

# Finansutskottets betänkande

## 2014/15:FiU24

### Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2012–2014

---

#### Sammanfattning

Utskottet redovisar sin årligt återkommande utvärdering av penningpolitiken och föreslår att riksdagen godkänner vad utskottet sagt om penningpolitiken för perioden 2012–2014.

Utskottet konstaterar att det under 2014 skedde en tydlig omsvängning i penningpolitiken. Riksbanken fäste större vikt än tidigare vid den låga inflationen och sänkte reporäntan till historiskt låga 0 procent under hösten. Utskottet välkomnar räntesänkningarna och understryker inflationsmålet betydelse för den svenska ekonomin.

Trots sänkta räntor fortsatte inflationen att vara extremt låg under 2014. Mätt enligt konsumentprisindex (KPI) sjönk priserna med i genomsnitt 0,2 procent under 2014, vilket utskottet konstaterar är mer än 2 procentenheter under inflationsmålet på 2 procent. Sett över hela utvärderingsperioden steg KPI med i genomsnitt 0,2 procent per år, också det långt under målet. Även mätt enligt KPIF (KPI exklusive effekterna av Riksbankens ränteändringar) har inflationen legat klart under målet.

Utskottet konstaterar också att resursutnyttjandet i ekonomin har varit lågt under perioden och legat under långsiktigt hållbara nivåer. Arbetslösheten har pendlat kring 8 procent av arbetskraften.

Med facit i hand tyder detta enligt utskottet på att Riksbanken hade kunnat bedriva en mer expansiv penningpolitik under 2013 och inledningen av 2014 för att inflationen skulle ha kommit närmare målet och resursutnyttjandet i ekonomin skulle ha blivit högre under 2014. Utskottet har i de senaste årens utvärderingar genomgående bedömt att Riksbanken hade kunnat föra en något mer expansiv penningpolitik för att öka aktiviteten i ekonomin och få upp inflationen närmare målet.

Utskottet understryker vikten av att penningpolitiken utvärderas och debatteras. Utskottet kommer att se över formerna för riksdagens framtida utvärderingar och granskningar av penningpolitiken. Senast det gjordes var i mitten av 00-talet.

# Innehållsförteckning

Utskottets förslag till riksdagsbeslut .....	3
Redogörelse för ärendet .....	4
Finansutskottets utvärderingar av penningpolitiken .....	4
Förutsättningarna för penningpolitiken .....	4
Riksbankens penningpolitiska strategi .....	5
Utskottets överväganden .....	7
Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2012–2014 .....	7
Sammanfattning av Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2014 .....	7
Externa bedömningar av penningpolitiken .....	21
Finansutskottets ställningstagande .....	26

## Tabeller

Tabell 1 Inflationen i Sverige under utvärderingsperioden .....	17
Tabell 2 Produktion och sysselsättning under utvärderingsperioden .....	18

## Diagram

Diagram 1 BNP-tillväxten i Sverige och omvärlden under utvärderingsperioden .....	8
Diagram 2 Arbetsmarknadens utveckling i Sverige under utvärderingsperioden .....	9
Diagram 3 Inflationen i Sverige under utvärderingsperioden .....	10
Diagram 4 Reporäntans utveckling under utvärderingsperioden .....	11
Diagram 5 Kronans utveckling under utvärderingsperioden .....	12
Diagram 6 Hushållens skuldsättning .....	16
Diagram 7 Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosmakares BNP-prognoser för 2014 .....	19
Diagram 8 Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosmakares KPI-prognoser för 2014 .....	20

# Utskottets förslag till riksdagsbeslut

## **Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2012–2014**

Riksdagen godkänner vad utskottet anfört om penningpolitiken för perioden 2012–2014.

Stockholm den 28 maj 2015

På finansutskottets vägnar

*Fredrik Olovsson*

Följande ledamöter har deltagit i beslutet: Fredrik Olovsson (S), Ulf Kristersson (M), Monica Green (S), Jonas Jacobsson Gjørtler (M), Jörgen Hellman (S), Oscar Sjöstedt (SD), Jörgen Andersson (M), Ingela Nylund Watz (S), Emil Källström (C), Janine Alm Ericson (MP), Jan Ericson (M), Hans Unander (S), Erik Ullenhag (FP), Ulla Andersson (V), Jakob Forssmed (KD), Marie Granlund (S) och Johan Nissinen (SD).

# Redogörelse för ärendet

## Finansutskottets utvärderingar av penningpolitiken

Finansutskottet har sedan den nya riksbankslagen trädde i kraft 1999 och Riksbanken fick en självständig ställning i förhållande till riksdagen och regeringen genomfört årliga utvärderingar av penningpolitiken. Sedan 2007 redovisas dessa i ett separat betänkande.

Detta betänkande innehåller utvärderingen av penningpolitiken för perioden 2012–2014. Utvärderingen bygger bl.a. på Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2014 och på andra externa bedömningar av den svenska penningpolitiken under den aktuella perioden. Riksbankens redogörelse är den första av två skriftliga rapporter som Riksbanken enligt riksbankslagen årligen ska lämna till finansutskottet.

Utskottets öppna utfrågningar med riksbankschefen och en av de fem vice riksbankscheferna är andra viktiga delar av utskottets granskning av penningpolitiken. Sedan hösten 2012 hålls öppna utfrågningar tre gånger per år, en i februari/mars, en i augusti/september och en i november. Protokollet från den öppna utfrågning som hölls i mars 2015 finns publicerat i utskottets betänkande 2014/15:FiU23. I det betänkandet finns också protokollen från de två öppna utfrågningar som hölls hösten 2014.

Sedan mitten av 00-talet genomför utskottet även en extern och oberoende utvärdering av penningpolitiken vart fjärde år. Hittills har två externa utvärderingar genomförts och ytterligare en är på väg. Den första genomfördes av professorerna Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin och utvärderade den svenska penningpolitiken under perioden 1995–2005 (2006/07:RFR1). Den andra genomfördes av professorerna Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet och utvärderade Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet under perioden 2005–2010 (2010/11:RFR5). Den tredje utvärderingen håller just nu på att genomföras av Mervyn King, tidigare chef för Bank of England, och Marvin Goodfriend, professor vid Carnegie Mellon University i USA. Utvärderingen ska lämnas till utskottet i början av 2016.

## Förutsättningarna för penningpolitiken

Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Enligt lagens förarbeten ska Riksbanken också, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken för att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning. I januari 1993 beslutade dåvarande riksbanksfullmäktige att den operativa penningpolitiken skulle bedrivas utifrån ett inflationsmål. Målet började formellt att gälla den 1 januari 1995 och gäller än i dag. Målet är att inflationen, mätt som årlig procentuell förändring av konsumentprisindex, ska vara 2 procent.

Tidigare fanns ett s.k. toleransintervall på  $\pm 1$  procentenhet. Intervallet togs bort av Riksbanken våren 2010 bl.a. med motiveringen att det inte har någon praktisk betydelse och att det i dag finns en stor förståelse för att penningpolitiken bedrivs under osäkerhet och att inflationen tidvis kan hamna en bit från målet.

## Riksbankens penningpolitiska strategi

I bl.a. de penningpolitiska rapporterna och i redogörelsen för penningpolitiken redovisar Riksbanken grundstenarna i den strategi som banken använder för att nå målet för penningpolitiken. Strategin presenteras kortfattat i punkterna nedan:

- Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken preciserar detta som ett mål för inflationen som innebär att den årliga förändringen av KPI ska vara 2 procent.
- Samtidigt som penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken för att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera produktionen och sysselsättningen runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas en flexibel inflationsmålspolitik. Det innebär inte att Riksbanken gör avkall på att inflationsmålet är överordnat.
- Det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen och realekonomin. Därför vägleds penningpolitiken av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Riksbanken publicerar bl.a. en bedömning av hur reporäntan kommer att utvecklas framöver.
- Vid varje penningpolitiskt beslutstillfälle gör direktionen en bedömning av vilken bana för reporäntan som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. Avvägningen handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen runt inflationsmålet och stabiliseringen av realekonomin.
- 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 produktionen och sysselsättningen 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.
- I Riksbankens uppdrag ingår enligt riksbankslagen även att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Risker förknippade med utvecklingen på de finansiella marknaderna vägs in i räntebesluten. När det gäller att förebygga en obalanserad utveckling av tillgångspriser och

skuldsättning spelar dock framför allt ett väl fungerande regelverk och en effektiv tillsyn en central roll. Penningpolitiken är enbart ett komplement.

