att diskutera användandet av de viktigaste makrotillsynsverktygen. Den gemensamma kommittén för makrotillsyn bör emellanåt utfärda rekommendationer till riksdagen om huruvida den uppsättning verktyg som har delegerats till Finansinspektionen bör utökas eller minskas. Den gemensamma kommittén för makrotillsyn bör vara den primära källan till rapporter om den finansiella stabiliteten och delta i en utfrågning i finansutskottet minst en gång om året.**

Att Riksbanken och Finansinspektionen angriper varandra offentligt är kontra- produktivt, men så gott som oundvikligt i en värld där den ena institutionen har ansvar för penningpolitiken och den andra ansvarar för makrotillsynen.

**Rekommendation: Riksbankslagen bör ändras för att förtydliga Riksbankens roll när det gäller att värna finansiell stabilitet, det vill säga om den ska vara begränsad till deltagande i den föreslagna gemensamma kommittén för makrotillsyn (se ovan) eller utökas genom att Riksbanken tilldelas makrotillsynsbefogenheter. Riksbankens uppdrag bör även omfattas finansiell stabilitet, och Riksbanken måste ha vissa formella befogenheter för att kunna uppnå sitt mål.**

Utöver våra rekommendationer om ändringar i riksbankslagen anser vi att det kan vara värt att överväga en förbättring i Riksbankens redovisningsansvar gentemot riksdagen. Ansvarsutkrävande sker med rätta inte gentemot riks-

banksfullmäktige utan inför allmänheten och riksdagen. Vi vill uppmuntra finansutskottet att göra en mer uttömmande utfrågning av alla ledamöter än vad som sker i dag. Om sådana utfrågningar om hur enskilda ledamöter av direktionen har röstat ska vara meningsfulla och öka allmänhetens förståelse av utmaningarna för och besluten om den svenska penningpolitiken måste finansutskottets ledamöter visa en grad av självbehärskning som inte alltid är utmärkande för politiker, åtminstone inte utanför Sverige. Finansutskottet håller på att utreda ”metoderna för att utvärdera svensk penningpolitik”. Den nuvarande metoden infördes 2007/2008. I dag anordnar utskottet tre öppna utfrågningar med riksbankschefen och en vice riksbankschef (de vice riksbankscheferna turas om) varje år, och utskottet publicerar en årlig utvärdering som baseras på ett underlag från Riksbanken. Om alla ledamöter av direktionen bjöds in att delta mer regelbundet skulle protokollen från de penningpolitiska mötena kunna bli mer användbara för att förklara argumenten för och emot de åtgärder som har vidtagits.

**Rekommendation: Riksdagens finansutskott bör hålla tre utfrågningar om året med Riksbankens direktion efter publiceringen av de penningpolitiska rapporterna. Utöver riksbankschefen (som alltid ska delta) bör tre vice riksbankschefer delta, vilket innebär att varje ledamot av direktionen ska delta minst två gånger under varje tolv månadersperiod för att förklara och försvara hur han/hon har röstat om penningpolitiska beslut.**

Riksbankens verksamhet övervakas av riksbanksfullmäktige. Riksbanksfullmäktige rapporterar i sin tur årligen till finansutskottet. Riksbanksfullmäktige har ansvaret för att kontrollera Riksbankens förvaltning och utse nya ledamöter till direktionen. Detta är ett unikt arrangemang där riksdagen har delegerat centralbankens styrning till ett organ som har demokratisk legitimitet men som är fristående från riksdagen i sig. Vi har imponerats av riksbanksfullmäktiges syn på sin roll som buffert mellan Riksbanken å ena sidan och politikerna som påverkas av de dagliga påtryckningarna från medierna och den allmänna opinionen, å andra sidan. Framför allt innebär riksbanksfullmäktiges hantering av valet av nya ledamöter till direktionen att man undviker såväl risken för att den befintliga direktionen rekryterar sina efterföljare som hotet om direkta politiska påtryckningar från Finansdepartementet och riksdagen.

Om det blir aktuellt att ändra riksbankslagen anser vi att riksbanksfullmäktige bör få en viktig roll när det gäller att lägga fram ändringsförslag.

**Rekommendation: Riksdagens finansutskott bör ge riksbanksfullmäktige i uppdrag att lägga fram rekommendationer om ändringar av riksbankslagen.**

Riksbanksfullmäktiges ordförande och vice ordförande har rätt att delta i direktionens möten och att yttra sig, men har inte rösträtt. Vårt intryck är att denna rätt har använts klokt och återhållsamt. Fullmäktige har inte gjort några offentliga kommentarer om de penningpolitiska besluten. Detta är av avgörande betydelse om direktionsledamöterna ska kunna ha fortsatt förtroende för riksbanksfullmäktiges roll i Riksbankens förvaltning. Riksbanksfullmäktige



försäkrade oss att ledamöterna i Riksbankens direktion gav tillfredsställande och fullständig information om alla åtgärder som vidtogs både inom det penningpolitiska området och i samband med Riksbankens balansräkning. Vi konstaterade att förhållandet mellan de båda instanserna var förnuftigt och effektivt och att det hanterades väl.

Enligt 1 kap. 4 § riksbankslagen ska direktionen ha sex ledamöter som ska utses av fullmäktige på fem eller sex år. Direktionsledamöternas roll bör utvärderas ytterligare. Finns det tillräckligt med arbete för att sysselsätta sex ledamöter på heltid? Vi rekommenderar att man överväger att ändra direktionens struktur. Det verkar inte rimligt att ha sex personer med lika ansvar för den verkställande förvaltningen av Riksbanken. Enligt vår mening vore det bättre att ha tre ledamöter med ett uttryckligt verkställande ansvar: riksbankschefen, en vice riksbankschef med ansvar för penningpolitiska frågor och personalhantering inom det området samt en andre vice riksbankschef med ansvar för arbete och personal inom området för finansiell stabilitet. Direktionen bör också ha ytterligare tre icke verkställande ledamöter som kan ha andra deltidsbefattningar, förutsatt att dessa inte leder till någon intressekonflikt.

**Rekommendation: Direktionen bör stöpas om till ett penningpolitiskt råd och bestå av tre verkställande ledamöter av Riksbanken, riksbankschefen och två vice riksbankschefer med ansvar för penningpolitik respektive finansiell stabilitet, samt tre icke verkställande ledamöter.**

## Förteckning över tabeller och diagram

Tabell 1: Utvalda ekonomiska data, Sverige 2000–2015

Tabell 2: Direktionen 2010–2015 – ledamöter, beslut och röstning

Tabell 3: Olika prognoser för KPIF-inflationen från januari 2013 till mars 2015

Diagram 1: Riksbankens reporänta 2005–2015

Diagram 2: BNP, Sverige 2005–2015

Diagram 3: KPIF-inflation, Sverige 2005–2015

Diagram 4: Arbetslöshet, Sverige 2005–2015

Diagram 5: Konkurrensvägd nominell växelkurs (KIX) 2005–2015

Diagram 6: Priser på småhus och bostadsrätter, Sverige 2005–2015

Diagram 7: Hushållens skulder som andel av disponibel inkomst, Sverige 2005–2015

Diagram 8: Tidslinje för Riksbankens penningpolitiska process

Diagram 9: Riksbankens reporäntebana och marknadsförväntningar 2010–2015

Diagram 10: Riksbankens omvärldsprognoser, 2005–2015

Diagram 11: Träffsäkerhet och bias i olika prognoser över BNP och inflation i omvärlden, 2007–2014

Diagram 12: KPI, KPIF och KPIF exklusive energi, 2005–2015

Diagram 13: KPIF – prognoser och utfall, januari 2011 till mars 2015

Diagram 14: Successiva prognoser 2011–2012 över KPIF-inflationen 2012

Diagram 15: Successiva prognoser 2013–2014 över KPIF-inflationen 2014

Diagram 16: Träffsäkerhet och bias i prognoser över KPIF-inflationen, olika prognosmakare, 2008–2014

Diagram 17: Träffsäkerhet och bias i prognoser över BNP-tillväxt, olika prognosmakare, 2007–2014

Diagram 18: Träffsäkerhet och bias i prognoser över arbetslösheten, olika prognosmakare, 2007–2014

## Tabeller och diagram

**Tabell 1 Utvalda ekonomiska data, Sverige 2000–2015**

*Årlig procentuell förändring, utom för handelsbalansen<sup>1</sup>*

|                              | Genomsnitt        |      |      |       |      |       |      |      |      |                   |
|------------------------------|-------------------|------|------|-------|------|-------|------|------|------|-------------------|
|                              | 2000–2006         | 2007 | 2008 | 2009  | 2010 | 2011  | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 <sup>b</sup> |
| BNP                          | 3,2               | 3,4  | -0,6 | -5,2  | 6,0  | 2,7   | -0,3 | 1,2  | 2,3  | 3,3               |
| KPI                          | 1,4               | 2,2  | 3,4  | -0,5  | 1,2  | 3,0   | 0,9  | 0,0  | -0,2 | 0,0               |
| KPIF                         | 1,7               | 1,5  | 2,7  | 1,7   | 2,0  | 1,4   | 1,0  | 0,9  | 0,5  | 0,9               |
| Handelsbalans <sup>2</sup>   | 6,7               | 7,0  | 6,3  | 5,8   | 5,5  | 4,7   | 4,9  | 4,5  | 3,7  |                   |
| Export                       | 6,3               | 4,5  | 2,0  | -14,5 | 11,9 | 6,1   | 1,0  | -0,8 | 3,5  | 4,0               |
| Bostadspriser <sup>3</sup>   | 12,1 <sup>a</sup> | 12,2 | -0,3 | 3,4   | 7,7  | -0,1  | 0,8  | 6,0  | 10,6 |                   |
| Monetär bas                  | 3,2               | 2,8  | 46,7 | 170,5 | -0,9 | -50,3 | 7,0  | 6,4  | 3,2  |                   |
| Penningmängd (M3)            | 6,4               | 15,8 | 12,1 | 1,3   | 1,8  | 3,3   | 6,7  | 2,0  | 4,2  |                   |
| Totala krediter <sup>4</sup> | 7,5               | 12,2 | 11,6 | 7,7   | 2,5  | 5,8   | 5,0  | 3,9  | 5,2  |                   |
| Bolån                        | 14,4 <sup>a</sup> | 12,7 | 11,8 | 9,6   | 9,8  | 6,8   | 4,8  | 5,0  | 5,8  |                   |

Anm.:

- (1) BNP och export är volymförändring; övriga kvantiteter är i nominella termer.
  - (2) Nettoexport av varor och tjänster som andel av BNP, procent.
  - (3) Valueguard bostadsprisindex, total, årsgenomsnitt av årlig procentuell förändring.
  - (4) Utlåning från monetära finansiella institut (MFI) till privat icke-finansiell sektor och utestående stock av certifikat och obligationer utgivna av svensk privat icke-finansiell sektor, årsgenomsnitt av årlig procentuell förändring.
- (a) Genomsnitt för 2006.  
 (b) Prognos, *Penningpolitisk rapport* oktober 2015.

Källor: SCB, Valueguard (2) och Riksbanken (b).

Tabell 2 Direktionen 2010–2015 – ledamöter, beslut och röstning 2010–2012

|                      | Februari                 |            | April                    |            | Juni/Juli                |            | September                |            | Oktober                  |            | December                 |            |
|----------------------|--------------------------|------------|--------------------------|------------|--------------------------|------------|--------------------------|------------|--------------------------|------------|--------------------------|------------|
|                      | Reporäntan<br>förändring | Räntebanan | Reporäntan<br>förändring | Räntebanan | Reporäntan<br>förändring | Räntebanan | Reporäntan<br>förändring | Räntebanan | Reporäntan<br>förändring | Räntebanan | Reporäntan<br>förändring | Räntebanan |
| 2010                 |                          |            |                          |            |                          |            |                          |            |                          |            |                          |            |
| Stefan Ingves        | 0                        |            | Ej närvarande            |            | 0,25                     |            | 0,25                     |            | 0,25                     |            | 0,25                     |            |
| Karolina Ekholm      | 0                        |            | 0                        | Reservat   | 0                        | Reservat   | 0,25                     | Reservat   | 0                        | Reservat   | 0                        | Reservat   |
| Lars Nyberg          | 0                        |            | 0                        |            | 0,25                     |            | 0,25                     |            | 0,25                     |            | 0,25                     |            |
| Barbro Wickman-Parak | 0                        |            | 0                        |            | 0,25                     |            | 0,25                     |            | 0,25                     |            | 0,25                     |            |
| Lars EO Svensson     | -0,25                    | Reservat   | 0                        | Reservat   | 0                        | Reservat   | 0                        | Reservat   | 0                        | Reservat   | 0                        | Reservat   |
| Svante Öberg         | 0                        |            | 0                        |            | 0,25                     |            | 0,25                     |            | 0,25                     |            | 0,25                     |            |
| <b>Beslut</b>        | <b>0</b>                 |            | <b>0</b>                 |            | <b>0,25</b>              |            | <b>0,25</b>              |            | <b>0,25</b>              |            | <b>0,25</b>              |            |
| 2011                 |                          |            |                          |            |                          |            |                          |            |                          |            |                          |            |
| Stefan Ingves        | 0,25                     |            | 0,25                     |            | 0,25                     |            | 0                        |            | 0                        |            | 0                        |            |
| Karolina Ekholm      | 0                        | Reservat   | 0                        | Reservat   | 0                        | Reservat   | 0                        | Reservat   | -0,25                    | Reservat   | -0,25                    | Reservat   |
| Lars Nyberg          | 0,25                     |            | 0,25                     |            | 0,25                     |            | 0                        |            | 0                        |            | -0,25                    |            |
| Barbro Wickman-Parak | 0,25                     |            | 0,25                     |            | 0,25                     |            | 0                        |            | 0                        |            | -0,25                    |            |
| Lars EO Svensson     | 0                        | Reservat   | 0                        | Reservat   | 0                        | Reservat   | 0                        | Reservat   | -0,25                    | Reservat   | -0,25                    | Reservat   |
| Svante Öberg         | 0,25                     |            | 0,25                     |            | 0,25                     |            | 0                        |            | 0                        |            | -0,25                    |            |
| <b>Beslut</b>        | <b>0,25</b>              |            | <b>0,25</b>              |            | <b>0,25</b>              |            | <b>0</b>                 |            | <b>0</b>                 |            | <b>-0,25</b>             |            |
| 2012                 |                          |            |                          |            |                          |            |                          |            |                          |            |                          |            |
| Stefan Ingves        | -0,25                    |            | 0                        |            | 0                        |            | -0,25                    |            | 0                        |            | -0,25                    |            |
| Karolina Ekholm      | -0,5                     | Reservat   | -0,5                     | Reservat   | -0,5                     | Reservat   | -0,25                    | Reservat   | -0,25                    | Reservat   | -0,25                    | Reservat   |
| Kerstin af Jochimck  | -0,25                    |            | 0                        |            | 0                        |            | -0,25                    |            | 0                        |            | -0,25                    |            |
| Barbro Wickman-Parak | -0,25                    |            | 0                        |            | 0                        |            | -0,25                    |            | 0                        |            | -0,25                    |            |
| Lars EO Svensson     | -0,5                     | Reservat   | -0,5                     | Reservat   | -0,5                     | Reservat   | -0,5                     | Reservat   | -0,5                     | Reservat   | -0,5                     | Reservat   |
| Per Jansson          | -0,25                    |            | 0                        |            | 0                        |            | -0,25                    |            | 0                        |            | -0,25                    |            |
| <b>Beslut</b>        | <b>-0,25</b>             |            | <b>0</b>                 |            | <b>0</b>                 |            | <b>-0,25</b>             |            | <b>0</b>                 |            | <b>-0,25</b>             |            |

Tabell 2 Direktionen 2010–2015 – ledamöter, beslut och röstning (forts.) 2013–2015

|                      | Februari              |             | April                     |             | Juni/Jul              |             | September             |             | Oktober               |             | December              |             |
|----------------------|-----------------------|-------------|---------------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------------------|-------------|
|                      | Reporäntan förändring | Räntebanan  | Reporäntan förändring     | Räntebanan  | Reporäntan förändring | Räntebanan  | Reporäntan förändring | Räntebanan  | Reporäntan förändring | Räntebanan  | Reporäntan förändring | Räntebanan  |
|                      | 2013                  |             |                           |             |                       |             |                       |             |                       |             |                       |             |
| Stefan Ingves        | 0                     |             | 0                         |             | 0                     |             | 0                     |             | 0                     |             | 0                     |             |
| Karolina Ekholm      | -0,25                 | Reservation | -0,25                     | Reservation | -0,25                 | Reservation | -0,25                 | Reservation | -0,25                 | Reservation | -0,25                 | Reservation |
| Kerstin af Jochmick  | 0                     |             | 0                         |             | 0                     |             | 0                     |             | 0                     |             | 0                     |             |
| Barbro Wickman-Parak | 0                     |             | 0                         |             | Avgått                |             | Avgått                |             | Avgått                |             | Avgått                |             |
| Lars EO Svensson     | -0,5                  | Reservation | -0,5                      | Reservation | 0                     |             | 0                     |             | 0                     |             | 0                     |             |
| Per Jansson          | 0                     |             | 0                         |             | 0                     |             | 0                     |             | 0                     |             | 0                     |             |
| Martin Flodén        | Ej tillsatt           |             | Ej tillsatt               |             | -0,25                 | Reservation | -0,25                 | Reservation | -0,25                 | Reservation | -0,25                 | Reservation |
| Cecilia Skingsley    | Ej tillsatt           |             | Ej tillsatt               |             | 0                     |             | 0                     |             | 0                     |             | 0                     |             |
| <b>Bestut</b>        | <b>0</b>              |             | <b>0</b>                  |             | <b>0</b>              |             | <b>0</b>              |             | <b>0</b>              |             | <b>0</b>              |             |
|                      | 2014                  |             |                           |             |                       |             |                       |             |                       |             |                       |             |
| Stefan Ingves        | 0                     |             | 0                         |             | -0,25                 | Reservation | 0                     |             | -0,25                 |             | 0                     |             |
| Karolina Ekholm      | 0                     |             | -0,25                     | Reservation | -0,5                  |             | 0                     |             | Avgått                |             | Avgått                |             |
| Kerstin af Jochmick  | 0                     |             | 0                         |             | -0,25                 | Reservation | 0                     |             | -0,25                 |             | 0                     |             |
| Per Jansson          | 0                     |             | 0                         |             | -0,5                  |             | 0                     |             | -0,25                 |             | 0                     |             |
| Martin Flodén        | 0                     |             | -0,25                     | Reservation | -0,5                  |             | 0                     |             | -0,25                 |             | 0                     |             |
| Cecilia Skingsley    | 0                     |             | 0                         |             | -0,5                  |             | 0                     |             | -0,25                 |             | 0                     |             |
| <b>Bestut</b>        | <b>0</b>              |             | <b>0</b>                  |             | <b>-0,5</b>           |             | <b>0</b>              |             | <b>-0,25</b>          |             | <b>0</b>              |             |
|                      | 2015                  |             |                           |             |                       |             |                       |             |                       |             |                       |             |
|                      | <b>Februari</b>       |             | <b>Mars (extrainsatt)</b> |             | <b>April</b>          |             | <b>Juli</b>           |             | <b>September</b>      |             | <b>Oktober</b>        |             |
|                      | Reporäntan förändring | Räntebanan  | Reporäntan förändring     | Räntebanan  | Reporäntan förändring | Räntebanan  | Reporäntan förändring | Räntebanan  | Reporäntan förändring | Räntebanan  | Reporäntan förändring | Räntebanan  |
| Stefan Ingves        | -0,1                  |             | -0,15                     |             | 0                     |             | -0,1                  |             | 0                     |             | 0                     |             |
| Kerstin af Jochmick  | -0,1                  |             | -0,15                     |             | 0                     |             | -0,1                  |             | 0                     |             | 0                     |             |
| Martin Flodén        | -0,1                  | A           | -0,15                     |             | 0                     |             | -0,1                  |             | 0                     |             | 0                     |             |
| Per Jansson          | -0,1                  |             | -0,15                     |             | 0                     |             | -0,1                  |             | 0                     |             | 0                     |             |
| Henry Ohlsson        | -0,1                  |             | -0,15                     |             | 0                     |             | 0                     | Reservation | 0                     |             | 0                     |             |
| Cecilia Skingsley    | -0,1                  |             | -0,15                     |             | 0                     |             | -0,1                  |             | 0                     |             | 0                     |             |
| <b>Bestut</b>        | <b>-0,1</b>           |             | <b>-0,15</b>              |             | <b>0</b>              |             | <b>-0,1</b>           |             | <b>0</b>              |             | <b>0</b>              |             |

A) Reserverade sig mot beslutet att nu köpa statsobligationer

Källa: Riksbankens hemsida.

### Tabell 3 Olika prognoser för KPIF-inflationen från januari 2013 till mars 2015

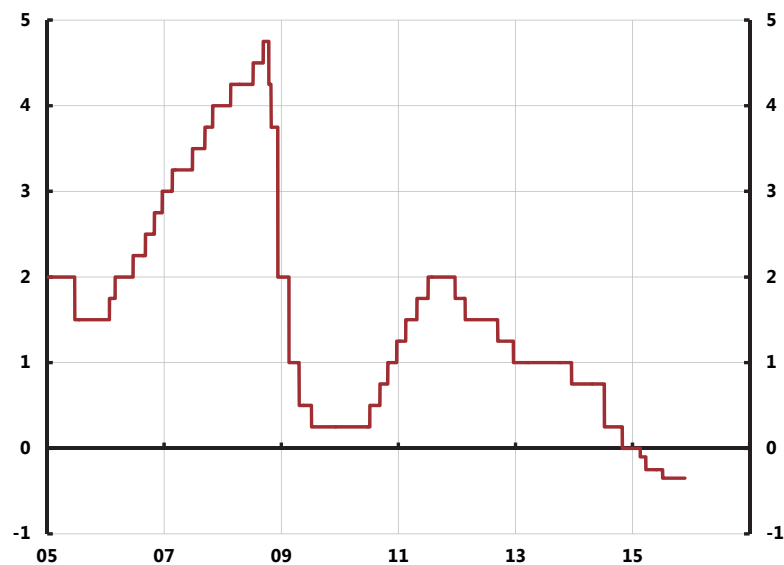
Prognoser med en till tre månaders horisont för Riksbanken

|    |                               | BIAS  | RMSE | ANTAL PROGNOSE |
|----|-------------------------------|-------|------|----------------|
| 1  | Societe Generale              | 0,00  | 0,15 | 9              |
| 2  | Morgan Stanley & Co,          | 0,08  | 0,17 | 18             |
| 3  | Nordea Markets                | 0,01  | 0,17 | 26             |
| 4  | Skandinaviska Enskilda Banken | 0,00  | 0,18 | 24             |
| 5  | Credit Suisse                 | -0,07 | 0,18 | 10             |
| 6  | Swedbank                      | -0,03 | 0,18 | 26             |
| 7  | Citi                          | -0,02 | 0,19 | 17             |
| 8  | Svenska Handelsbanken         | 0,01  | 0,19 | 26             |
| 9  | Danske Bank                   | -0,02 | 0,20 | 24             |
| 10 | Barclays Capital Group        | 0,03  | 0,20 | 16             |
| 11 | Nykredit Markets              | -0,03 | 0,20 | 15             |
| 12 | Riksbanken                    | 0,04  | 0,21 | 27             |
| 13 | 4Cast Limited                 | 0,05  | 0,23 | 26             |
| 14 | Informa Global Markets        | 0,01  | 0,23 | 14             |
| 15 | DnB NOR                       | 0,01  | 0,25 | 18             |
| 16 | BNP Paribas                   | 0,20  | 0,30 | 20             |
| 17 | UBS Warburg                   | 0,16  | 0,31 | 7              |

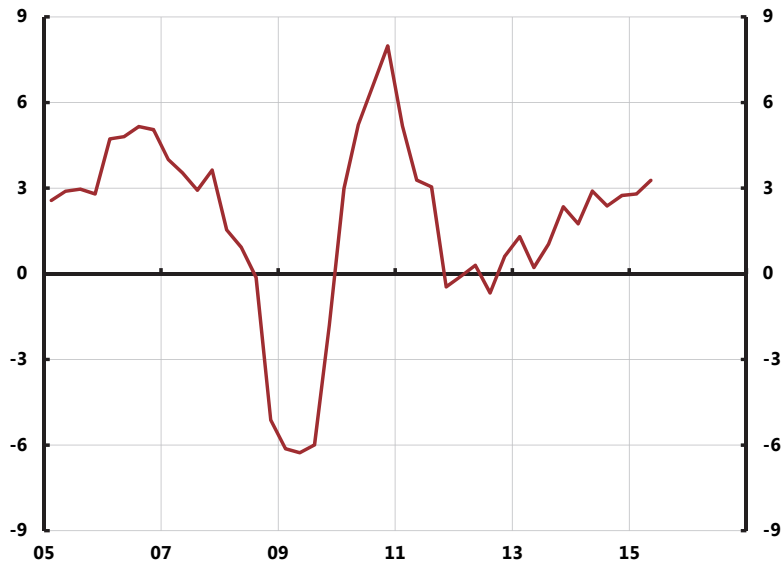
Källa: Märten Löf "Den senaste tidens inflationsutfall och prognoser", *Ekonomiska kommentarer*, Riksbanken, nr 4, 2015, 7 maj, tabell 1.

### Diagram 1 Riksbankens reporänta 2005–2015

Procent, dagliga observationer



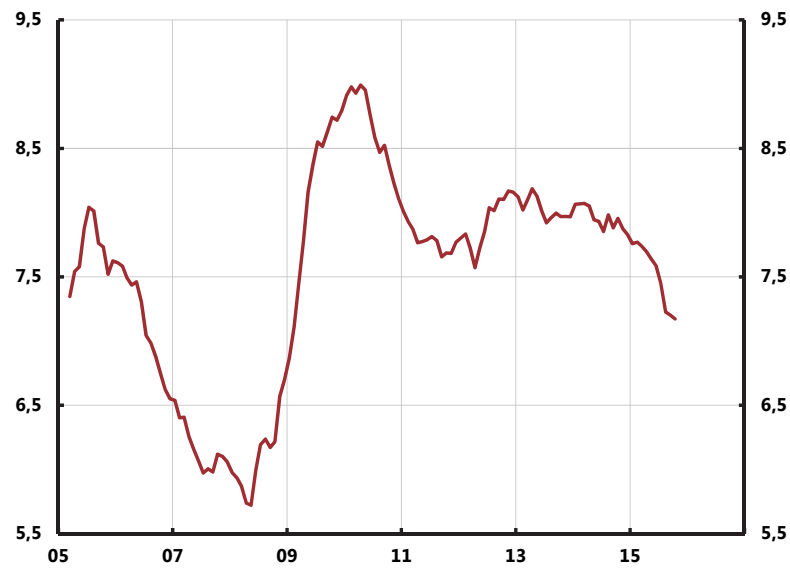
Källa: Riksbanken.

**Diagram 2 BNP, Sverige 2005–2015***Årlig procentuell förändring, säsongrensade kvartalsdata*

Källa: SCB.

**Diagram 3 KPIF-inflation, Sverige 2005–2015***Årlig procentuell förändring, månadsdata*

Källa: SCB.

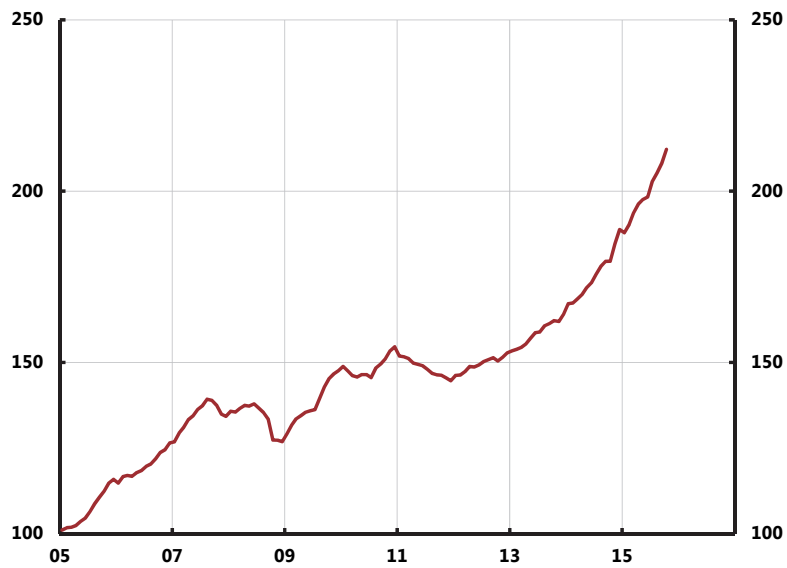
**Diagram 4 Arbetslöshet, Sverige 2005–2015***Procent, tre månaders glidande medelvärde*

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 5 Konkurrensvägd nominell växelkurs (KIX) 2005–2015***Index, 1992-11-18 = 100, månadsgenomsnitt av dagliga observationer*

Anm.: KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.  
 Källor: Nationella källor och Riksbanken.



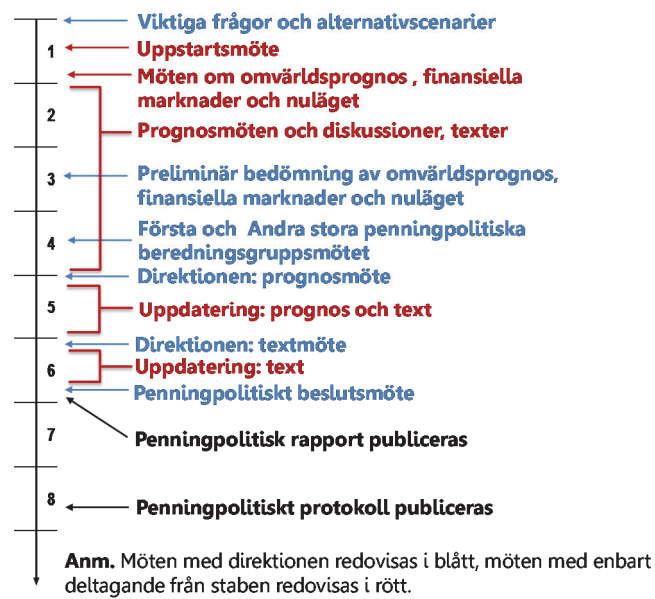
**Diagram 6 Priser på småhus och bostadsrätter, Sverige 2005–2015***Index, januari 2005 = 100, säsongsrensade månadsdata*

Källor: Valueguard och Riksbanken.