- I vissa lägen, som under finanskrisen 2008–2009, kan reporäntan och räntebanan behöva kompletteras med andra åtgärder för att främja den finansiella stabiliteten och säkerställa att penningpolitiken får genomslag på ett effektivt sätt.
- Riksbanken strävar efter att dess kommunikation ska vara öppen, saklig, begriplig och aktuell. Det gör det lättare för ekonomins aktörer att fatta bra ekonomiska beslut. Penningpolitiken blir också lättare att utvärdera.

# Utskottets överväganden

## Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2012–2014

### Utskottets förslag i korthet

Riksdagen godkänner vad utskottet sagt om penningpolitiken för perioden 2012–2014.

Utskottet välkomnar den omsvängning i penningpolitiken som skedde under 2014. Utskottet understryker inflationsmålets betydelse för den svenska ekonomin.

Trots sänkta räntor fortsatte inflationen att vara extremt låg under 2014. Utskottet konstaterar att inflationen legat långt under inflationsmålet under 2014 och under hela utvärderingsperioden. Utskottet konstaterar också att resursutnyttjandet i ekonomin har varit lågt och legat under långsiktigt hållbara nivåer. Arbetslösheten har pendlat kring 8 procent av arbetskraften.

Med facit i hand tyder detta enligt utskottet på att Riksbanken hade kunnat bedriva en mer expansiv penningpolitik under 2013 och inledningen av 2014 för att inflationen skulle ha kommit närmare målet och resursutnyttjandet i ekonomin blivit högre. Utskottet har i de senaste årens utvärderingar genomgående bedömt att Riksbanken hade kunnat föra en något mer expansiv penningpolitik för att få upp inflationen närmare målet.

Utskottet kommer att se över formerna för utskottets framtida utvärderingar och granskningar av penningpolitiken.

## Sammanfattning av Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2014

### Den ekonomiska utvecklingen under utvärderingsperioden

*Svagt stigande tillväxt mot slutet av perioden ...*

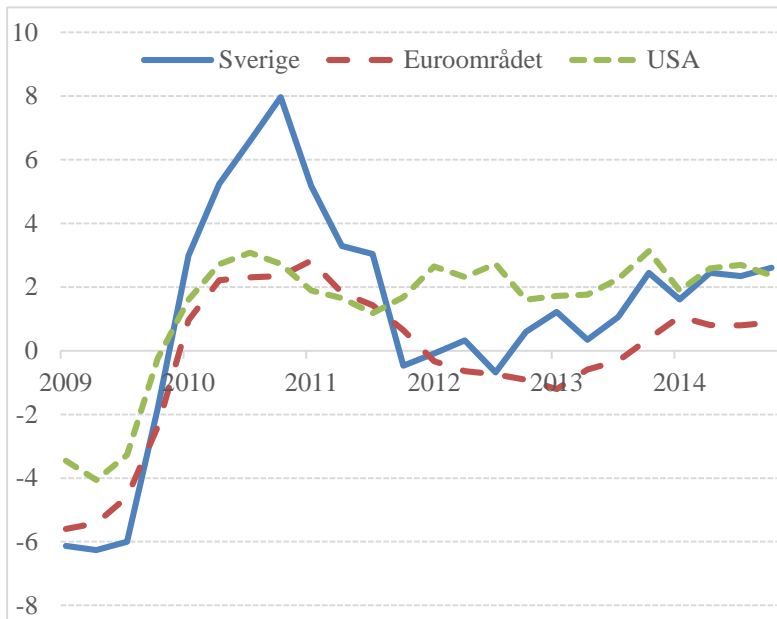
Försvagningen av den internationella konjunkturen mot slutet av 2011 fortsatte under 2012. Tydligast var avmattningen i euroområdet. Under våren 2012 tilltog oron över de offentliga finanserna och problemen i den europeiska banksektorn. Situationen på de finansiella marknaderna förbättrades dock något under hösten, bl.a. i samband med att Europeiska centralbanken (ECB) beslutade att vidta extraordinära åtgärder för att förbättra situationen i problemländerna.

Den svenska konjunkturen försvagades under 2012, även om tillväxttakten till en början hölls uppe av en relativt stark inhemsk efterfrågan. Nedgången blev tydligare mot slutet av året då exporttillväxten mattades av och konsumtionen dämpades, samtidigt som läget på arbetsmarknaden försämrades och antalet varsel om uppsägningar ökade. Enligt de första preliminära utfallen steg ändå Sveriges BNP med 0,9 procent under 2012, jämfört med en nedgång i euroområdet på i genomsnitt 0,6 procent. Senare justerades den svenska tillväxttakten ned från 0,9 procent till -0,3 procent (SCB:s revidering av nationalräkenskaperna september 2014).

Början av 2013 präglades av den svaga konjunkturen i euroområdet. Efterfrågan på svenska exportvaror fortsatte att försämrats och exporten föll. Efter hand blev det bättre. Oron på de finansiella marknaderna avtog, USA-ekonomin visade tecken på en återhämtning och både hushållen och företagen började bli mer optimistiska om den ekonomiska framtiden. I Sverige hölls tillväxten uppe av en ökad hushållskonsumtion, vilket bl.a. berodde på en god inkomstutveckling och att arbetsmarknaden ändå utvecklades relativt väl trots den svaga konjunkturen. Sysselsättningen steg med 1 procent under 2013. Arbetslösheten låg dock kvar på en hög nivå eftersom utbudet av arbetskraft ökade lika mycket som sysselsättningen. Återhämtningen under senare delen av 2013 gjorde att Sveriges BNP steg med 1,3 procent under 2013.

### Diagram 1 BNP-tillväxten i Sverige och omvärlden under utvärderingsperioden

Procent



Källa: Riksbanken.

Återhämtningen i världsekonomin fortsatte under 2014, om än i långsam takt. Den svenska exporten, som var i stort sett oförändrad under 2013, ökade och

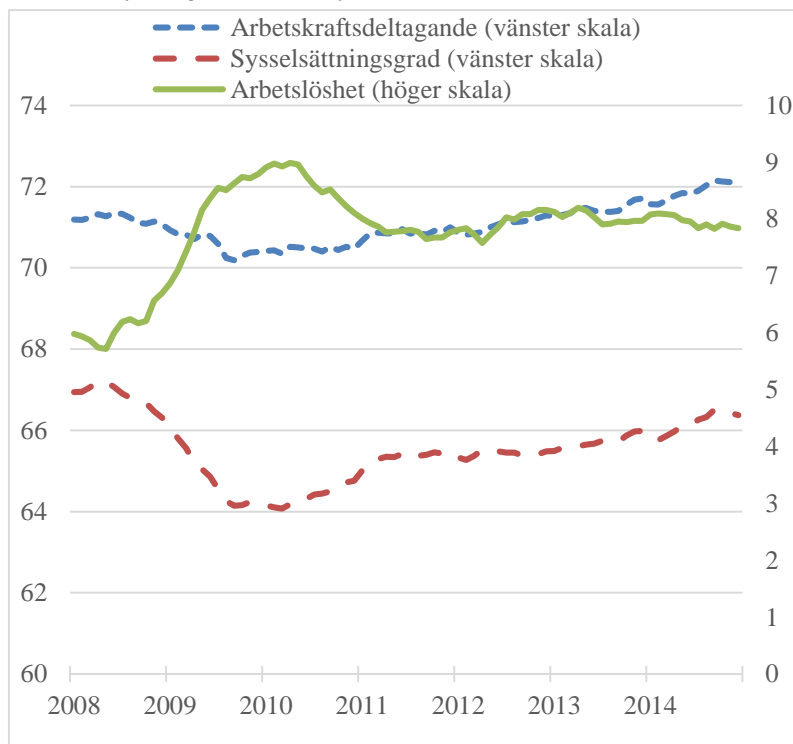


hushållskonsumtionen fortsatte att stiga. Den inhemska efterfrågan steg också genom att investeringarna i framför allt bostäder steg på nytt efter att ha minskat under både 2012 och 2013.

På arbetsmarknaden fortsatte sysselsättningen att stiga. Precis som under 2014 ökade antalet personer i arbetskraften lika snabbt som sysselsättningen, vilket bidrog till att arbetslösheten låg kvar kring strax under 8 procent. Sammantaget steg Sveriges BNP med 2,1 procent under 2014, vilket var bättre än tillväxten i euroområdet men i paritet med tillväxten i t.ex. USA och Storbritannien.