**Diagram 7 Hushållens skulder som andel av disponibel inkomst, Sverige 2005–2015***Procent, kvartalsdata*

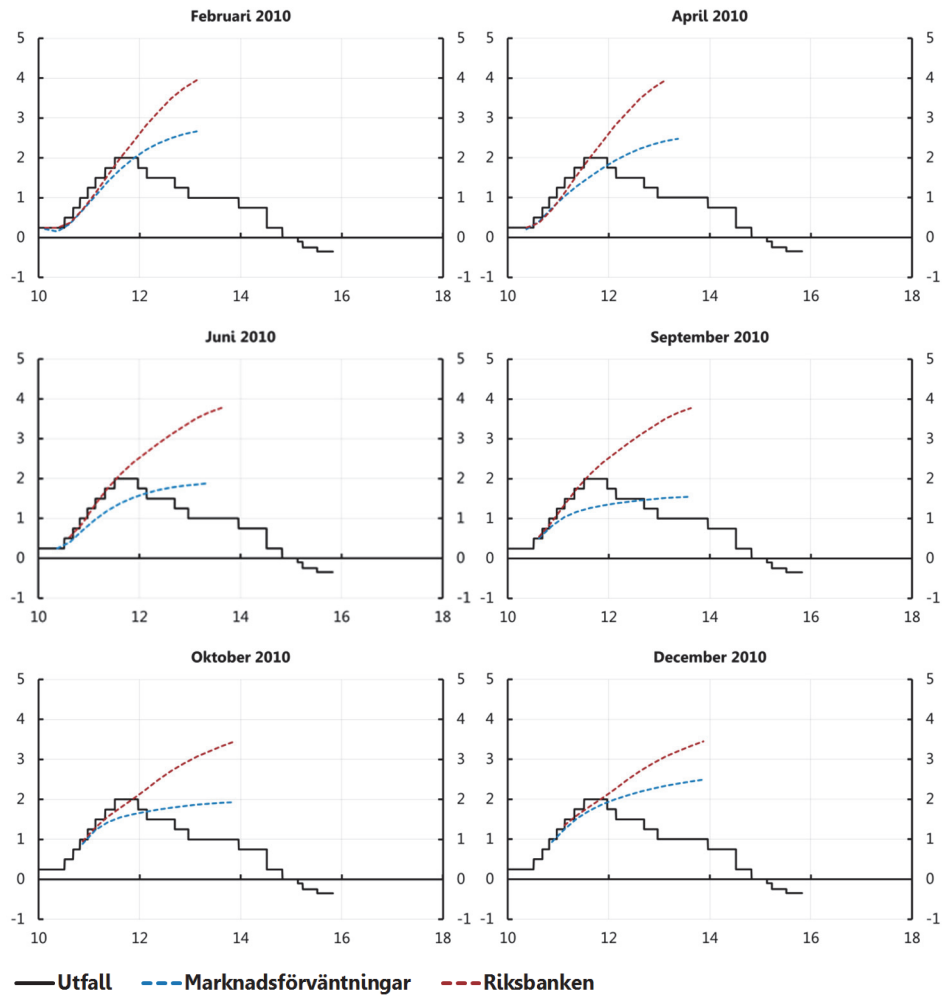
Anm.: Hushållens totala skulder som andel av deras disponibla inkomster summerade över de senaste fyra kvartalen.

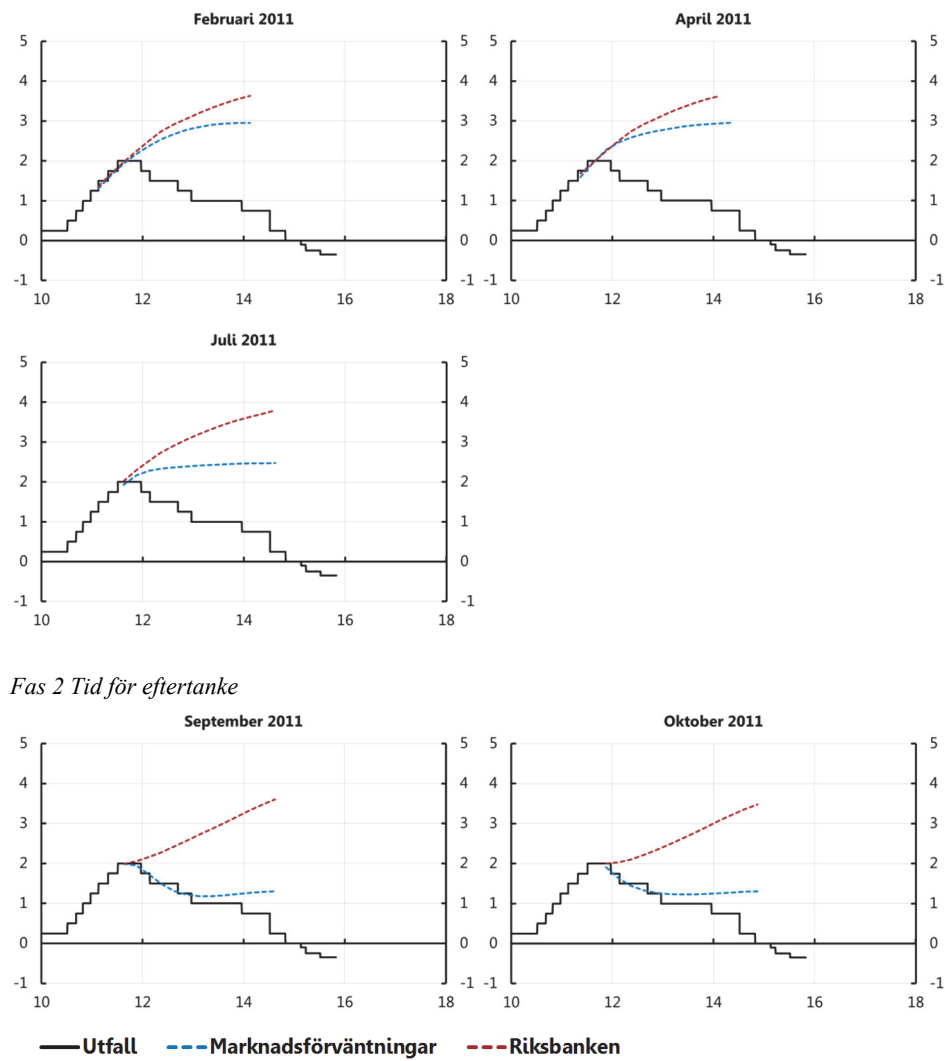
Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 8 Tidslinje för Riksbankens penningpolitiska process****Veckor**

**Diagram 9 Riksbankens reporäntebana och marknadsförväntningar 2010–2015**

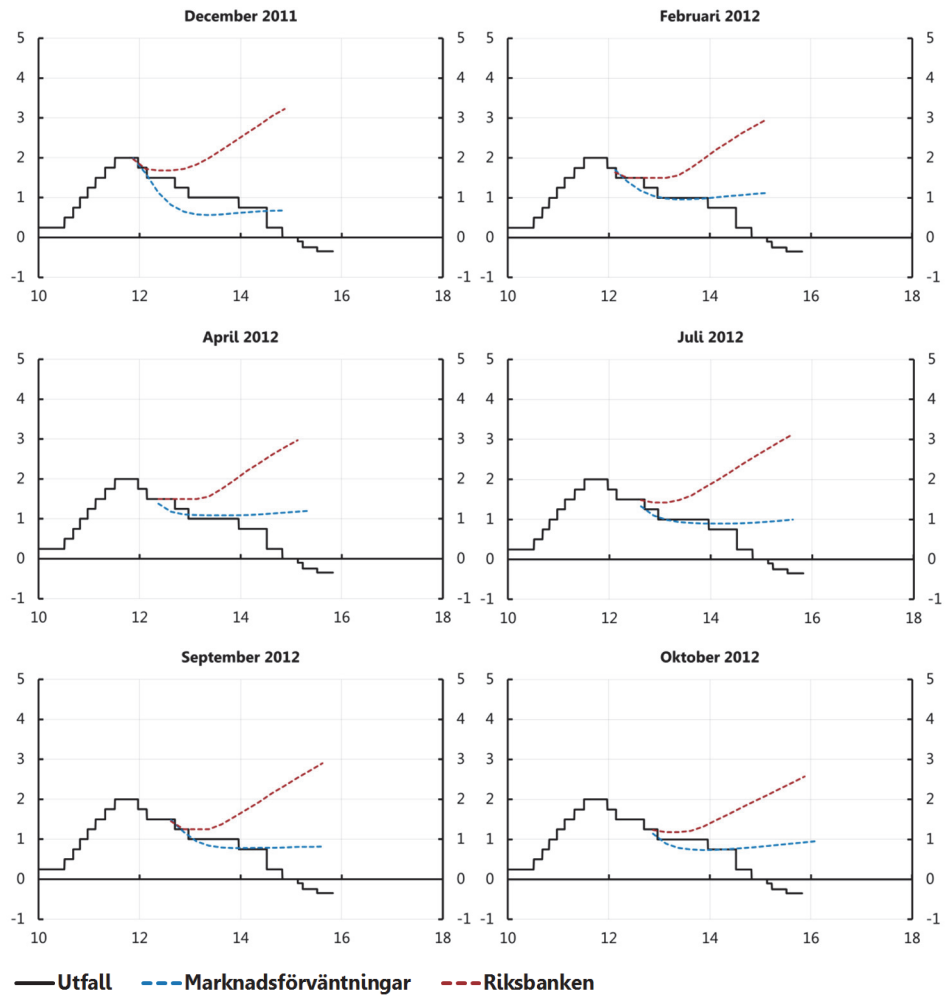
*Fas 1 Återhämtning och åtstramning*

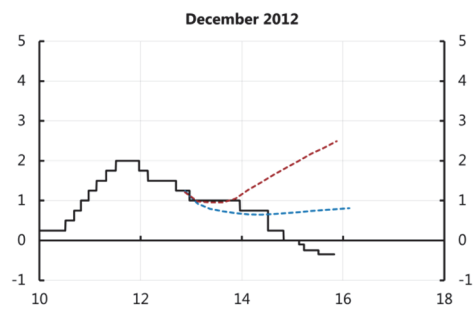


**Diagram 9 Riksbankens reporäntebana och marknadsförväntningar 2010–2015 (forts.)**

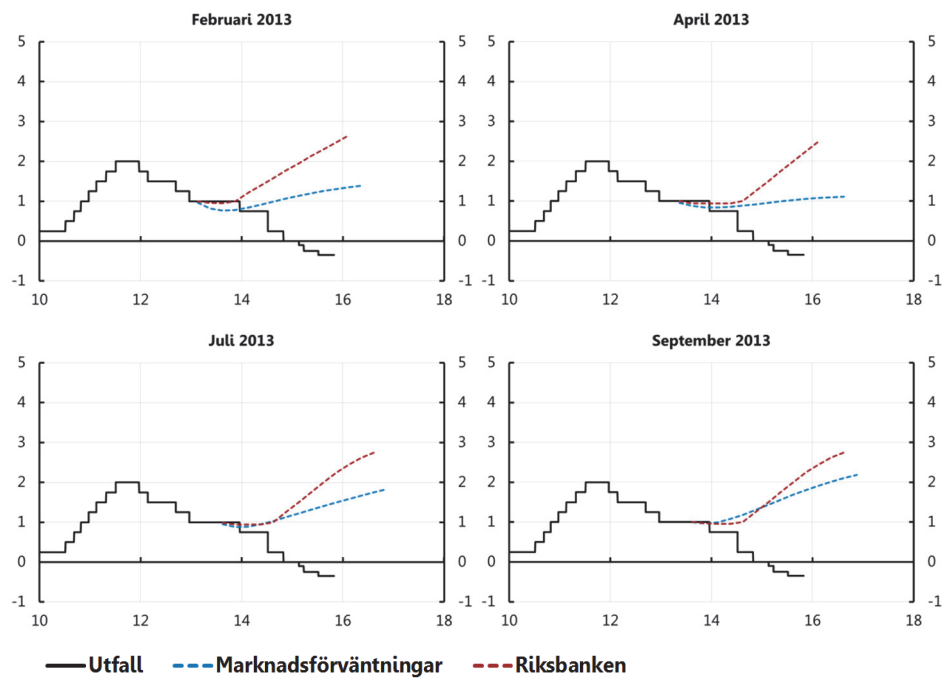
**Diagram 9 Riksbankens reporäntebana och marknadsförväntningar 2010–2015 (forts.)**

*Fas 3 Besvikelse och lättnader*

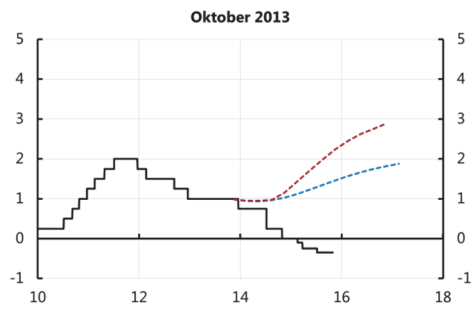


**Diagram 9 Riksbankens reporäntebana och marknadsförväntningar 2010–2015 (forts.)**

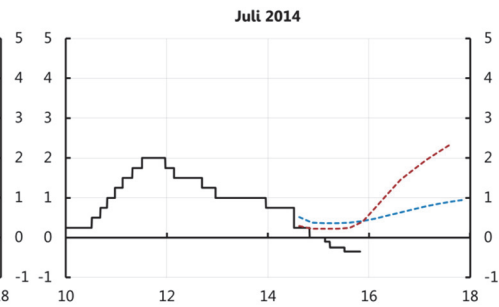
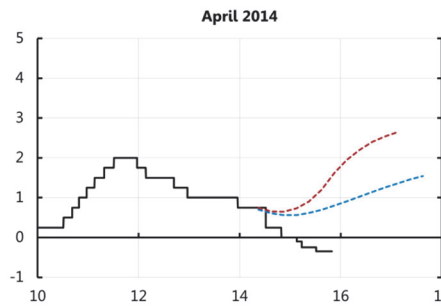
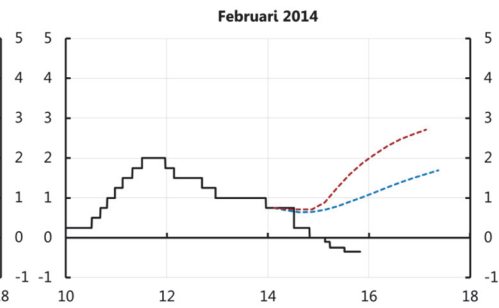
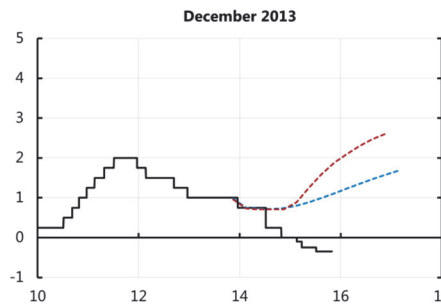
*Fas 4 Ytterligare tid för eftertanke*