## Diagram 2 Arbetsmarknadens utveckling i Sverige under utvärderingsperioden

Procent av befolkningen och arbetskraften



Källa: Riksbanken.

### ... och fallande inflation

Den svenska inflationstakten mätt enligt konsumentprisindex (KPI) steg under åren efter finanskrisen till en topp på 3,3 procent sommaren 2011. I takt med att den internationella konjunkturen försvagades och Riksbanken började sänka räntan sjönk KPI-inflationen från 2,3 procent i slutet 2011 till -0,5 procent i slutet av 2012. Prisutvecklingen dämpades också av att kronans värde på den internationella valutamarknaden steg relativt kraftigt från mitten av 2012, vilket tillsammans med den svaga internationella konjunkturen höll

tillbaka priserna på importvaror. I genomsnitt steg KPI med 0,9 procent under 2012 och KPIF, dvs. KPI-inflationen rensad för effekterna av Riksbankens ränteändringar, gick upp med i genomsnitt 1 procent.

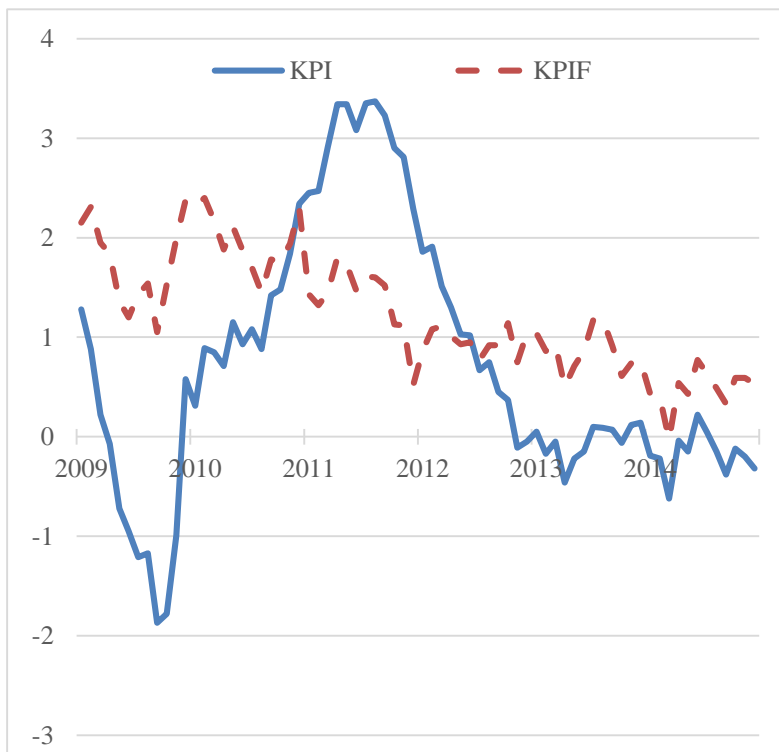
Trots den gradvisa förbättringen av både den internationella och den svenska konjunkturen förblev inflationstrycket lågt under både 2013 och 2014. Inflationen mätt enligt KPI pendlade kring noll och ibland under nollstrecket. De svenska företagen hade svårt att höja sin priser, importpriserna begränsades av den starkare kronan och mot slutet av 2013 började även utvecklingen av tjänstepriserna att dämpas på bred front. Under 2014 sjönk t.o.m. vissa tjänstepriser, vilket är ganska sällsynt historiskt sett. Till exempel föll priserna på utrikesresor med nästan 3 procent.

Inflationen hölls även tillbaka av Riksbankens räntesänkningar och av fallande energipriser, framför allt priset på olja.

I genomsnitt låg KPI stilla under 2013 medan prisnivån sjönk med 0,2 procent under 2014. Mätt enligt KPIF steg inflationen med 0,9 procent respektive 0,5 procent under 2013 och 2014.

### Diagram 3 Inflationen i Sverige under utvärderingsperioden

Procent



Källa: Riksbanken.

### *På väg mot nollränta och...*

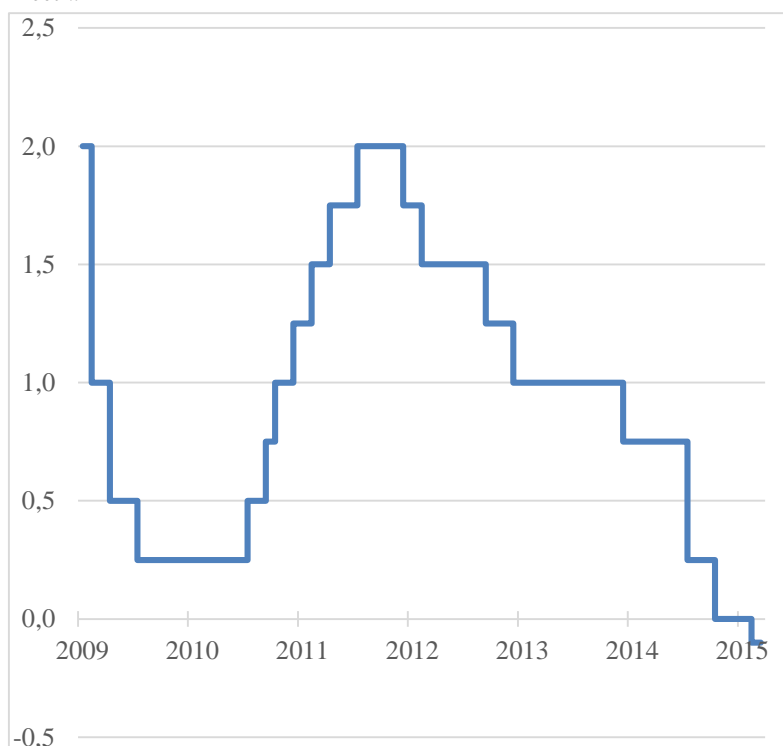
I takt med att konjunkturen försvagades och inflationstakten sjönk under 2012 sänkte Riksbanken reporäntan med 0,75 procent till en nivå på 1 procent i slutet av året för att stödja en ekonomisk återhämtning.

Trots att inflationstrycket var fortsatt lågt under 2013 valde Riksbanken att hålla kvar reporäntan på 1 procent under större delen av året, men sänkte den till 0,75 procent i slutet av 2013 när det blev tydligt att inflationen hade utvecklats betydligt svagare under hösten än vad banken förväntat sig.

På tvärs mot Riksbankens egna prognoser förblev inflationen låg under hela 2014 samtidigt som de mer långsiktiga inflationsförväntningarna fortsatte att sjunka från att tidigare legat relativt fast förankrade kring inflationsmålet på 2 procent. Riksbanken beslutade därför att sänka reporäntan ytterligare till den historiskt låga nivån 0 procent i slutet av oktober 2014.

### **Diagram 4 Reporäntans utveckling under utvärderingsperioden**

*Procent*



Källa: Riksbanken.

### *... en svagare krona mot slutet av perioden*

Efter försvagningen av kronan i samband med den akuta finanskrisen stärktes den kraftigt under perioden 2009 till början av 2011 när den svenska ekonomin

växte snabbare än i många andra länder. Kronan började försvagas på nytt när återhämtningen i den internationella konjunkturen mattades av under loppet av 2011. Från mitten av 2012 stärktes kronan trots den relativt svaga ekonomiska utvecklingen. Förstärkningen bidrog till att hålla nere priserna på importvaror. Under 2014 försvagades kronan återigen och låg i slutet på 2014 på ungefär samma nivå som före finanskrisen.

I redogörelsen redovisar Riksbanken en jämförelse mellan inflationsutvecklingen i Sverige och Norge. Inflationen i Norge har stigit under de senaste två åren medan den varit fortsatt låg i Sverige. De viktigaste orsakerna till den utvecklingen är enligt Riksbanken att efterfrågan i Norge varit högre än i Sverige och att den norska kronan försvagats betydligt mer än den svenska kronan sedan 2013. Värdet på den norska kronan låg i slutet av 2014 på samma låga nivå som mitt under finanskrisen.

### Diagram 5 Kronans utveckling under utvärderingsperioden

*KIX-index 18 november 1992=100*



Källa: Riksbanken.