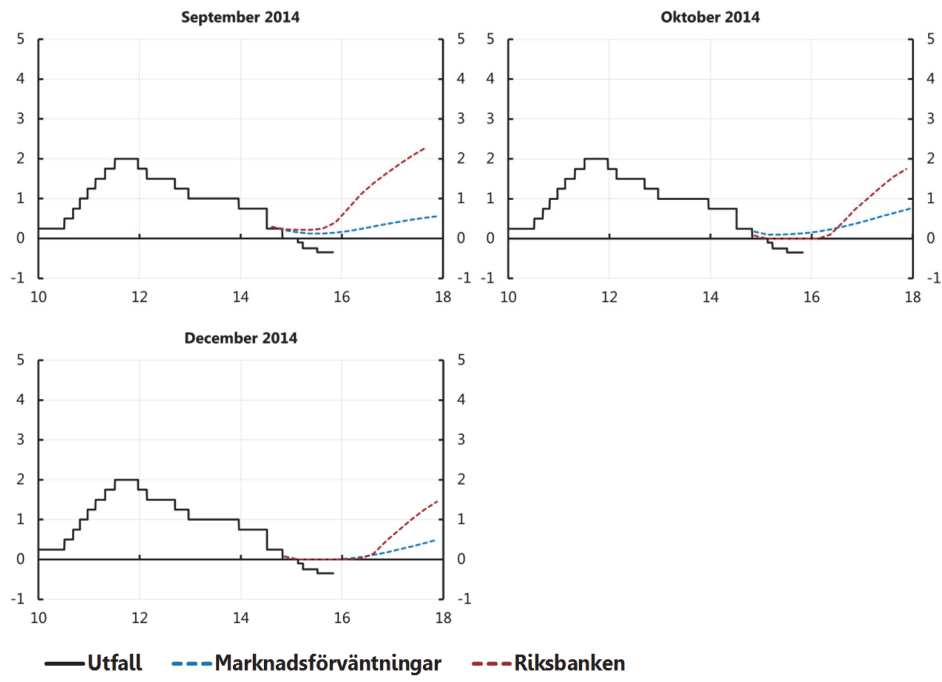
**Diagram 9 Riksbankens reporäntebana och marknadsförväntningar 2010–2015 (forts.)**



*Fas 5 Ned till nollränta*



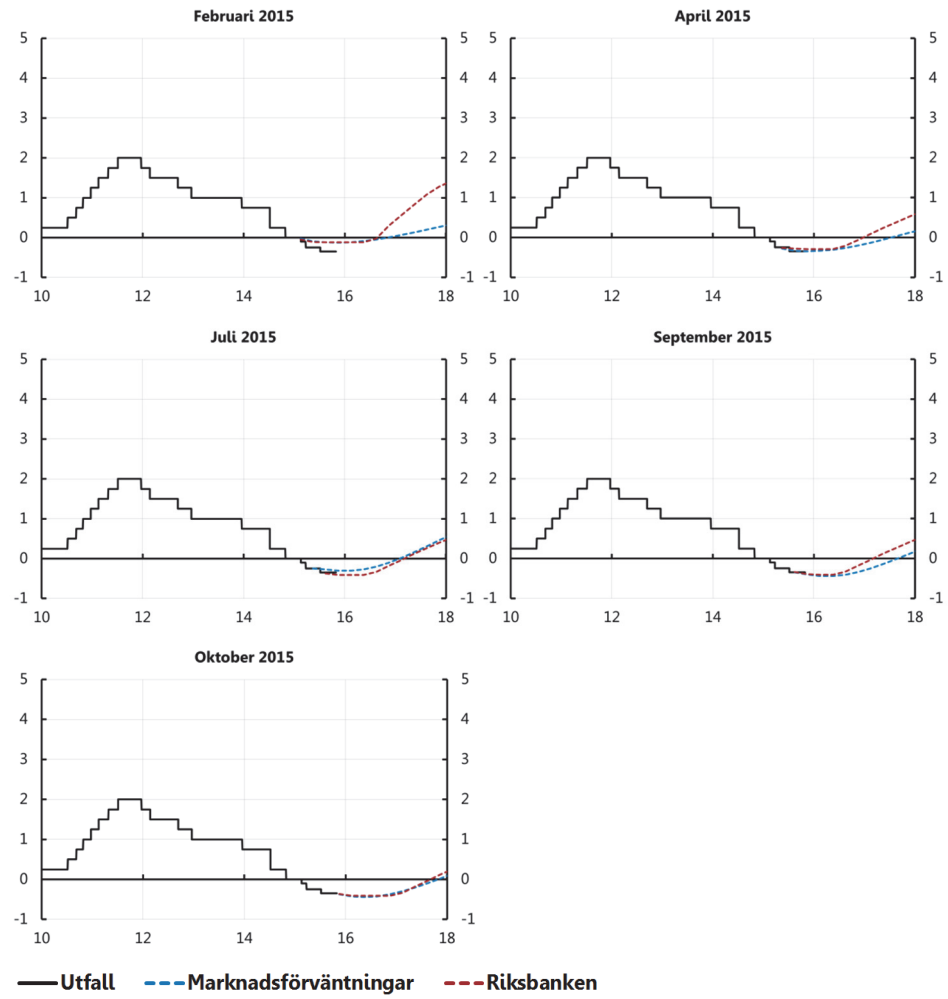
— Utfall    - - - Marknadsförväntningar    - - - Riksbanken

**Diagram 9 Riksbankens reporäntebana och marknadsförväntningar 2010–2015 (forts.)**

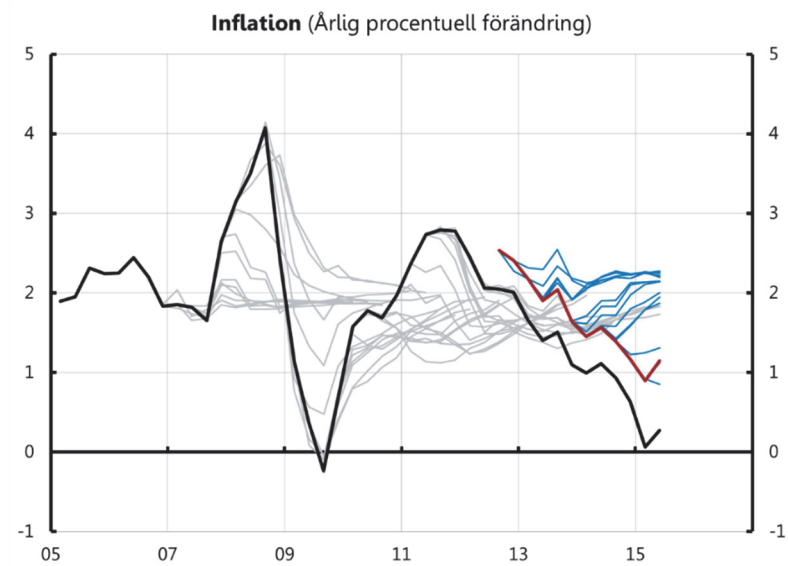
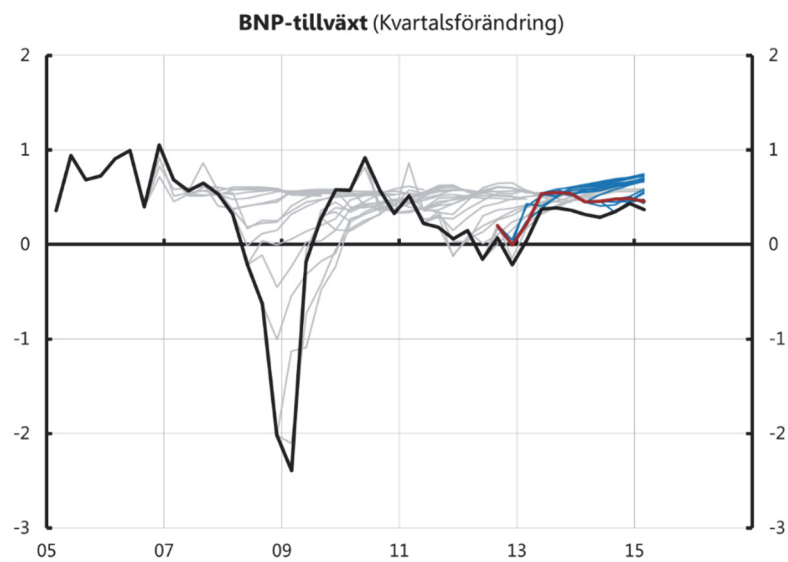


**Diagram 9. Riksbankens reporäntebana och marknadsförväntningar 2010–2015 (forts.)**

*Fas 6 Ned till minusränta*

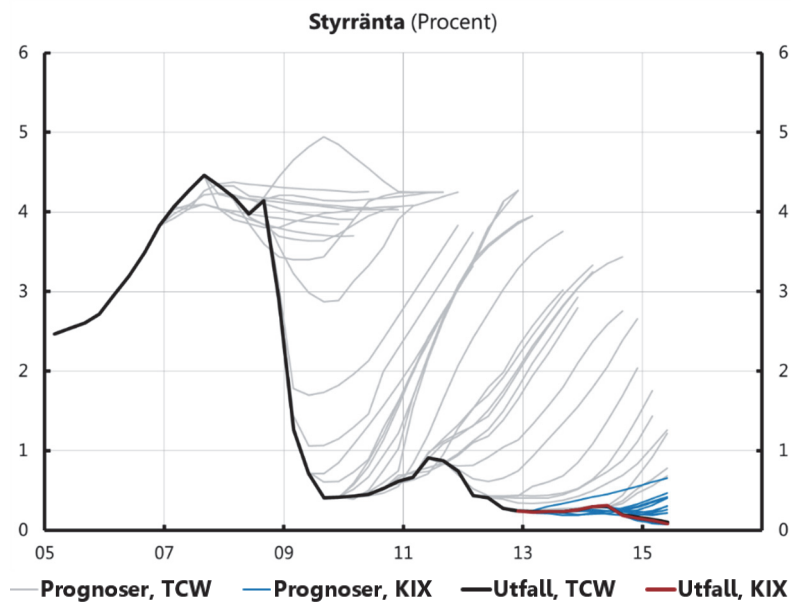


Källa: Riksbanken.

**Diagram 10 Riksbankens omvärldsprognoser, 2005–2015**

(Noter till diagram 10 ligger under den tredje panelen på följande sida)

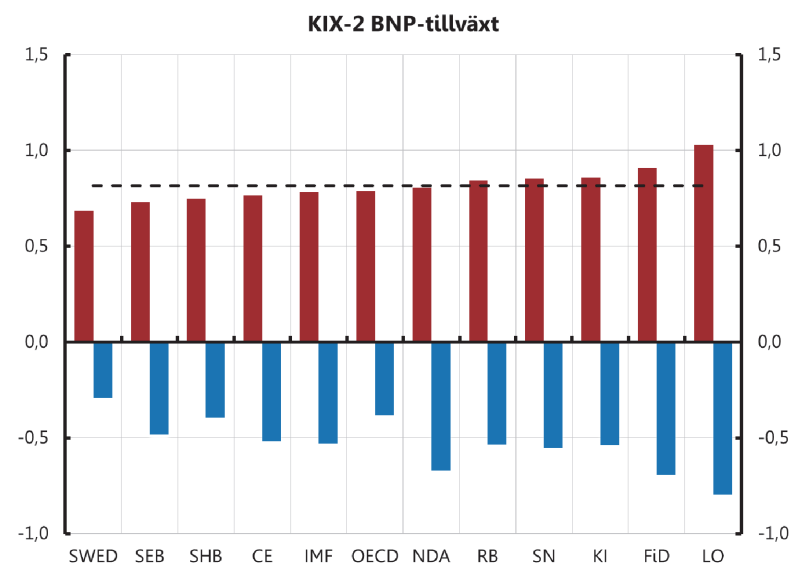
**Diagram 10 Riksbankens omvärldsprognoser, 2005–2015 (forts.)**



Anm.: Omvärldens BNP-tillväxt, inflation samt styrränta är viktade med TCW för prognoser gjorda fram till och med 2012 och med KIX från 2013 och framåt. För BNP sträcker sig utfall till och med första kvartalet 2015 och för inflation och styrränta till och med andra kvartalet 2015.

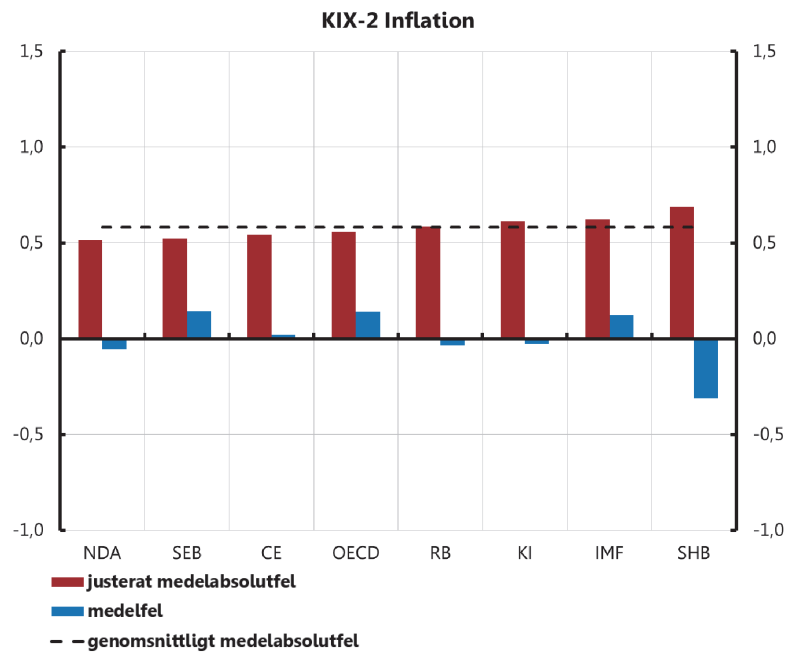
Källa: Ted Aranki och André Reslow, "En utvärdering av Riksbankens omvärldsprognoser", *Ekonomiska kommentarer*, Riksbanken, nr 14, 2015, 4 november, diagram 2.