### Penningpolitiken under 2014

Inför årets första penningpolitiska sammanträde i februari konstaterade Riksbankens direktion att utsikterna för en återhämtning i världsekonomin var goda. Konjunkturen i USA och Storbritannien fortsatte att förbättras. Den ekonomiska aktiviteten i euroområdet var fortfarande låg, men bedömdes stiga i långsam takt under året. Den låga internationella inflationen väntades stiga i takt med att konjunkturen tog fart.

Direktionen räknade med att den svenska tillväxten skulle öka under 2014 efter några år av svag tillväxt. Förtroendet för den ekonomiska utvecklingen steg bland företagen och hushållen samtidigt som arbetsmarknaden fortsatte att förbättras. Inflationen var fortfarande låg, bl.a. eftersom företagen inte höjde sina priser i takt med kostnadsutvecklingen. Direktionen räknade dock med att företagen skulle börja höja priserna när både den svenska och internationella konjunkturen förbättrades. Direktionen beslutade därför att hålla reporäntan kvar på 0,75 procent. För ytterligare information om räntebesluten, se avsnittet De penningpolitiska besluten och reservationerna nedan.

Inför direktionens penningpolitiska möte i april visade ny information att den internationella konjunkturen utvecklades i linje med de bedömningar som gjordes i februari. Den preliminära BNP-statistiken visade att svensk BNP steg relativt starkt under sista kvartalet 2013 och företagens och konsumenternas förtroende för den ekonomiska utvecklingen ökade.

Såväl den internationella som den svenska inflationen var dock fortsatt mycket låg, trots signalerna om en starkare konjunktur. Under de senaste månaderna hade dessutom den svenska inflationen blivit lägre än vad Riksbanken tidigare räknat med. Prognoserna över inflationen justerades därför ned något, men direktionen räknade fortfarande med att priserna skulle börja stiga i takt med att den ekonomiska aktiviteten ökade. Direktionen beslutade mot den bakgrunden att fortsätta att hålla kvar reporäntan på 0,75 procent.

Under våren och sommaren utvecklade sig både den svenska och internationella ekonomin i stort sett enligt Riksbankens förväntningar. Däremot var inflationen betydligt lägre än vad Riksbanken tidigare räknat med, både i Sverige och i andra länder. Den låga inflationen förväntades leda till en mer expansiv penningpolitik i omvärlden. I början av sommaren sänkte också Europeiska centralbanken (ECB) sin styrränta samtidigt som banken signalerade att räntan skulle fortsätta vara låg under en lång tid framöver. En lägre ränta i omvärlden riskerade att stärka kronan och därmed ytterligare pressa ned importpriserna. Detta talade enligt direktionen för att även den svenska räntan borde sänkas.

Direktionen konstaterade att det svenska inflationstrycket var mycket svagt i så gott som alla varu- och tjänstegrupper, och att inflationen riskerade att hamna långt under inflationsmålet. Direktionen befarade också att inflationsförväntningarna i samhället skulle hamna under inflationsmålet om inflationen låg under målet en längre tid.

Sammantaget bidrog dessa faktorer till att direktionen vid julimötet beslutade att sänka reporäntan med 0,5 procentenheter till 0,25 procent. Även prognosen över den framtida ränteutvecklingen justerades ned kraftigt.

Inför de penningpolitiska mötena i september och oktober försämrades tillväxtutsikterna i omvärlden något, bl.a. till följd av oroligheterna i Ukraina. Vid septembermötet konstaterade dock direktionen att konjunktur- och inflationsutvecklingen låg i linje med de bedömningar som gjordes i juli.

Direktionen beslutade därför att hålla reporäntan oförändrad på 0,25 procent, men justerade ned prognosen över den framtida ränteutvecklingen något.

Vid oktobermötet justerade Riksbanken ned prognoserna över den internationella tillväxten och inflationen. Bland annat förväntades tillväxten i euroområdet bli lägre än vad man tidigare räknat med.

Samtidigt konstaterades att den svenska konjunkturen fortsatte att förbättras, mycket tack vare en hög hushållskonsumtion och stigande bostadsinvesteringar. Däremot utvecklades inflationen betydligt svagare än förväntat. Nedgången var bred, vilket enligt Riksbanken signalerade att det underliggande inflationstrycket i ekonomin var lägre än i de bedömningar som banken tidigare gjort. Direktionen bedömde att det nu skulle ta längre tid innan den svenska inflationen nådde inflationsmålet och sänkte därför reporäntan med 0,25 procentenheter till historiskt låga 0 procent. Samtidigt sänktes prognosen över reporäntans utveckling. Nu bedömdes att reporäntan skulle börja höjas långsamt först vid mitten av 2016.

Inför det penningpolitiska mötet i december var de internationella tillväxtutsikterna blandade. Återhämtningen i USA fortsatte medan den var svagare i euroområdet. Sedan oktobermötet hade oljepriset fortsatt att falla kraftigt. Tillväxtmässigt förväntades det lägre oljepriset inte innebära några större skillnader gentemot de bedömningar som gjordes i oktober. Däremot bedömdes att den internationella inflationen skulle bli betydligt lägre än vad man tidigare räknat med.

Den svenska konjunkturen fortsatte att förbättras i linje med tidigare prognoser, medan inflationen var låg och förväntades bli ännu lägre framöver på grund av bl.a. oljeprisfallet. Direktionen bedömde att penningpolitiken behövde bli ännu mer expansiv för att man skulle nå inflationsmålet tillräckligt snabbt och förhindra sänkta inflationsförväntningar. Direktionen justerade därför ned prognosen för den framtida ränteutvecklingen ytterligare. Nu bedömdes att räntan skulle behöva ligga kvar på 0 procent fram till andra halvåret 2016. Samtidigt meddelade direktionen att en eventuell fortsatt penningpolitisk stimulans i första hand skulle ske genom att man sköt på den första framtida räntehöjningen. Direktionen meddelade också att man förberedde andra åtgärder för att göra penningpolitiken med expansiv. Vid behov skulle dessa åtgärder presenteras vid direktionens möte i februari 2015.

### *De penningpolitiska besluten och reservationerna*

I punkterna nedan sammanfattas besluten och reservationerna vid direktionens penningpolitiska möten under 2014.

- Mötet i februari. Reporäntan lämnades oförändrad på 0,75 procent. Prognosen för reporäntans utveckling lämnades också oförändrad, vilket innebar att den skulle ligga kvar på 0,75 procent i ungefär ett år för att därefter höjas långsamt till 2,7 procent i slutet av 2017. Beslutet var enigt.
- Mötet i april. Reporäntan lämnades oförändrad på 0,75 procent. Prognosen för reporäntans utveckling justerades ned. Vice riksbankscheferna

Karolina Ekholm och Martin Flodén reserverade sig mot beslutet och förordade i stället en sänkning av räntan med 0,5 procent och en lägre prognos för reporäntans utveckling.

- Mötet i juli. Reporäntan sänktes med 0,5 procentenheter till 0,25 procent. Prognosen för reporäntans utveckling justerades ned kraftigt. Enligt den nya prognosen skulle räntan börja höjas först i slutet av 2015. Riksbankschefen Stefan Ingves och förste vice riksbankschefen Kerstin af Jochnick reserverade sig mot besluten och förordade i stället en mindre sänkning, med 0,25 procentenheter, och en ränteprognos där räntan skulle börja höjas senare.
- Mötet i september. Reporäntan lämnades oförändrad medan prognosen över reporäntans utveckling justerades ned något. Beslutet var enigt.
- Mötet i oktober. Reporäntan sänktes med 0,25 procentenheter till 0 procent och prognosen för reporäntans utveckling justerades ned kraftigt. Beslutet var enigt.
- Mötet i december. Reporäntan lämnades oförändrad och prognosen för reporäntans utveckling sänktes i den meningen att reporäntan förväntades vara kvar på 0 procent lite längre jämfört med prognosen i oktober. Beslutet var enigt.

#### *Diskussionen i direktionen under 2014*

Den låga inflationen, risken för ännu lägre inflationsförväntningar och den höga skuldsättningen i hushållssektorn var de frågor som dominerade diskussionen i direktionen under 2014.

Genomgången av räntebesluten och diskussionen visar att det skedde en omsvängning i penningpolitiken under 2014 – mindre hänsyn togs till hushållens skuldsättning och i stället ökade direktionens fokus på att nå inflationsmålet och hejda nedgången i inflationsförväntningarna.