**Diagram 11 Träffsäkerhet och bias i olika prognoser över BNP och inflation i omvärlden, 2007–2014**



(Noter till diagram 11 ligger under den andra panelen på följande sida)

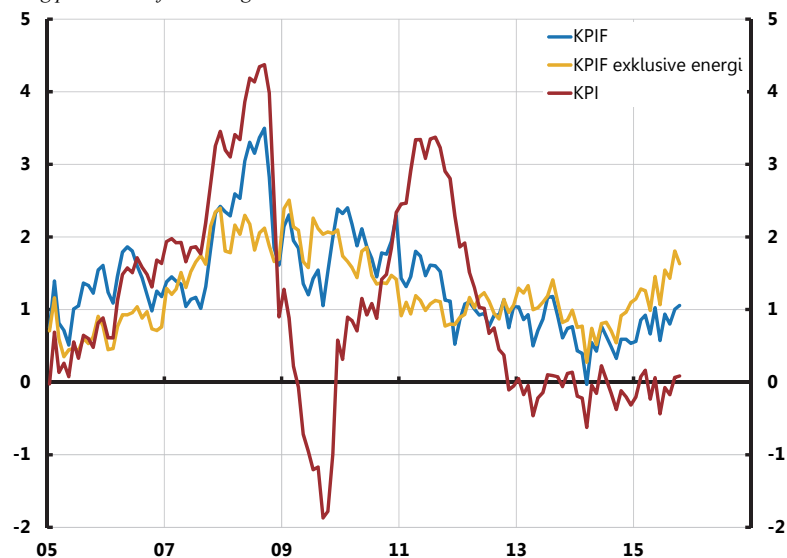
**Diagram 11 Träffsäkerhet och bias i olika prognoser över BNP och inflation i omvärlden, 2007–2014 (forts.)**



Anm.: KIX-2 avser KIX-viktning av euroområdet och USA. CE = Consensus Economics, FiD = Finansdepartementet, KI = Konjunkturinstitutet, LO = Landsorganisationen i Sverige, NDA = Nordea, RB = Riksbanken, SHB = Svenska Handelsbanken, SN = Svenskt Näringsliv och SWED = Swedbank.  
 Källa: Ted Aranki och André Reslow, "En utvärdering av Riksbankens omvärldsprognoser", *Ekonomiska kommentarer*, Riksbanken, nr 14, 2015, 4 november, diagram 5.

**Diagram 12 KPI, KPIF och KPIF exklusive energi, 2005–2015**

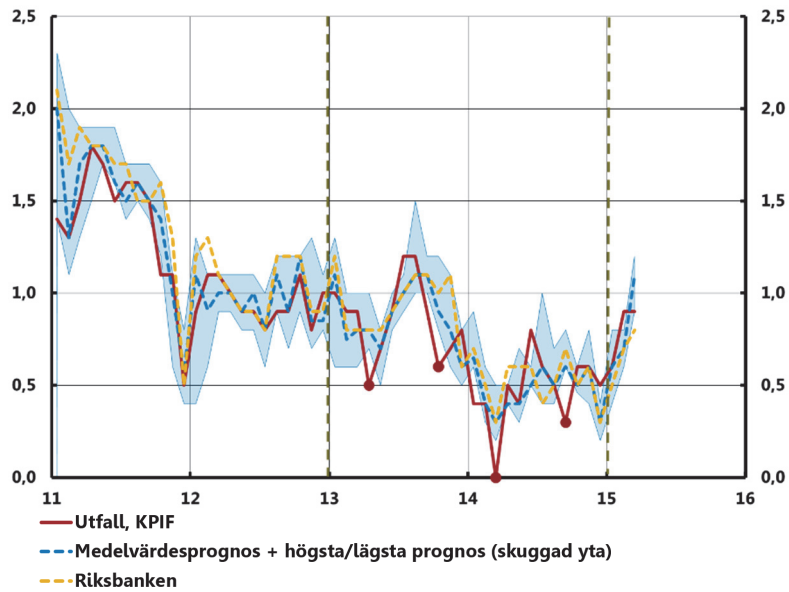
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

**Diagram 13 KPIF – prognoser och utfall, januari 2011 till mars 2015**

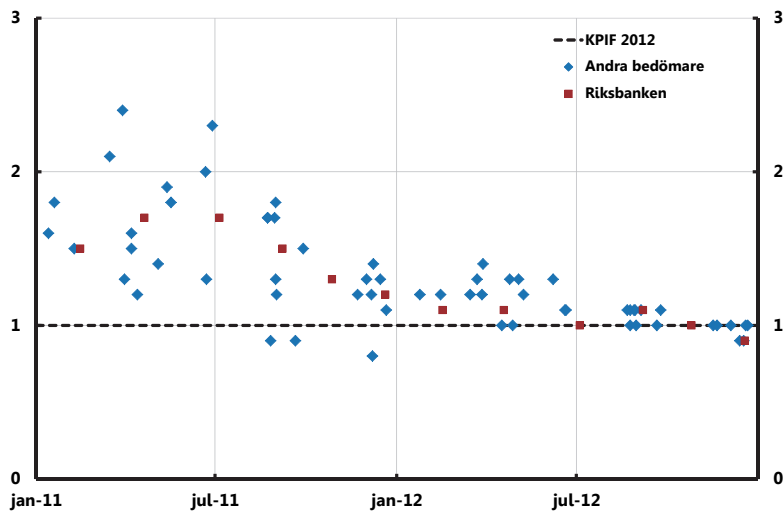
Årlig procentuell förändring



Källa: Mårten Löf, ”Den senaste tidens inflationsutfall och prognoser”, *Ekonomiska kommentarer*, Riksbanken, nr 4, 2015, 7 maj, diagram 2.

**Diagram 14 Successiva prognoser 2011–2012 över KPIF-inflationen 2012**

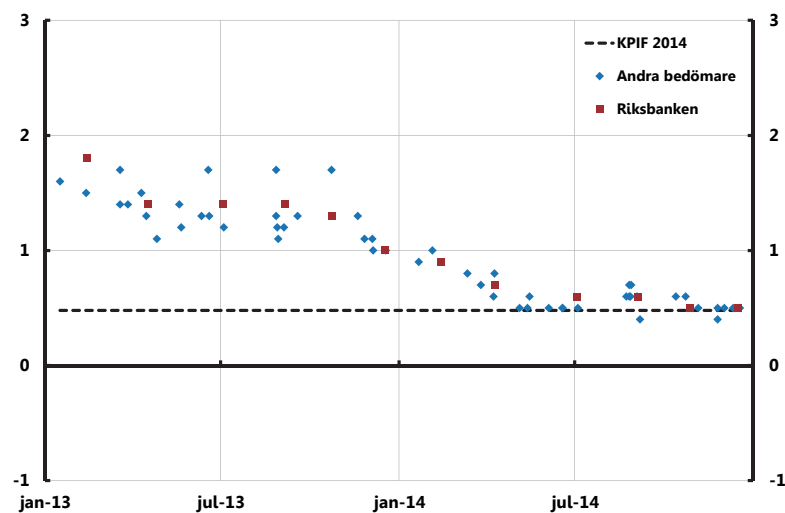
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt



Anm.: Andra bedömare är Finansdepartementet, Konjunkturinstitutet, LO, Nordea, SEB, Svenska Handelsbanken, Svenskt Näringsliv och Swedbank. KPIF utgörs av KPI med fast bostadsränta.  
Källor: *Redogörelse för penningpolitiken 2012*, Riksbanken, diagram 4.2.

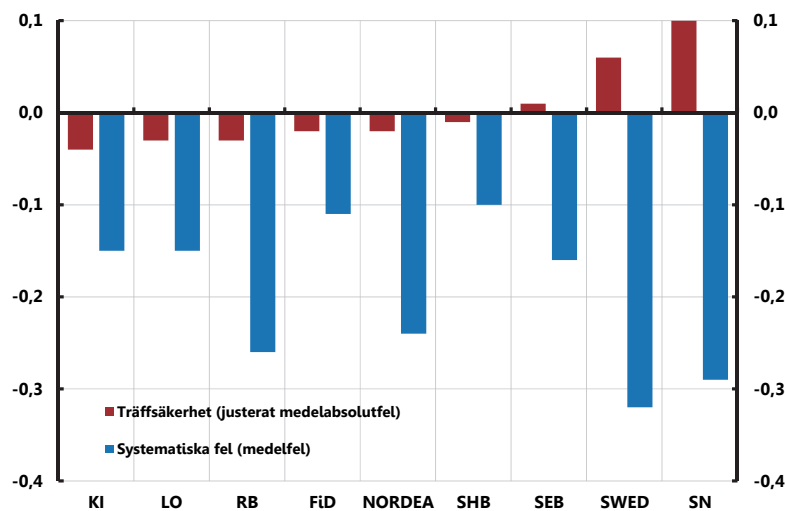
**Diagram 15 Successiva prognoser 2013–2014 över KPIF-inflationen 2014**

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt



Anm.: Andra bedömare är Finansdepartementet, Konjunkturinstitutet, LO, Nordea, SEB, Svenska Handelsbanken, Svenskt Näringsliv och Swedbank. KPIF utgörs av KPI med fast bostadsränta.

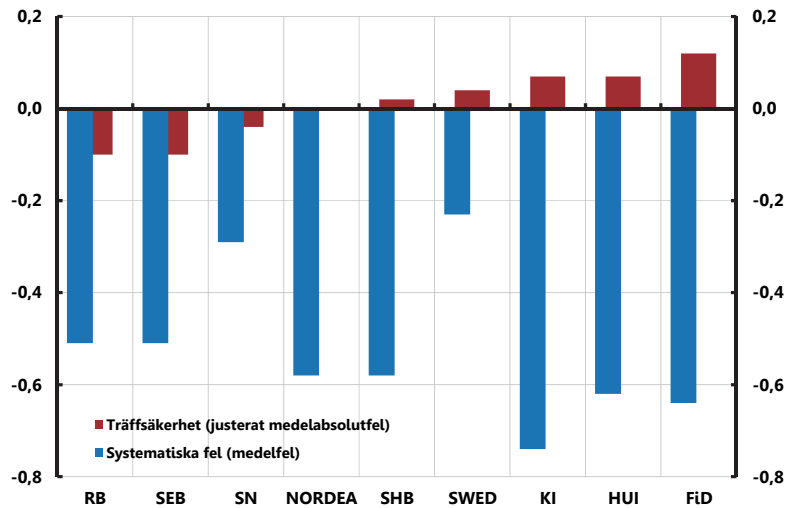
Källa: Redogörelse för penningpolitiken 2014, Riksbanken, diagram 2.21.

**Diagram 16 Träffsäkerhet och bias i prognoser över KPIF-inflationen, olika prognosmakare, 2008–2014**

Anm.: FiD = Finansdepartementet, HUI = HUI Research AB, KI = Konjunkturinstitutet, LO = Landsorganisationen i Sverige, RB = Riksbanken, SHB = Svenska Handelsbanken, SN = Svenskt Näringsliv och SWED = Swedbank.

Källa: Redogörelse för penningpolitiken 2014, Riksbanken, diagram 4.2.

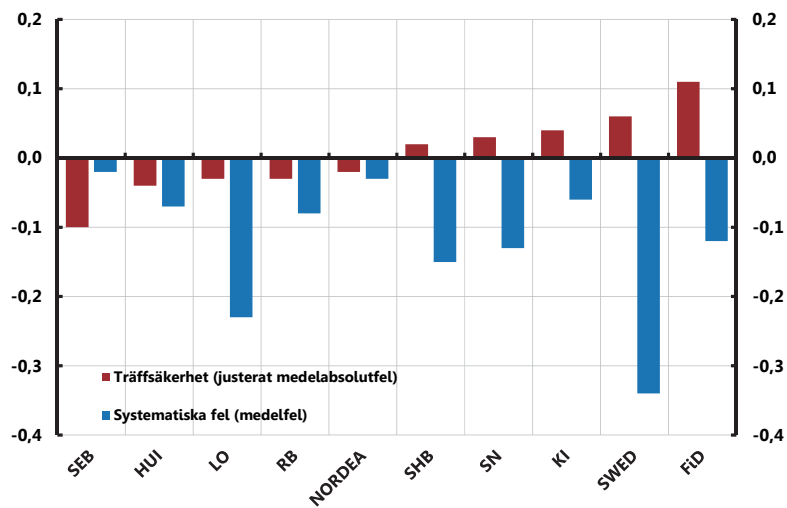
**Diagram 17 Träffsäkerhet och bias i prognoser över BNP-tillväxt, olika prognosmakare, 2007–2014**



Anm.: Se diagram 16 för en förklaring av förkortningarna.

Källa: Redogörelse för penningpolitiken 2014, Riksbanken, diagram 4.3.

**Diagram 18 Träffsäkerhet och bias i prognoser över arbetslösheten, olika prognosmakare 2007–2014**



Anm.: Se diagram 16 för en förklaring av förkortningarna.

Källa: Redogörelse för penningpolitiken 2014, Riksbanken, diagram 4.4.

BILAGA 1

# Direktiv för utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2014

## Bakgrund

### **En oberoende riksbank med prisstabilitetsmål och delat ansvar för finansiell stabilitet**

Riksbanken är en myndighet under riksdagen med ansvar för den svenska penningpolitiken. Sedan 1999 har Riksbanken en självständig ställning gentemot riksdagen och regeringen, och Riksbankens mål är enligt riksbankslagen (1988:1385) att upprätthålla ett fast penningvärde. Enligt lagens förarbeten bör Riksbanken också, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning.

Riksbanken har själv formulerat det operativa målet för penningpolitiken. Målet är att inflationen ska vara 2 procent, mätt som årlig procentuell förändring av konsumentprisindex (KPI). Målet började formellt gälla den 1 januari 1995.

Riksbanken bedriver en s.k. flexibel inflationsmålspolitik. I korthet innebär det att Riksbanken samtidigt som den inriktar penningpolitiken mot att uppfylla inflationsmålet även strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Vid beslutstillfällena bedömer direktionen vilken reporänta och vilken framtida räntebana som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd, det vill säga att det ska finnas en balans mellan att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och att stabilisera den realekonomiska utvecklingen.

Enligt riksbankslagen ska Riksbanken också främja ett säkert och effektivt betalningsväsen. I lagens förarbeten sägs att det är en grundläggande uppgift för Riksbanken, men att det inte är ett egentligt mål för verksamheten. Varken lagen eller förarbetena ger någon närmare beskrivning av vad som ingår i uppgiften att främja ett säkert och effektivt betalningsväsen.

Riksbanken definierar uppgiften som att banken har ett ansvar för att främja finansiell stabilitet och att betalningsflödena i samhället ska fungera effektivt. Riksbankens praktiska arbete inom området består bl.a. i att ge ut sedlar och mynt, att upprätthålla ett centralt betalningssystem, att analysera och övervaka det finansiella systemet, att påverka regelverk och lagstiftning, att informera om och varna för risker samt att lämna rekommendationer om åtgärder. En viktig del i stabilitetsarbetet är att hantera kriser i det finansiella systemet. Riksbankslagen ger Riksbanken möjlighet att ge krediter på särskilda villkor, det vill säga fungera som "lender of last resort", till institut som har likviditetsproblem som hotar den finansiella stabiliteten.



Riksbanken är tillsammans med centralbankerna i samtliga EU:s medlemsländer en del av Europeiska centralbankssystemet (ECBS). Verksamheten i ECBS och eurosystemet (ECB och centralbankerna i de länder som infört euron) regleras genom EU-fördraget och en särskild stadga som ingår som bilaga till fördraget. Huvudmålet för centralbankerna i ECBS är att upprätthålla prisstabilitet. Utan att åsidosätta detta mål ska ECBS stödja den allmänna ekonomiska politiken i unionen i syfte att förverkliga unionens mål.

### **Tidigare utvärderingar**

Sedan Riksbanken fick en självständig ställning har finansutskottet gjort en egen årlig utvärdering av penningpolitiken. Finansutskottet har också genomfört två externa och oberoende utvärderingar av Riksbanken och penningpolitiken. Den första gjordes av professorerna Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin. Utvärderingen gällde perioden 1995–2006 och analyserade bl.a. den förda penningpolitiken under perioden, utformningen av inflationsmålet och Riksbankens besluts- och beredningsprocess (2006/07:RFR1). Den andra gjordes av professorerna Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet. Den utvärderingen gällde perioden 2005–2010 och analyserade bl.a. Riksbankens agerande under finanskrisen 2007–2009 (2010/11:RFR5). Våren 2007, i samband med riksdagens behandling av den första externa utvärderingen, beslutade finansutskottet att vart fjärde år genomföra en extern och oberoende utvärdering av penningpolitiken.

### **Ny utvärdering för perioden 2010–2014**

Den aktuella utvärderingen ska granska den svenska penningpolitiken under åren 2010 till 2014. Perioden kännetecknas av efterdyningarna av det akuta skedet i den internationella finanskrisen, kris i stora delar av det europeiska banksystemet och stora svängningar i den realekonomiska utvecklingen. Perioden kännetecknas också av betydande stabilitetsåtgärder och en därav föranledd bred debatt om centralbankernas mål och medel och ansvar för finansiell stabilitet. I Sverige har debatten bl.a. handlat om huruvida penningpolitiken kan eller ska användas för att påverka den höga skuldsättningen i hushållssektorn.

I spåren av finanskrisen pågår en omfattande översyn och förändring av det finansiella regelverket på olika nivåer, både internationellt och i EU. Översynen omfattar också området finansiell stabilitet. Det handlar bl.a. om att se över det förebyggande arbetet och arbetet med krishantering. Ett nytt politikområde – s.k. makrotillsyn – håller på att utvecklas vid sidan av den traditionella finansiella tillsynen som fokuserar på tillståndet i enskilda institut.

Hösten 2013 meddelade Finansdepartementet att Finansinspektionen ska ha huvudansvaret för den svenska makrotillsynen och de olika instrumenten inom området. Samtidigt inrättades som en ny myndighet ett finansiellt stabi-

litetsråd. Rådet består av företrädare för regeringen, Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgäldskontoret. Rådet ska träffas regelbundet och vid behov för att diskutera frågor om finansiell stabilitet och behovet av åtgärder för att dels motverka en uppbyggnad av finansiella obalanser, dels hantera en finansiell kris. Informationen och diskussionen vid rådets möten ska publiceras senast två veckor efter mötena.

### **Syfte**

Syftet med utvärderingen är att granska genomförandet av den svenska penningpolitiken och penningpolitikens resultat under perioden 2010–2014. Syftet med utvärderingen är också att analysera vilka erfarenheter till nytta för penningpolitiken som kan dras av finanskrisen. Ett annat syfte är att mot bakgrund av bl.a. finanskrisen vinna ny kunskap på vetenskaplig grund om penningpolitikens ramverk och utformning. Kunskaperna och utvärderingen ska ges allmän spridning.

### **Riktlinjer**

Utvärderingen bör bedrivas efter följande riktlinjer.

#### *Penningpolitiken 2010–2014*

- Utvärderarna ska analysera om penningpolitiken varit väl avvägd och uppnått sitt mål under perioden 2010–2014.
- Den höga skuldsättningen i hushållssektorn och risken för framtida finansiell instabilitet har spelat en viktig roll vid riksbanksdirektionens räntebeslut under utvärderingsperioden. Utvärderarna ska bedöma direktionens beslut att väga in riskerna med hög skuldsättning i räntebesluten. Utvärderarna ska också bedöma hur väl Riksbanken lyckats med att kommunicera till marknaden och allmänheten varför och på vilket sätt man valt att ta hänsyn till den höga skuldsättningen i räntebesluten.
- Utvärderarna ska utifrån internationella erfarenheter och den senaste akademiska forskningen diskutera om, hur och i vilken utsträckning en centralbank ska ta hänsyn till finansiell stabilitet och risker med hög skuldsättning vid utformningen av penningpolitiken.
- Sedan hösten 2013 ligger huvuddelen av det operativa ansvaret för den s.k. makrotillsynen och makrotillsynsverktygen hos Finansinspektionen, med återkommande samråd i det finansiella stabilitetsrådet. Utvärderarna ska diskutera hur denna ansvarsfördelning påverkar Riksbanken, penningpolitikens roll och utformning.
- Riksbanken är en av Sveriges viktigaste myndigheter. Direktionen i Riksbanken har under en stor del av utvärderingsperioden haft delade meningar om hur penningpolitiken borde ha utformats. Utvärderarna ska bedöma om

diskussions- och arbetsklimatet i Riksbanken och direktionen har varit öppet och konstruktivt under perioden.

### *Målen för penningpolitiken*

- Efter finanskrisen har det bl.a. uppstått en debatt om inflationsmålpolitiken och utrymmet för penningpolitik. Utvärderarna ska utifrån det perspektivet granska och analysera det svenska inflationsmålets utformning.
- Riksbanken bedriver en s.k. flexibel inflationsmålpolitik. Enligt Riksbanken innebär det att banken även strävar efter att stabilisera produktionen och sysselsättningen i samhället runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor, utan att åsidosätta inflationsmålet. Utvärderarna ska granska och analysera utformningen av dessa s.k. sekundära mål. Finns det anledning att vidareutveckla eller konkretisera den flexibla inflationsmålpolitiken för att göra penningpolitiken mer effektiv och öka möjligheterna att utvärdera politiken?

### *Riksbankens prognoser*

- Utvärderarna ska granska Riksbankens prognosverksamhet.
- I den granskningen ska särskild vikt läggas vid inflationsprognoserna. Utvärderarna ska granska utfallet av inflationsprognoserna och analysera och bedöma Riksbankens metodik för att prognostisera inflationen.

### *Allmänna riktlinjer*

- Utvärderarna ska ge förslag till förändringar och förbättringar inom de utvärderade områdena. Det gäller även eventuella förslag till ändringar i riksbankslagen eller annan relevant lagstiftning.
- Utvärderingen ska redovisas i form av en skriftlig rapport.
- Eftersom utvärderingen ska ges allmän spridning ska utvärderarna skriva rapporten på ett begripligt och strukturerat sätt.

### **Arbetsprocess och rapportering**

- Utvärderingen ska senast påbörjas vid inledningen av 2015.
- Utvärderarna ska ha tillgång till en kansliresurs på halvtid. Resursen ska vara placerad vid finansutskottets kansli och ska bistå utvärderarna med eventuella mindre översättningar och information och underlag som utvärderarna anser sig behöva för att kunna genomföra utvärderingen.
- En halvtidsrapport om hur arbetet går ska skickas till finansutskottets kansli i mitten av maj 2015.
- Den färdiga utvärderingen ska överlämnas i skriftlig och elektronisk form till finansutskottet senast den 30 november 2015. Utvärderingen ska därefter översättas och sedan publiceras i rapportform för allmän spridning.

- Utvärderingen kommer att behandlas av finansutskottet och riksdagen under 2016. Utvärderarna ska efter överlämnandet till finansutskottet vara beredda att delta i presskonferenser om utvärderingen och en offentlig utfrågning om utvärderingens resultat.

## BILAGA 2

## Viktiga händelser inom svensk penningpolitik 2010–2015

- 2010-01-27 Samtidigt med andra centralbanker bekräftar Riksbanken att den tillfälliga likviditetswapen med Federal Reserve löper ut den 1 februari 2010.
- 2010-02-04 Riksbanken upphör med lån på tolv månaders löptid men fortsätter att erbjuda lån på tre och sex månaders löptid med rörlig ränta. Lånen fortsätter erbjudas till de penningpolitiska motparterna, men till en något högre ränta än tidigare.
- 2010-02-09 Riksbankens direktion beslutar att tillsätta en utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden.
- 2010-02-10 Riksbankens direktion beslutar att lämna reporäntan oförändrad på 0,25 procent. Reporäntebanan revideras så att höjningar inleds något tidigare än enligt tidigare bedömningar, medan prognosen på längre sikt justeras ned något.
- 2010-04-19 Riksbankens direktion beslutar att lämna reporäntan oförändrad på 0,25 procent och reporäntebanan som i februariprognosen.
- 2010-04-20 Riksbanken upphör med lån på både tre och sex månaders löptid men ersätter dessa med lån på 28 dagars löptid med rörlig ränta.
- 2010-06-03 Riksbankens direktion beslutar att ta bort toleransintervallet (+/- 1 procentenhet) vid preciseringen av inflationsmålet. En uppdatering av skriften *Penningpolitik i Sverige*, som beskriver Riksbankens penningpolitiska mål och strategi, publiceras.
- 2010-06-30 Riksbankens direktion beslutar att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 0,5 procent. Reporäntebanan på längre sikt justeras ned.
- 2010-07-16 Riksbankens direktion beslutar att höja priset på lån i svenska kronor med 28 dagars löptid. Påslaget utöver den genomsnittliga reporäntan under löptiden höjs till 0,50 procentenheter.
- 2010-09-01 Riksbankens direktion beslutar att höja räntan med 0,25 procentenheter till 0,75 procent. Reporäntebanan lämnas på samma nivå som i juli.
- 2010-10-25 Riksbankens direktion beslutar att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,0 procent. Reporäntebanan justeras ned.

- 2010-11-12 Riksbanken ordnar workshopen om ”Housing markets, monetary policy and financial stability” för inbjudna deltagare och talare. Workshopen är en del av den pågående utredningen om risker på den svenska bostadsmarknaden.
- 2010-12-14 Riksbankens direktion beslutar att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,25 procent. Reporäntebanan lämnas i det närmaste oförändrad.
- 2010-12-22 Bankföreningen utfärdar riktlinjer för bolån. Enligt dessa riktlinjer ska nya bolånetagare amortera ned sina bolån till 75 procent av bostadens marknadsvärde.
- 2011-02-14 Riksbankens direktion beslutar att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,5 procent. Reporäntebanan justeras upp.
- 2011-04-05 Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden (RUTH) publiceras.
- 2011-04-19 Riksbankens direktion beslutar att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,75 procent. Reporäntebanan lämnas oförändrad.
- 2011-07-04 Riksbankens direktion beslutar att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 2,0 procent. Reporäntebanan lämnas oförändrad.
- 2011-10-26 Riksbankens direktion beslutar att lämna reporäntan oförändrad på 2 procent. Reporäntebanan justeras ned.
- 2011-11-25 Finansinspektionen, Finansdepartementet och Riksbanken förordar att kapitaltäckningskravet för de fyra stora svenska bankgrupperna ska vara minst 10 procent av de riskvägda tillgångarna i så kallat kärnprimärkapital från den 1 januari 2013, och 12 procent från den 1 januari 2015. Nivåerna inkluderar en kapitalkonserveringsbuffert på 2,5 procent men inte någon kontracyklisk kapitalbuffert. Det svenska förslaget går längre än Basel III, både när det gäller nivån på och tidpunkten för införandet.
- 2011-12-19 Riksbankens direktion beslutar att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,75 procent. Reporäntebanan sänks.
- 2012-01-17 Riksbanken och Finansinspektionen inrättar ett samverkansråd för makrotillsyn, som ett forum där bedömningar av risker och frågor om makrotillsyn diskuteras gemensamt.
- 2012-02-15 Riksbankens direktion beslutar att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,50 procent. Reporäntebanan justeras ned.
- 2012-02-21 Riksbankens direktion beslutar att låna motsvarande 10 miljarder kronor i utländsk valuta via Riksgälden för att återställa nivån på valutareserven.

- 2012-04-17 Riksbankens direktion beslutar att lämna reporäntan oförändrad på 1,50 procent. Reporäntebanan lämnas oförändrad.
- 2012-05-10 Riksbankens direktion beslutar att upprätta en värdepappersportfölj om 10 miljarder svenska kronor, med syftet att se till att det finns nödvändiga system, avtal och kunskaper på plats om det i framtiden skulle bli nödvändigt att snabbt vidta extraordinära åtgärder.
- 2012-07-03 Riksbankens direktion beslutar att lämna reporäntan oförändrad på 1,50 procent. Reporäntebanan justeras ned.
- 2012-09-05 Riksbankens direktion beslutar att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,25 procent. Reporäntebanan justeras ned.
- 2012-10-05 Riksbankens direktion beslutar att begränsa vilka typer av värdepapper som kan utgöra säkerheter för krediter som lämnas av Riksbanken.
- 2012-10-24 Riksbankens direktion beslutar att lämna reporäntan oförändrad på 1,25 procent. Reporäntebanan justeras ned.
- 2012-11-28 Riksbanken publicerar en utredning om den svenska referensräntan Stibor. Även om det inte finns några tecken på manipulation av Stibor rekommenderar Riksbanken att Stibor reformeras för att åtgärda några brister i ramverket.
- 2012-12-12 Riksbankens direktion beslutar att förstärka valutaservan med motsvarande 100 miljarder svenska kronor.
- 2012-12-17 Riksbankens direktion beslutar att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,0 procent. Reporäntebanan justeras ned.
- 2013-01-23 Finanskriskommittén redovisar resultatet av delar av sitt arbete. Tyngdpunkten ligger på att förebygga finansiella kriser och på hanteringen av likviditetsstörningar. Kommittén föreslår ett makrotillsynsråd för kunskapsutveckling, analys och policydiskussion och en ny uppdragsbeskrivning för Riksbanken för dess arbete med det finansiella systemets stabilitet.
- 2013-01-30 Utredningen om Riksbankens balansräkning offentliggör sina förslag.
- 2013-02-12 Riksbankens direktion beslutar att behålla reporäntan på 1,0 procent. Reporäntebanan justeras ned marginellt.
- 2013-03-11 Riksbankens betalningssystem RIX drabbas av driftsstörningar. För att göra det möjligt för deltagarna i RIX-systemet att slutföra betalningar under dagen beslutar Riksbanken att gå över till reservrutiner.
- 2013-04-16 Riksbankens direktion beslutar att lämna reporäntan oförändrad på 1 procent. Reporäntebanan justeras ned.