#### **Inflationen**

Inflationen hade varit låg under en längre tid och utfallen var ofta lägre än Riksbankens prognoser. Direktionen beslutade att man behövde genomföra en bred analys för att förstå orsakerna till den låga inflationen. Ett par av ledamöterna menade att det inte var avgörande vilka faktorer som förklarade den låga inflationen, Riksbanken var ändå tvungen att göra penningpolitiken mer expansiv för att få upp inflationen till inflationsmålet.

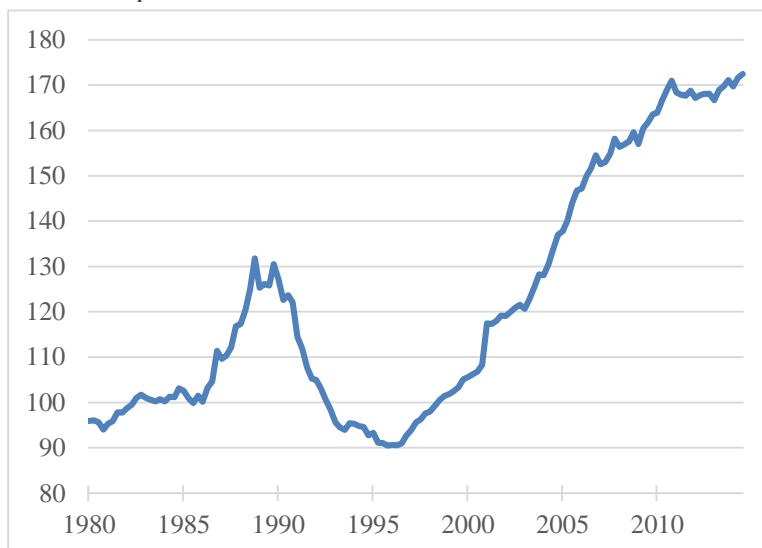
Enligt redogörelsen fanns det en samsyn i direktionen om att de fallande inflationsförväntningarna utgjorde en risk för att allmänheten skulle tappa förtroendet för inflationsmålet. Detta är, enligt redogörelsen, en viktig förklaring till räntesänkningarna i juli och oktober och en tydlig signal om att penningpolitiken skulle värna inflationsmålets roll som ett nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

## Hushållens skuldsättning

Hushållens skuldsättning i procent av den disponibla inkomsten fortsatte att stiga under 2014, även om den största uppgången inträffade under 00-talet (se diagram 6). Skuldsättningen har varit en het debatt i direktionen under de senaste åren och räntebesluten har varit en avvägning mellan att nå inflationsmålet och ta hänsyn till effekterna av räntan på hushållens skuldsättning. Denna avvägning förändrades mot slutet av 2013 och under 2014 på grund av den mycket låga inflationen och de sjunkande inflationsförväntningarna. Direktionen beslutade att första prioritet måste vara att snabbt föra tillbaka inflation mot inflationsmålet. Ansvaret för att hantera riskerna med den höga skuldsättningen låg på andra politikområden, bl.a. Finansinspektionen som hösten 2013 fick huvudansvaret för den s.k. makrotillsynspolitiken, menade direktionen.

### Diagram 6 Hushållens skuldsättning

*Procent av disponibel inkomst*



Källa: Riksbanken.

### Har Riksbanken nått målen för penningpolitiken?

Riksbankens mål är att KPI-inflationen ska vara 2 procent. Penningpolitiken ska också stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken att nå en hållbar tillväxt och en hög sysselsättning. Det sista ska nås genom att Riksbanken strävar efter att stabilisera produktionen och sysselsättningen runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor.



### *Inflationsmålet*

Som framgår av tabell 1 sjönk KPI med i genomsnitt 0,2 procent under 2014 samtidigt som KPIF i genomsnitt steg med 0,5 procent. Det innebär att båda inflationsmåten hamnade rejält under inflationsmålet. Sett över hela utvärderingsperioden 2012–2014 uppgick KPI-inflationen och KPIF-inflationen till i genomsnitt 0,2 procent respektive 0,8 procent per år, vilket även det är långt under inflationsmålet.

**Tabell 1 Inflationen i Sverige under utvärderingsperioden**

*Procent*

	KPI	KPIF	KPIF exkl. energi
2012	0,9	1,0	1,0
2013	0,0	0,9	1,1
2014	−0,2	0,5	0,7
Genomsnitt	0,2	0,8	0,9

Källa: Riksbanken.

Att KPI-inflationen sjönk och hamnade under inflationsmålet berodde enligt Riksbanken bl.a. på att Riksbanken från slutet av 2011 till slutet av 2014 sänkte reporäntan med 2 procentenheter för att möta den svaga internationella konjunkturutvecklingen. En lägre reporänta sänker hushållens bostadslånekostnader och minskar även inflationen mätt enligt KPI.

Att även KPIF-inflationen, dvs. KPI-inflationen rensad för ränteeffekten, hamnade långt under inflationsmålet förklaras enligt Riksbanken av den oväntat svaga internationella efterfråge- och inflationsutvecklingen som höll nere det svenska pristrycket. En ytterligare förklaring är den låga energiprisutvecklingen under 2013 och 2014. Indirekt har även Riksbankens, och andra prognosmakares, överskattning av inflationen under de senaste åren bidragit till den låga inflationen. Eftersom penningpolitiken baserades på prognoser som överskattade utfallet hade en ännu mer expansiv penningpolitik från Riksbankens sida under 2012 och 2013 kunnat leda till en något högre inflation 2014, konstaterar Riksbanken i redogörelsen.

När man granskar utfallet av penningpolitiken är det även viktigt att titta på hur inflationsförväntningarna har utvecklats. Om allmänheten har förtroende för att Riksbanken ska nå inflationsmålet bör deras förväntningar på ett par års sikt ligga kring målet.

Inflationsförväntningarna har sjunkit gradvis sedan 2011. Förväntningarna på ett eller två års sikt, som normalt följer den faktiska inflationen ganska tätt, låg under 2014 på de lägsta nivåerna sedan finanskrisen. Inflationsförväntningarna på fem års sikt låg i slutet av 2014 på 1,7 procent, dvs. 0,3 procentenheter lägre än målet.

### *Den realekonomiska utvecklingen*

Trots den svaga internationella konjunkturen steg Sveriges BNP med 2,1 procent under 2014, nästan 1 procentenhet högre än tillväxten under 2013 och

högre än tillväxten i euroområdet i genomsnitt. Drivande i uppgången var ökad export i takt med att den internationella efterfrågan successivt blev något starkare, en stigande hushållskonsumtion och ökade bostadsinvesteringar. Antalet sysselsatta och antalet arbetade timmar fortsatte att öka. Andelen arbetslösa låg dock kvar på samma nivå som under 2012 och 2013 eftersom utbudet av arbetskraft ökade ungefär lika mycket som sysselsättningen.

## Tabell 2 Produktion och sysselsättning under utvärderingsperioden

Årlig procentuell förändring

	BNP	Sysselsatta (15–74 år)	Arbetade timmar	Arbetslöshet (15–74 år)
2012	-0,3	0,7	-0,1	8,0
2013	1,3	1,0	0,3	8,0
2014	2,1	1,4	1,5	7,9

Anm: Arbetslösheten anges som procent av arbetskraften.

Källa: Riksbanken.

Ett annat viktig sammanfattande mått på den realekonomiska utvecklingen är resursutnyttjandet i ekonomin. Det finns inget entydigt mått på resursutnyttjandet, utan Riksbanken använder sig av olika mått och indikatorer för att bedöma utnyttjandet.

Två av dessa indikatorer är det s.k. BNP-gapet och timgapet som mäter BNP:s och arbetade timmars avvikelser från en långsiktig trend. Positiva tal indikerar en hög resursanvändning i ekonomin och negativa tal indikerar det motsatta. Enligt BNP-gapet var resursutnyttjandet lägre än normalt under 2014 medan timgapet visade på ett stigande utnyttjande som var ungefär normalt mot slutet av året. Riksbanken har utvecklat en egen indikator på resursutnyttjandet, den s.k. RU-indikatorn. Enligt den var resursutnyttjandet i den svenska ekonomin lägre än normalt under 2014.