- 2013-07-02 Riksbankens direktion beslutar att lämna reporäntan oförändrad på 1 procent. Reporäntebanan lämnas också oförändrad.
- 2013-08-26 Regeringen presenterar sitt förslag på hur ansvaret och arbetet kring makrotillsynen ska fördelas och bedrivas i Sverige. Ett formellt finansiellt stabilitetsråd kommer att inrättas. Det finansiella stabilitetsrådet ska fungera som ett forum där företrädare för regeringen, Finansinspektionen, Riksgäldskontoret och Riksbanken träffas regelbundet för att diskutera frågor om finansiell stabilitet, behovet av åtgärder för att motverka uppbyggnaden av finansiella obalanser och, i händelse av en finansiell kris, behovet av åtgärder för att hantera en sådan situation. Ordförande vid stabilitetsrådets möten kommer att vara finansmarknadsministern. Finansinspektionen kommer att ges det huvudsakliga ansvaret för beslut om makrotillsynsåtgärder.
- 2013-09-04 Riksbankens direktion beslutar att lämna reporäntan oförändrad på 1 procent. Reporäntebanan lämnas också oförändrad.
- 2013-10-14 Bankföreningen skärper sina riktlinjer. Nya bolånetagare bör amortera ned sina bolån till 75 procent av bostadens marknadsvärde under en 10–15-års period. Därutöver ska det i en amorteringsplan framgå hur amortering bör ske vid en belåning under 75 procent.
- 2013-10-23 Riksbankens direktion beslutar att lämna reporäntan oförändrad på 1 procent. Reporäntebanan justeras ned marginellt.
- 2013-12-04 Riksbanken reviderar sin kommunikationspolicy från 2008, nu med ökat fokus på dialog för att bättre förklara och tydliggöra Riksbankens uppgift och verksamhet.
- 2013-12-12 Regeringen beslutar att Finansinspektionen har ansvaret för att vidta åtgärder för att motverka finansiella obalanser i syfte att stabilisera kreditmarknaden, men med beaktande av åtgärdernas effekt på den ekonomiska utvecklingen.
- 2013-12-16 Riksbankens direktion beslutar att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 0,75 procent. Reporäntebanan justeras ned.
- 2013-12-19 Regeringen beslutar att inrätta en kommitté för finansiell stabilitet, som ska bestå av ett råd (finansiellt stabilitetsråd), en beredningsgrupp och ett kansli.
- 2014-02-12 Riksbankens direktion beslutar att lämna reporäntan oförändrad på 0,75 procent. Reporäntebanan lämnas också oförändrad.
- 2014-03-19 Bankföreningen skärper sina riktlinjer ytterligare. Nya bolånetagare bör amortera ned sina bolån till 70 procent av bostadens marknadsvärde under en 10–15-års period. Därutöver ska det i en amorteringsplan framgå hur amortering bör ske vid en belåning under 70 procent.



- 2014-04-09 Riksbankens direktion beslutar att lämna reporäntan oförändrad på 0,75 procent. Reporäntebanan justeras ned.
- 2014-07-03 Riksbankens direktion beslutar att sänka reporäntan med 0,50 procentenheter till 0,25 procent. Reporäntebanan justeras ned påtagligt.
- 2014-07-03 Finanskriskommittén lämnar sitt slutbetänkande som fokuserar på hur en bank i kris ska hanteras.
- 2014-09-04 Riksbankens direktion beslutar att lämna reporäntan oförändrad på 0,25 procent. Reporäntebanan justeras ned marginellt.
- 2014-10-07 Bankföreningen beslutar om nya riktlinjer enligt vilka nya bolånetagare bör amortera ned sina bolån till 50 procent av bostadens marknadsvärde.
- 2014-10-27 Riksbankens direktion beslutar att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till noll procent. Reporäntebanan justeras ned påtagligt. Räntan för finjusterande transaktioner sätts till noll procent, från att tidigare ha bestämts som reporäntan +/- 10 räntepunkter.
- 2014-11-07 Bankföreningen drar tillbaka sin rekommendation om striktare amorteringsregler när Konkurrensverket beslutar om att undersöka om en sådan överenskommelse mellan långgivare är illegal.
- 2014-12-15 Riksbankens direktion beslutar att lämna reporäntan oförändrad på noll procent. Reporäntebanan justeras ned. Räntan för finjusterande transaktioner behålls oförändrad på noll procent.
- 2015-02-11 Riksbankens direktion beslutar att sänka reporäntan med 0,10 procentenheter till -0,10 procent och justera ned räntebanan något. Räntorna på de finjusterande transaktionerna i Riksbankens räntestyrningssystem återställs till reporäntan +-0,10 procentenheter. Direktionen beslutar också om köp av statsobligationer med löptider upp till fem år för 10 miljarder kronor.
- 2015-03-11 Finansinspektionen remitterar ett förslag att nya bolån som överstiger 50 procent av en bostads värde ska omfattas av ett amorteringskrav.
- 2015-03-18 Riksbankens direktion beslutar att sänka reporäntan med 0,15 procentenheter till -0,25 procent. Direktionen beslutar också att utöka köpen av statsobligationer med 30 miljarder kronor, med löptider upp till 25 år. Någon ny prognos redovisas inte, men direktionen förväntar sig att reporäntan stiger i en långsammare takt än enligt prognosen i februari.

- 2015-04-23 Finansinspektionen beslutar att avvakta med att införa amorteringskrav efter att kammarrätten i Jönköping i sitt remissyttande ifrågasatt om det finns stöd i lagstiftningen för Finansinspektionen att införa sådana regler.
- 2015-04-28 Riksbankens direktion beslutar att lämna reporäntan oförändrad på  $-0,25$  procent och utöka köpen av nominella statsobligationer med ytterligare 40–50 miljarder kronor, med löptider upp till 25 år. Reporäntebanan sänks påtagligt jämfört med beslutet i februari.
- 2015-07-01 Riksbankens direktion beslutar att sänka reporäntan med 0,10 procentenheter till  $-0,35$  procent och att utöka köpen av statsobligationer med 45 miljarder kronor fram till årets slut. Reporäntan justeras ned.
- 2015-09-02 Riksbankens direktion beslutar att lämna reporäntan oförändrad på  $-0,35$  procent och fortsätta köpa statsobligationer enligt planen som annonserades i juli. Reporäntebanan lämnas oförändrad.
- 2015-10-27 Riksbankens direktion beslutar att lämna reporäntan oförändrad på  $-0,35$  procent och utöka köpen av statsobligationer med ytterligare 65 miljarder kronor. Reporäntebanan justeras ned så att en första höjning av reporäntan senareläggs ungefär ett halvår jämfört med bedömningen i september.

Källor: Nyheter och pressmeddelanden hämtade från den svenska regeringens, Bankföreningens, Finansinspektionens och Riksbankens webbplatser.

## BILAGA 3

## Viktiga händelser inom svensk finansiell stabilitetspolitik 2010–2015

| År för initiativ | Åtgärd  | Beskrivning av åtgärden   | Primärt mellanliggande mål  | Offentliggörande | Beslut       | Tillämpning  | Status          |
|------------------|---|---|---|------------------|--------------|--------------|-----------------|
| 2010             | Bolånetak (LTV)   | Nya lån bör inte överstiga 85 procent av bostadens marknadsvärde.   | Kreditillväxt och skuldsättningsgrad  | 5 maj 2010 (1)   | 8 juli 2010  | 1 okt 2010   | Aktiverad       |
| 2012             | Diskonteringsränta för försäkringsbolag                   | Tillfälligt golv för diskonteringsräntan vid beräkning av försäkringstekniska avsättningar                              |   | 11 juni 2012 (2) | 28 juni 2012 | 30 juni 2012 | Avaktiverad (3) |
| 2012             | Likviditetstäckning                                       | Likviditetstäckningsgrad > 100 % i USD, EUR och totalt.   | Löpidsobalans och bristande marknadslikviditet  | 28 juni 2012     | 13 nov 2012  | 1 jan 2013   | Aktiverad       |
| 2012             | Pelare 2  | Införandet av ett riskviktsgolv på 15 % för svenska bolån, tillämpas på banker som använder interna riskmodeller (IRK). | Kreditillväxt och skuldsättningsgrad  | 26 nov 2012      | 21 maj 2013  | 21 maj 2013  | Aktiverad       |
| 2013             | Krav på individuellt anpassade amorteringsplaner          | Individuellt anpassade amorteringsplaner – genomförda av Svenska Bankföreningen som en rekommendation till bankerna.    | Förbättra amorteringskulturen och därmed främja sundhet och stabilitet på finansiella marknader | 14 okt 2013      | 14 okt 2013  | okt 2013     | Aktiverad       |
| 2013             | Diskonteringsränta för försäkringsbolag (främst livbolag) | Nya föreskrifter om en diskonteringsränta som är anpassad till Solvens II.  |   | 20 maj 2013 (4)  | 13 nov 2013  | 31 dec 2013  | Aktiverad       |
| 2014             | Kapitalkonserveringsbuffert                               | Kortare övergångsperiod för införandet av en kapitalkonserveringsbuffert på 2,5 %                                       | Kreditillväxt och skuldsättningsgrad  | 9 maj 2014       | 26 juni 2014 | 2 aug 2014   | Aktiverad       |
| 2014             | Kontracyklisk kapitalbuffert                              | Kortare övergångsperiod för införandet av den kontracykliska kapitalbufferten   | Kreditillväxt och skuldsättningsgrad  | 9 maj 2014       | 26 juni 2014 | 2 aug 2014   | Aktiverad       |

| År för initiativ | Åtgärd                       | Beskrivning av åtgärden   | Primärt mellanliggande mål           | Offentliggörande | Beslut      | Tillämpning | Status            |
|------------------|------------------------------|---|--------------------------------------|------------------|-------------|-------------|-------------------|
| 2014             | Pelare 2                     | De fyra svenska storbankerna är föremål för ett kapitalkravstillägg inom Pelare 2 på 2 %.   | Dåligt anpassade incitament          | 8 maj 2014 (5)   | 8 sep 2014  | 8 sep 2014  | Aktiverad         |
| 2014             | Pelare 2                     | Risikoviktsgolv på 25 % (höjt från tidigare 15 %) för svenska bolån, tillämpade på banker som använder interna riskmodeller (IRK).  | Kreditillväxt och skuldsättningsgrad | 8 maj 2014       | 8 sep 2014  | 8 sep 2014  | Aktiverad         |
| 2014             | Pelare 2                     | Erkännande av skärpta modellkrav införda av norska Finanstilsynet för bolån utgivna av IRK-banker. Finanstilsynet begärde att FI för svenska företag som är verksamma på den norska bolånemarknaden ska tillämpa de skärpta krav på riskvikterna för norska bolån som Finanstilsynet har infört för norska företag. | Kreditillväxt och skuldsättningsgrad | 8 maj 2014       | 8 sep 2014  | 8 sep 2014  | Aktiverad         |
| 2014             | Systemriskbuffert            | De fyra svenska storbankerna är föremål för en systemriskbuffert på 3 %. Tillämpas på alla exponeringar på konsoliderad basis.  | Dåligt anpassade incitament          | 8 maj 2014 (6)   | 8 sep 2014  | 1 jan 2015  | Aktiverad         |
| 2014             | Kontracyklisk kapitalbuffert | Aktivering av den kontracykliska kapitalbufferten och fastställande av buffertvärdet på 1 % från september 2015.  | Kreditillväxt och skuldsättningsgrad | 12 juni 2014     | 8 sep 2014  | 13 sep 2015 | Aktiverad         |
| 2014             | Kontracyklisk kapitalbuffert | Behåller buffertvärdet för den kontracykliska kapitalbufferten på 1 %   | Kreditillväxt och skuldsättningsgrad |                  | 8 dec 2014  | 13 dec 2015 | Ännu ej aktiverad |
| 2014             | Amorteringskrav på nya bolån | Nya bolån med en belåningsgrad på över 70 % ska amorteras ned med minst 2 % av det ursprungliga lånebeloppet varje år. Lån med under 70 % belåningsgrad ska amorteras ned med minst 1 % per år till dess att belåningsgraden är 50 %.   | Kreditillväxt och skuldsättningsgrad | 10 mars 2015 (7) |             |             | Stoppad (8)       |
| 2015             | Kontracyklisk kapitalbuffert | Behåller buffertvärdet för den kontracykliska kapitalbufferten på 1 %   | Kreditillväxt och skuldsättningsgrad | 20 jan 2015      | 16 mar 2015 | 17 mar 2016 | Ännu ej aktiverad |

| År för initiativ | Åtgärd   | Beskrivning av åtgärden  | Primärt mellanliggande mål            | Offentliggörande | Beslut       | Tillämpning  | Status            |
|------------------|--|--|---------------------------------------|------------------|--------------|--------------|-------------------|
| 2015             | Kontracyklisk kapitalbuffert   | Beslut om att höja det kontracykliska kapitalbuffertvärdet till 1,5 % från juni 2016.  | Kreditfyllväxt och skuldsättningsgrad | 26 maj 2015      | 22 juni 2015 | 27 juni 2016 | Ännu ej aktiverad |
| 2015             | Identifiering och fastställande av kapitalbuffertar för globala (G-SII) systemviktiga institut | Beslut om att identifiera Nordea Bank som ett globalt systemviktigt företag (G-SII). Denna identifiering innebär krav på att Nordea ska hålla en kapitalbuffert på 1 % för globalt systemviktigt företag. Eftersom FI sedan tidigare har beslutat att Nordea ska hålla en systemrisikbuffert på 3 % innebär beslutet inte att Nordeas kapitalkrav påverkas.  | Dåligt anpassade incitament           | 23 juni 2015     | 22 juni 2015 | 1 jan 2016   | Ännu ej aktiverad |
| 2015             | Identifiering och fastställande av kapitalbuffertar för övriga (O-SII) systemviktiga institut  | Beslut om att de fyra företagsgrupperna Nordea, Svenska Handelsbanken, Skandinaviska Enskilda Banken (SEB) och Swedbank identifieras som övriga systemviktiga institut. Kapitalbuffertkravet som följer av identifieringen av O-SII och som består av kärnprimärkapital ska vara 2 % på gruppnivå. Eftersom FI sedan tidigare har beslutat att bankerna ska hålla en systemrisikbuffert på 3 % innebär beslutet inte att bankernas kapitalkrav påverkas. | Dåligt anpassade incitament           | 25 juni 2015     | 12 okt 2015  | 1 jan 2016   | Ännu ej aktiverad |

## Noter:

- (1) Förannonserad 16 februari 2010.
- (2) Förannonserad 7 juni 2012.
- (3) Avaktiverad i samband med att nya föreskrifter om diskonteringsräntan meddelades i december 2013.
- (4) Förannonserad 18 februari 2013 och uppdaterad 19 september 2013.
- (5) Förannonserad 25 november 2011.
- (6) Förannonserad 25 november 2011.
- (7) Förannonserad 11 november 2014.
- (8) I avvaktan på ett klargörande av Finansinspektionens legala mandat att införa åtgärden.

Källa: Finansinspektionen, opublicerad sammanställning.