Ett annat mått på resursutnyttjandet är arbetslösheten och arbetslöshetens långsiktigt hållbara nivå. Var den långsiktiga nivån ligger är osäkert och varierar över tiden. I Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2013 bedömde banken att den långsiktigt hållbara arbetslösheten låg i intervallet 5–7,5 procent (någon ny beräkning presenteras inte i årets redogörelse). Under 2014 låg den genomsnittliga arbetslösheten i åldersgruppen 15–74 år på 7,9 procent, vilket indikerar att arbetslösheten låg över den långsiktigt hållbara nivån. Under hela utvärderingsperioden låg arbetslösheten på i genomsnitt 8,0 procent, även det över den långsiktigt hållbara nivån.

## Hur bra var riksbankens prognoser?

Som framgår av diagram 7 förutsåg varken Riksbanken eller andra prognosmakare styrkan och varaktigheten i den internationella konjunkturedgången. Under 2013 överskattade samtliga den svenska BNP-tillväxten under 2014. I takt med att återhämtningen i bl.a. euroområdet dröjde

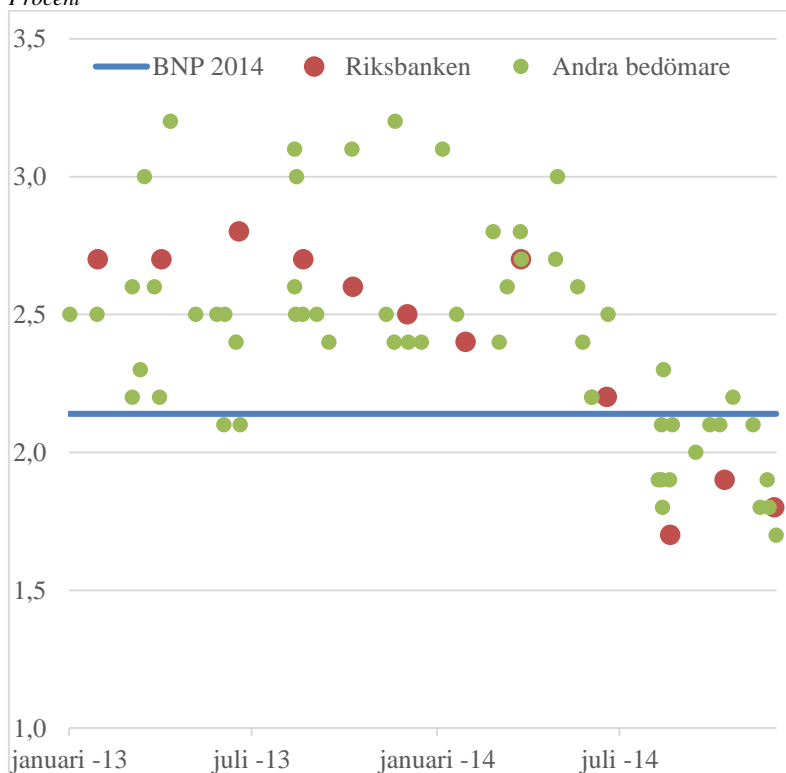
justerades prognoserna för den svenska ekonomin ned. Mot slutet av 2014 låg en stor del av prognosmakarna, inklusive Riksbanken, t.o.m. en bra bit under vad som senare blev utfallet för 2014.

En förklaring till prognosmissarna är att den preliminära BNP-statistiken för 2012, dvs. den statistik som prognosmakarna använde när de gjorde sina prognoser för 2013 och 2014, visade på en positiv tillväxt under 2012. Senare (i september 2014) reviderades den ned kraftigt, från en preliminär tillväxttakt på knappt 1 procent till en nedgång i BNP på -0,3 procent.

I redogörelsen redovisar Riksbanken en jämförelse av träffsäkerheten i BNP-prognoserna under en längre period (2007–2014). Den visar att Riksbanken hade de minsta prognosfelen för BNP av de jämförda prognosmakarna. Skillnaderna mellan prognosmakarna är dock relativt små och inte statistiskt säkerställda, enligt Riksbanken.

### Diagram 7 Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosmakares BNP-prognoser för 2014

Procent



Källa: Riksbanken.

Som en följd av att prognosmakarna överskattade tillväxten och styrkan i den internationella konjunkturen överskattade de dessutom inflationstrycket i både den internationella och svenska ekonomin. Som framgår av diagram 8 räknade flertalet prognosmakare under i stort sett hela 2013 med att den svenska KPI-inflationen under 2014 skulle hamna mellan 1 och 2 procent. Riksbanken

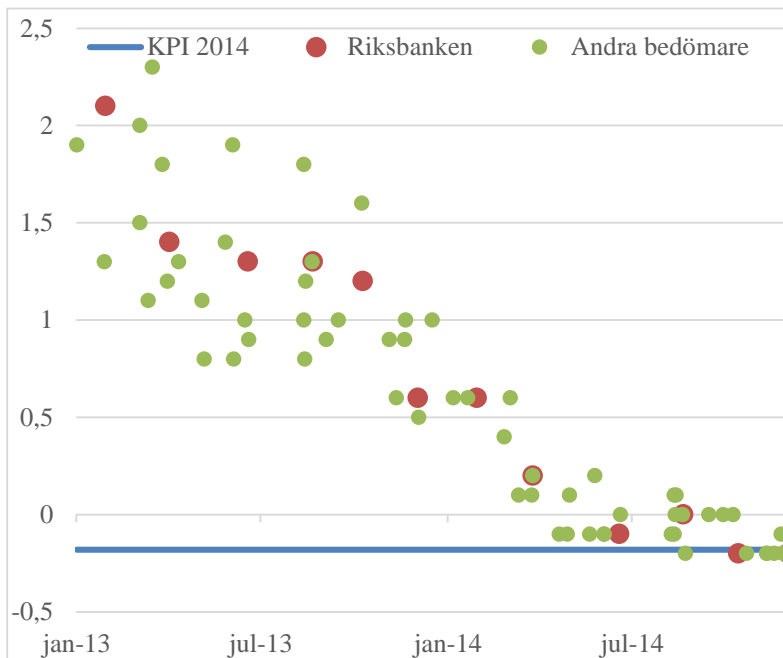
tillhörde dem som hade den högsta prognosen i början av 2013 och räknade under nästan hela 2013 med att KPI-inflationen under 2014 skulle hamna någonstans mellan 1 och 1,5 procent. Det var först på våren 2014 som Riksbankens prognoser hamnade mer i närheten av utfallet på  $-0,2$  procent. Prognoserna över KPIF-inflationen visar ungefär samma mönster, även om skillnaden mellan prognos och utfall inte är lika stort.

När det gäller träffsäkerheten i KPI-prognoserna under den längre jämförelseperioden 2007–2014 tillhörde Riksbanken de sämsta, tillsammans med Nordea och Handelns Utredningsinstitut. Bankens dåliga resultat förklaras bl.a. av en ovanligt stor prognosmiss 2009.

Som en konsekvens av de alltför höga KPI-prognoserna räknade också samtliga prognosmakare, inklusive Riksbanken, med att reporäntan skulle ligga på en högre nivå mot slutet av 2014 än den faktiskt gjorde. Jämförelsen för perioden 2007–2014 visar att Riksbanken var sämst på att förutse reporäntans utveckling.

### Diagram 8 Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosmakares KPI-prognoser för 2014

Procent



Källa: Riksbanken.

## Externa bedömningar av penningpolitiken

### **Konjunkturinstitutet**

#### *Konjunkturläget 2012*

I sin rapport Konjunkturläget mars 2012 bedömde Konjunkturinstitutet (KI) att Riksbanken inte skulle sänka reporäntan ytterligare efter sänkningen i februari 2012 med 0,25 procentenheter till 1,5 procent. Riksbankens s.k. räntebana indikerade inga ytterligare sänkningar, enligt KI. Däremot menade KI att den låga inflationen och det låga resursutnyttjandet gjorde att det fanns utrymme för att sänka reporäntan ytterligare under 2012. Det skulle bidra till att stimulera efterfrågan och höja resursutnyttjandet i ekonomin något utan att inflationsmålet hotades. KI ansåg att det inte fanns några skäl att ta hänsyn till hushållens skuldsättning i räntepolitiken, eftersom ökningstakten i hushållens skuldsättning i början av 2012 sjunkit till ca 5 procent – den lägsta ökningstakten sedan slutet av 1990-talet.

I Konjunkturläget juni 2012 höll KI fast vid sin bedömning att Riksbanken skulle kunna sänka reporäntan ytterligare under 2012. KI bedömde också att det fanns fler lediga resurser i den svenska ekonomin än vad Riksbankens räknade med.

I Konjunkturläget december 2012 konstaterade KI att Riksbanken sänkt reporäntan med en halv procentenhet under hösten till 1 procent. KI ansåg dock att Riksbanken kunde sänka räntan ytterligare för att påskynda återhämtningen i ekonomin. KI framhöll vidare att Riksbankens fortsatta hänsynstaganden till den höga skuldsättningen i hushållssektorn och bankens beslut att inte sänka reporäntan lika mycket som den svaga ekonomin motiverade hade förlorat ytterligare i vikt eftersom skulduppbyggnaden fortsatte att dämpas.

#### *Konjunkturläget 2013*

I Konjunkturläget mars 2013 var KI:s prognos att Riksbanken skulle låta reporäntan ligga kvar på 1 procent under 2013. Den främsta anledningen var att Riksbanken i Penningpolitisk rapport februari 2013 räknade med att inflationen skulle stiga snabbt under 2014. KI delade däremot inte den bedömningen utan räknade med att inflationen skulle bli lägre under både 2014 och 2015. Precis som i bedömningarna från 2012 ansåg KI att Riksbanken borde bedriva en mer expansiv penningpolitik för att snabbare föra inflationen mot inflationsmålet och bidra till en lägre arbetslöshet.

I Konjunkturläget juni 2013 upprepade KI sin tidigare ståndpunkt. Enligt KI var det motiverat att sänka reporäntan ytterligare redan under sommaren för att påskynda återhämtningen i ekonomin och bidra till att inflationen steg snabbare.

I Konjunkturläget december 2013 konstaterade KI att Riksbanken hade sänkt reporäntan med 0,25 procentenheter till 0,75 procent. Sänkningen motiverades enligt KI av den fallande inflationen och nedgången i de

långsiktiga inflationsförväntningarna. Sänkningen skulle spä på efterfrågan i ekonomin, påskynda konjunkturuppgången och bidra till att inflationen steg snabbare mot målet. KI konstaterade dock att det skulle dröja till slutet av 2017 innan BNP-gapet slöts och KPIF-inflationen nådde målet. Detta talade enligt KI för att Riksbanken under de senaste åren borde ha bedrivit en mer expansiv penningpolitik än vad banken faktiskt gjort.

### *Konjunkturläget 2014*

I Konjunkturläget mars 2014 konstaterade KI att både den internationella och svenska inflationen var mycket låg och fallande. Att den reala ekonomin utvecklades ungefär som förväntat samtidigt som prognoserna över inflationen justerades ned talade enligt KI för att penningpolitiken borde bli ännu mer expansiv. Annars riskerade inflationsförväntningarna i ekonomin att falla ytterligare. KI ansåg att Riksbanken borde sänka reporäntan redan vid bankens nästa penningpolitiska möte i april. Det skulle göra att inflationen närmade sig inflationsmålet i en snabbare takt och öka trovärdigheten för inflationsmålet. KI ansåg liksom tidigare att det inte var motiverat att låta utformningen av penningpolitiken påverkas av hushållens skuldsättning.

I Konjunkturläget juni 2014 konstaterade KI att Riksbanken hållit reporäntan oförändrad på 0,75 procent under våren. KI räknade med att banken skulle sänka räntan med 0,5 procentenheter vid sitt sammanträde i juli till följd av den mycket låga inflationen och de svaga inflationsutsikterna. KI bedömde också att Riksbanken skulle fortsätta att lägga viss vikt vid hushållens skuldsättning när den utformade penningpolitiken.

I konjunkturläget december 2014 konstaterade KI att Riksbanken under sommaren och hösten sänkt reporäntan till 0 procent och att den samtidigt signalerat att räntan inte kommer att höjas förrän inflationen är nära 2 procent. KI räknade med att det skulle dröja till slutet av 2016 innan Riksbanken började höja reporäntan. Reporäntan skulle sedan stiga gradvis till 0,75 procent i slutet av 2017, vilket var en långsammare uppgång i reporäntan än vad Riksbanken räknade med. Det berodde bl.a. på att KI förväntade sig en långsammare uppgång i inflationen under 2015 och 2016 än vad Riksbanken gjorde.

## **Internationella valutafonden**

### *2011 års konsultation (juli 2011)*

Internationella valutafonden (IMF) konstaterade att den svenska ekonomin hade återhämtat sig kraftigt efter nedgången i samband med finanskrisen, och att uppgången var starkare och snabbare än i många andra länder. KPI-inflationen hade återigen börjat stiga mot inflationsmålet, medan inflationen rensad för räntekostnader fortfarande låg en bit under målet. Pressen uppåt på energi- och råvarupriserna motverkades till en del av en starkare krona, menade IMF. Även om arbetslösheten fortfarande var högre än den var innan

krisen hade kapacitetsutnyttjandet i ekonomin stigit till historiska genomsnittsnivåer och indikatorer tydde på att sysselsättningen skulle fortsätta att stiga framöver. Inflationrisken bedömdes ha ökat. Riksbanken borde därför fortsätta att höja räntan i den takt som banken angav i sina prognoser. Det kunde enligt IMF också finnas anledning att öka takten i räntehöjningarna om råvarupriserna, fastighetspriserna och löneförhandlingarna under 2011 och 2012 resulterade i ett stigande inflationstryck. Om kronan fortsatte att stärkas kunde det däremot finnas anledning för Riksbanken att höja räntan i en långsammare takt än vad banken indikerade i den framtida räntebanan, menade IMF.

### *2012 års konsultation (juli 2012)*

IMF ansåg att den gällande räntenivån på 1,5 procent var lämplig med tanke på den gynnsamma inflationsutvecklingen, det svaga kostnadstrycket och prognoserna om en nedgång i efterfrågan. Den framtida räntebanan kunde dock justeras ned, bl.a. med anledning av ett kommande och mer strikt finansiellt regelverk, ansåg IMF. Om priserna på fastighetsmarknaderna återigen började stiga borde man i ökad utsträckning använda makrotillsynsåtgärder som t.ex. lånetak, riskvikter och löptidsbegränsningar för att stävja utvecklingen. IMF uttryckte viss oro över att marknaden hade en annan syn än Riksbanken på den framtida räntebanans utveckling. Detta skulle kunna försämra den penningpolitiska transmissionsmekanismen och underminera förtroendet för Riksbanken. IMF ansåg att Riksbanken borde se över beslutet att publicera en egen räntebana för att i stället publicera en räntebana som bygger på s.k. implicita marknadsräntor. IMF ansåg vidare att Riksbanken borde öka sina analyser och undersökningar av arbetsmarknaden och jämviktsarbetslösheten. Riksbanken borde också öka sina ansträngningar att bygga in finansiella data och finansiella samband i sitt beslutsunderlag. IMF menade också att Riksbanken borde överväga att öka valutareserven för att bygga upp ett skydd mot en mer negativ utveckling i Europa. Riskerna för t.ex. betalningsinställelse i någon europeisk stat och därmed stigande finansiell oro hade ökat under det senaste året.

### *2013 års konsultation (juli 2013)*

IMF konstaterade att KPI-inflationen gått under noll under våren och att den låg en bra bit under inflationsmålet. Anledning till det svaga inflationstrycket var framför allt Riksbankens räntesänkningar under 2012 och den starkare kronan, enligt IMF. Den befintliga räntenivån på 1 procent bedömdes som tillräckligt expansiv för att stödja en kommande återhämtning i ekonomin. Om tillväxten försämrades och inflationen sjönk ännu mer fanns det utrymme för ytterligare räntesänkningar. Att säkerställa den finansiella stabiliteten i den svenska ekonomin var enligt IMF den viktigaste utmaningen för de svenska myndigheterna. Hushållens skuldsättning var fortfarande hög, och det stora svenska banksystemet utgjorde fortfarande en risk för stabiliteten och den

ekonomiska utvecklingen. IMF efterlyste en finansiell reformagenda som bl.a. innehöll högre amorteringskrav och högre riskvikter på bolån. IMF efterlyste i det sammanhanget också beslut om den framtida organisationen av den svenska makrotillsynen. På medellång sikt rekommenderade IMF t.ex. en minskad avdragsrätt för räntekostnader och en höjd fastighetskatt. En finansiell reformagenda skulle öka Riksbankens möjligheter att fokusera penningpolitiken på inflationsutvecklingen och en kortsiktig stabilisering av ekonomin. Enligt IMF bidrog Riksbankens upplåning för att öka valutareserven till ökad finansiell stabilitet.