BILAGA 4

## Personer och organisationer som intervjuats av utvärderarna

### Möten 5–6 mars 2015

- Personal vid Sveriges riksbank
  - Marianne Nessén, chef för avdelningen för penningpolitik
  - Christina Nyman, biträdande chef för avdelningen för penningpolitik
  - Meredith Beechey, biträdande chef för avdelningen för marknader
  - Martin W. Johansson, biträdande chef för avdelningen för finansiell stabilitet
- Riksdagens finansutskott
  - Ulf Kristersson, vice ordförande
  - Jörgen Andersson, ledamot
  - Emil Källström, ledamot
  - Ingela Nylund Watz, ledamot
  - Håkan Svenneling, ledamot
  - Mikael Åsell, kanslichef
  - Pär Elvingsson, utskottsråd
- Personal vid Sveriges riksbank
  - Heidi Elmér, chef för avdelningen för marknader
  - Kasper Roszbach, chef för avdelningen för finansiell stabilitet
  - Ulf Söderström, biträdande chef för avdelningen för penningpolitik
  - David Vestin, biträdande chef för avdelningen för penningpolitik
  - Anders Vredin, chef för direktionsssekretariatet
- Johan Germandt, ordförande för Riksbanksfullmäktige 2006–2014
- Boverket, privata banker, fackföreningar och arbetsgivarorganisationer
  - Håkan Frisé, prognoschef, SEB
  - Elisabet Kopelman, chef för Ekonomisk Analys, SEB
  - Lena Hagman, chefsekonom, Almega
  - Mats Kinnwall, chefsekonom, Industriarbetsgivarna
  - Ola Pettersson, chefsekonom, LO
  - Lars Ernsäter, ekonom, LO
  - Bengt Hansson, analytiker, Boverket
  - Annika Winsth, chefsekonom, Nordea
  - Torbjörn Isaksson, chefsanalytiker, Nordea
  - Göran Zettergren, chefsekonom, Tjänstemännens Centralorganisation (TCO)
  - Fredrik Isaksson, chefsekonom, Sveriges Byggindustrier
  - Ted Lindqvist, senioranalytiker, Evidens
- Riksbanksfullmäktiges presidium
  - Susanne Eberstein, ordförande
  - Michael Lundholm, vice ordförande

**Möten 17–18 juni 2015**

- Kerstin af Jochnick, förste vice riksbankschef
- Henry Ohlsson, vice riksbankschef
- Cecilia Skingsley, vice riksbankschef
- Per Jansson, vice riksbankschef
- Martin Noréus, vikarierande generaldirektör, Finansinspektionen
- Henrik Braconier, chefsekonom, Finansinspektionen
- Karolina Ekholm, vice riksbankschef från 2009-03-15 till 2014-10-05
- Martin Flodén, vice riksbankschef
- Lars E.O. Svensson, vice riksbankschef från 2007-05-21 till 2013-05-20
- Svante Öberg, förste vice riksbankschef från 2006-01-01 till 2011-12-31
- Assar Lindbeck, professor emeritus vid Institutet för internationell ekonomi (IIES), Stockholms universitet
- Torsten Persson, professor vid Institutet för internationell ekonomi (IIES), Stockholms universitet
- Lars Calmfors, professor emeritus vid Institutet för internationell ekonomi (IIES), Stockholms universitet
- Harry Flam, professor emeritus vid Institutet för internationell ekonomi (IIES), Stockholms universitet

**Möten 2–3 september 2015**

- Stefan Ingves, riksbankschef
- Lars Jonung, professor emeritus vid Knut Wicksells centrum för finansvetenskap, Lunds universitet (videokonferens)
- Martin Andersson, generaldirektör för Finansinspektionen från 2009-01-15 till 2015-04-09
- Barbro Wickman-Parak, vice riksbankschef från 2007-05-21 till 2013-05-20
- Lars Nyberg, vice riksbankschef från 1999-01-01 till 2011-12-31
- Jörgen Appelgren och Thomas Hagberg, revisionsdirektörer vid Riksrevisionen
- Mikael Åsell och Pär Elvingsson, finansutskottets kansli
- Personal vid Sveriges riksbank
  - Mattias Erlandsson, chef för prognosenheten på avdelningen för penningpolitik
  - Ulf Söderström, biträdande chef för avdelningen för penningpolitik
  - David Vestin, forskningsenheten på avdelningen för penningpolitik

## Slutkommentarer

---

<sup>1</sup> Rapporten finns att läsa på <http://data.riksdagen.se/fil/CD7D88DC-C64C-44DD-98DB-5E81326417AB>.

<sup>2</sup> Rapporten finns att läsa på <http://data.riksdagen.se/fil/CCC488EF-5E51-4790-BB08-CE08FB0CE1B1>.

<sup>3</sup> Finanskrisen kan sägas ha inletts år 2007 då finansiella institutioner drabbades av likviditetsbrist och finansieringssvårigheter. I länder som Sverige anses krisen ofta ha inletts i september 2008 i och med Lehman Brothers konkurs som gjorde det uppenbart att det var en global finanskris under uppsegling.

<sup>4</sup> Högst tre reservationer kan göras under ett och samma möte, och med sex möten om året betyder det att högst 18 reservationer kan göras varje år.

<sup>5</sup> Sedan april 2015 utarbetas det en penningpolitisk rapport (med ett nytt format) för varje ordinarie möte.

<sup>6</sup> Kerstin Hallsten och Sara Tägtström, ”Beslutsprocessen – hur går det till när Riksbankens direktion ska bestämma om reporäntan”, *Ekonomiska kommentarer*, Riksbanken, nr 1, 2009.

<sup>7</sup> Ted Aranki och André Reslow, ”En utvärdering av Riksbankens omvärldsprognoser”, *Ekonomiska kommentarer*, Riksbanken, nr 14, 2015, 4 november.

<sup>8</sup> Prognosjämförelsen avser helårsprognoser gjorda upp till två år före realiserat utfall, mätt som årsgenomsnitt av årlig procentuell förändring, för perioden 2007–2014. Helårsprognoserna utvärderas mot första tillgängliga utfall.

<sup>9</sup> Mårten Löf, ”Den senaste tidens inflationsutfall och prognoser”, *Ekonomiska kommentarer*, Riksbanken, nr 4, 2015, 7 maj.

<sup>10</sup> Biaserna i tabell 3 beräknas utifrån prognosfel definierade som prognos minus utfall, medan biaserna i diagram 11 och 16–18 beräknas utifrån prognosfel definierade som utfall minus prognos. Samma uppåtbias kommer därför att ha olika tecken.

<sup>11</sup> Goodhart och Rochet förde fram en liknande synpunkt i sin utvärdering.

<sup>12</sup> I 4 kap. 6 § anges till exempel att ”[f]ullmäktige och direktionen får inte sammanträda på ett område som är ockuperat av främmande makt”.



|               |   |
|---------------|---|
| 2013/14:RFR1  | SOCIALUTSKOTTET<br>Etisk bedömning av nya metoder i vården<br>– en uppföljning av landstingens och statens insatser   |
| 2013/14:RFR2  | KULTURUTSKOTTET<br>Uppföljning av regeringens resultatredovisning för utgiftsområde 17<br>Kultur, medier, trossamfund och fritid                                      |
| 2013/14:RFR3  | KULTURUTSKOTTET<br>En bok är en bok är en bok?<br>– en fördjupningsstudie av e-böckerna i dag   |
| 2013/14:RFR4  | KULTURUTSKOTTET<br>Offentlig utfrågning om funktionshindersperspektiv i kulturarvet   |
| 2013/14:RFR5  | TRAFIKUTSKOTTET<br>Hela resan hela året! – En uppföljning av transportsystemets<br>tillgänglighet för personer med funktionsnedsättning                               |
| 2013/14:RFR6  | FINANSUTSKOTTET<br>Finansutskottets offentliga utfrågning om ändring av riksdagens be-<br>slut om höjd nedre skiktgräns för statlig inkomstskatt                      |
| 2013/14:RFR7  | SKATTEUTSKOTTET<br>Inventering av skatteforskare 2013   |
| 2013/14:RFR8  | ARBETSMARKNADSUTSKOTTET<br>Ett förlängt arbetsliv – forskning om arbetstagarnas och<br>arbetsmarknadens förutsättningar   |
| 2013/14:RFR9  | SOCIALFÖRSÅKRINGSUTSKOTTET<br>Offentlig utfrågning om vårdnadsbidrag och jämställdhetsbonus   |
| 2013/14:RFR10 | KONSTITUTIONSUTSKOTTET<br>Subsidiaritet i EU efter Lissabon   |
| 2013/14:RFR11 | SKATTEUTSKOTTET<br>Utvärdering av skattelättnader för utländska experter, specialister,<br>forskare och andra nyckelpersoner  |
| 2013/14:RFR12 | UTBILDNINGSPOLITISKA UTSKOTTET<br>Utbildningsutskottets offentliga utfrågning om PISA-undersökningen  |
| 2013/14:RFR13 | SOCIALUTSKOTTET<br>Socialutskottets öppna kunskapsseminarium om icke smittsamma<br>sjukdomar<br>– ett ökande hot globalt och i Sverige (onsdagen den 4 december 2013) |
| 2013/14:RFR14 | KULTURUTSKOTTET<br>För, med och av<br>– en uppföljning av tillgängligheten inom kulturen  |
| 2013/14:RFR15 | SKATTEUTSKOTTET<br>Skatteutskottets seminarium om OECD:s handlingsplan mot<br>skattebaseroering och vinstförflyttning   |
| 2013/14:RFR16 | TRAFIKUTSKOTTET<br>Framtidens flyg  |

|               |   |
|---------------|---|
| 2013/14:RFR17 | KONSTITUTIONSUTSKOTTET<br>Översyn av ändringar i offentlighets- och sekretesslagstiftningen<br>1995–2012  |
| 2013/14:RFR18 | SOCIALUTSKOTTET<br>Socialutskottets öppna kunskapsseminarium om socialtjänstens arbete med barn som far illa  |
| 2013/14:RFR19 | UTBILDNINGSPÄREUTSKOTTET<br>Utbildningsutskottets seminarium om utbildning för hållbar utveckling inklusive entreprenöriellt lärande  |
| 2013/14:RFR20 | KULTURUTSKOTTET<br>Offentlig utfrågning<br>För, med och av – en uppföljning av tillgänglighet inom kulturen   |
| 2013/14:RFR21 | UTBILDNINGSPÄREUTSKOTTET<br>Autonomi och kvalitet – ett uppföljningsprojekt om implementering och effekter av två högskolereformer i Sverige<br>Delredovisning 1: Skrivbordsstudie om autonomi- och kvalitetsreformerna |
| 2013/14:RFR22 | UTBILDNINGSPÄREUTSKOTTET<br>Autonomi och kvalitet – ett uppföljningsprojekt om implementering och effekter av två högskolereformer i Sverige<br>Delredovisning 2: Intervjuundersökning med rektorer                     |
| 2013/14:RFR23 | TRAFIKUTSKOTTET<br>Trafikutskottets hearing om framtidens luftfart – Har vi luft under vingarna?  |
| 2013/14:RFR24 | JUSTITIEUTSKOTTET<br>Offentlig utfrågning med anledning av EU-domstolens dom om datalagringsdirektivet  |

|               |   |
|---------------|---|
| 2014/15:RFR1  | MILJÖ- OCH JORDBRUKSUTSKOTTET<br>Stöd till lokala åtgärder mot övergödning  |
| 2014/15:RFR2  | TRAFIKUTSKOTTET<br>Hållbara analyser?<br>Om samhällsekonomiska analyser inom transportsektorn med särskild hänsyn till hållbar utveckling   |
| 2014/15:RFR3  | TRAFIKUTSKOTTET<br>Trafikutskottets offentliga utfrågning om järnvägens vägval  |
| 2014/15:RFR4  | FÖRSVARSPOLITISKA UTSKOTTET<br>Blev det som vi tänkt oss?<br>En uppföljning av vissa frågor i det försvarspolitiska inriktningsbeslutet 2009  |
| 2014/15:RFR5  | UTBILDNINGSPOLITISKA UTSKOTTET<br>Autonomi och kvalitet – ett uppföljningsprojekt om implementering och effekter av två högskolereformer i Sverige<br>Huvudrapport  |
| 2014/15:RFR6  | UTBILDNINGSPOLITISKA UTSKOTTET<br>Autonomi och kvalitet – ett uppföljningsprojekt om implementering och effekter av två högskolereformer i Sverige<br>Delredovisning 3: Enkätundersökning till studieansvariga            |
| 2014/15:RFR7  | UTBILDNINGSPOLITISKA UTSKOTTET<br>Autonomi och kvalitet – ett uppföljningsprojekt om implementering och effekter av två högskolereformer i Sverige<br>Delredovisning 4: Den fallstudiebaserade undersökningens första fas |
| 2014/15:RFR8  | TRAFIKUTSKOTTET<br>Seminarium om samhällsekonomiska analyser  |
| 2014/15:RFR9  | TRAFIKUTSKOTTET<br>Sjöfartsnäringen och dess konkurrenskraft  |
| 2014/15:RFR10 | SKATTEUTSKOTTET<br>Skattebefriade bränslen i industriella processer, så kallade råvarubränslen  |
| 2014/15:RFR11 | UTBILDNINGSPOLITISKA UTSKOTTET<br>Utbildningsutskottets offentliga utfrågning om idrott och fysisk aktivitet i skolan – ett sätt att stärka inläring och hälsa  |
| 2014/15:RFR12 | KONSTITUTIONSPOLITISKA UTSKOTTET<br>Konstitutionsutskottets hearing om journalisters och medie-redaktioners säkerhet och arbetsförutsättningar  |
| 2014/15:RFR13 | SOCIALFÖRSÄKRINGSUTSKOTTET<br>Finsam – en uppföljning av finansiell samordning av rehabiliteringsinsatser   |
| 2014/15:RFR14 | SOCIALFÖRSÄKRINGSUTSKOTTET<br>Socialförsäkringsutskottets offentliga utfrågning om Finsam – finansiell samordning av rehabiliteringsinsatser  |
| 2014/15:RFR15 | SKATTEUTSKOTTET<br>Skatteutskottets seminarium om internationellt samarbete mot skatteflykt   |

- 2014/15:RFR16 NÄRINGSUTSKOTTET OCH UTRIKESUTSKOTTET  
Offentlig utfrågning om ett handelsavtal mellan EU och USA  
(TTIP)
- 2014/15:RFR17 CIVILUTSKOTTET  
Civilutskottets offentliga utfrågning om unga vuxnas möjlighet att  
finansiera ett eget boende

|              |   |
|--------------|---|
| 2015/16:RFR1 | KONSTITUTIONSUTSKOTTET<br>Statsråds medverkan i konstitutionsutskottets granskning  |
| 2015/16:RFR2 | FINANSUTSKOTTET<br>Finansutskottets offentliga utfrågning om den aktuella penningpolitiken<br>den 24 september 2015   |
| 2015/16:RFR3 | FÖRSVARsutskottet<br>Om krisen eller kriget kommer –<br>En uppföljning av informationsinsatser till allmänheten om den enskilda<br>ansvar och beredskap<br>Huvudrapport och Bilagor |
| 2015/16:RFR4 | KULTURUTSKOTTET<br>Är samverkan modellen?<br>En uppföljning och utvärdering av kultursamverkansmodellen   |
| 2015/16:RFR5 | FINANSUTSKOTTET<br>Öppna utfrågning om den aktuella penningpolitiken<br>den 12 november 2015  |