#### *2014 års konsultation (juli 2014)*

IMF konstaterade att de svenska bostadspriserna hade börjat stiga igen och att det innebar en finansiell risk som även kunde sprida sig till de nordiska och baltiska grannländerna. I likhet med konsultationen 2013 efterlyste IMF makrofinansiella åtgärder för att dämpa skulduppyggnaden och säkra den finansiella stabiliteten. Bristen på åtgärder ställde Riksbanken inför ett dilemma. En fortsatt hög och växande skuldsättning skulle kunna tvinga Riksbanken att hålla uppe räntan i stället för att utforma penningpolitiken så att den stöder den kortsiktiga ekonomiska utvecklingen. IMF ansåg att den nuvarande räntenivån på 0,75 procent var en rimlig avvägning mellan inflation och finansiell risk. Om inflationsförväntningarna i ekonomin fortsatte att sjunka signifikant under 2 procent borde Riksbanken sänka räntan ytterligare, enligt IMF. I ett sådant läge skulle behovet av snabba makrofinansiella åtgärder bli ännu mer akut. Om man inte vidtog makrofinansiella åtgärder fanns det en uppenbar risk för att Riksbanken skulle behöva höja räntan tidigare än vad som annars hade varit nödvändigt för att begränsa den finansiella risken.

## **OECD**

#### *Sverigerapporten 2011 (januari 2011)*

När det gäller penningpolitiken ansåg OECD att Riksbankens stora räntesänkningar och andra okonventionella penningpolitiska åtgärder hade bidragit till att dämpa den ekonomiska nedgången. Den svenska ekonomin var nu på uppgång, och Riksbanken hade börjat höja reporäntan och avveckla andra extraordinära åtgärder. Denna process borde enligt OECD fortsätta gradvis, men det fanns fortfarande risker som skulle kunna påverka den hastighet med vilken Riksbanken stramar åt sin politik. Den svenska penningpolitiken var anmärkningsvärt transparent, enligt OECD, och det tjänar Sverige på i både goda och dåliga tider. Under krisen hade dock förtroendet för Riksbanken ifrågasatts på några punkter. Det var tydligast under 2009 då skillnaderna mellan Riksbankens räntebana och marknadens ränteprognos var stor. Enligt OECD borde Riksbanken fundera på att byta målvariabel i inflationsmålet. Dagens målvariabel KPI innehåller



räntekostnader, vilket komplicerar Riksbankens kommunikation med allmänheten och marknaderna. Riksbanken borde, enligt OECD, också ytterligare analysera på vilket sätt förändringar i tillgångspriser och kreditutveckling borde påverka utformningen av penningpolitiken. OECD ansåg också att det institutionella ramverket för det svenska finansiella systemet borde förbättras. Bland annat måste ansvarsförhållandena mellan myndigheterna bli tydligare och med ansvar måste följa tydliga befogenheter och verktyg.

#### *Sverigerapporten 2012 (december 2012)*

I sin rapport konstaterade OECD att Riksbanken hade sänkt styrräntan till 1,25 procent hösten 2012 för att möta den låga inflationen, den svagare ekonomiska aktiviteten och den relativt starka kronan. OECD ansåg dock att Riksbanken borde sänka styrräntan ytterligare om det visade sig att det svaga inflationstrycket och konjunkturedgången höll i sig. Riksbanken hade ett större utrymme än andra centralbanker att lätta på penningpolitiken, enligt OECD. OECD konstaterade också att den svenska inflationen hade legat något under inflationsmålet på 2 procent under de senaste 15–20 åren och att detta lett till en diskussion om att penningpolitiken varit för stram och bidragit till en för hög arbetslöshet. OECD ansåg därför att banken mer noggrant borde utreda anledningarna till att inflationen ihållande var något lägre än inflationsmålet och vilka effekter det får på den reala ekonomin. OECD ansåg vidare att Sverige så snabbt som möjligt borde fastställa olika myndigheters ansvar för finansiell stabilitet och även fortsätta att utveckla olika makrotillsynsåtgärder. Vidare borde ansvariga myndigheter noggrant övervaka bankernas beroende av utländsk finansiering och strama upp bankernas inrapportering av likviditetssituationen.

#### *Economic Outlook (november 2013)*

OECD ansåg att den svenska tillväxten försvagats, men att aktiviteten i ekonomin gradvis skulle stiga i takt med att den internationella efterfrågan ökade. För att stödja den utvecklingen borde penningpolitiken även i fortsättningen vara expansiv. OECD ansåg dock att Sverige behövde vidta fler åtgärder för att säkra den finansiella stabiliteten och minska de risker som förknippas med hushållens höga skuldsättning.

#### *Sverigerapporten (mars 2015)*

OECD konstaterade i rapporten att den svenska inflationen legat under inflationsmålet sedan 2010 och att prognosmakarna, inklusive Riksbanken, ständigt överskattat inflationsutvecklingen. OECD konstaterade också att Riksbanken varit tveksam till att sänka reporäntan på grund av den höga skuldsättningen i hushållssektorn, men att banken under hösten 2014 och vintern 2015 sänkt räntan till under noll och kompletterat detta med andra åtgärder för att förhindra en appreciering av kronan och för att stärka

förtroendet för inflationsmålet. OECD rekommenderade Sverige att fortsätta med den expansiva penningpolitiken tills inflationen tydligt började stiga. För att ta hand om riskerna med den höga skuldsättningen borde Sverige fortsätta med makrotillsynsåtgärder, vilket ansågs särskilt viktigt när räntorna är mycket låga. Sverige borde också överväga att fasa ut ränteavdragen, enligt OECD.

## Finansutskottets ställningstagande

Utskottet har granskat penningpolitiken under perioden 2012–2014. Granskningen omfattar hela perioden, men tyngdpunkten är lagd på 2014. Utskottet har tidigare granskat utvecklingen under 2012 och 2013 i betänkandena 2012/13:FiU24 och 2013/14:FiU24.

### **Penningpolitiken lades om under 2014 men ...**

Utskottets granskning visar att det under 2014 skedde en tydlig omsvängning i den svenska penningpolitiken. I större utsträckning än tidigare fokuserade Riksbanken på den låga inflationen och de sjunkande inflationsförväntningarna medan riskerna med hushållens höga skulder fick allt mindre betydelse i direktionens räntebeslut. Under året sänktes reporäntan med 0,75 procentenheter till historiskt låga 0 procent under senhösten, och sänkningarna fortsatte under våren 2015 samtidigt som banken köpte statsobligationer för att ytterligare öka likviditeten i ekonomin och pressa upp inflationen.

Utskottet tycker att det bra att penningpolitiken blivit mer expansiv. Inflationsmålet spelar en avgörande roll i den sammantagna ekonomiska politiken och i penningpolitiken, och som framgår av utskottets aktuella och tidigare granskningar har inflationen under en längre tid legat under och ibland långt under målet på 2 procent.

### **... trots det nådde Riksbanken inte målen för penningpolitiken**

Trots prognoser om stigande inflation fortsatte inflationen att vara extremt låg under hela 2014. Anledningarna var bl.a. den svaga efterfråge- och inflationsutvecklingen internationellt i kombination med fallande energipriser. Mätt enligt KPI sjönk priserna med i genomsnitt 0,2 procent under 2014, vilket är mer än 2 procentenheter under inflationsmålet. Sett över hela utvärderingsperioden steg KPI med i genomsnitt 0,2 procent per år, även det långt under målet. Mätt enligt KPIF (dvs. KPI exklusive effekterna av Riksbankens ränteändringar) steg priserna med i genomsnitt 0,5 procent och 0,8 procent under 2014 respektive utvärderingsperioden 2012–2014, dvs. klart under inflationsmålet.

Utskottet kan samtidigt konstatera att resursutnyttjandet i den svenska ekonomin under 2014 och under hela utvärderingsperioden varit lågt och legat

under vad som kan betecknas som långsiktigt hållbara nivåer. Arbetslösheten har under hela perioden pendlat kring 8 procent av arbetskraften.

### **Penningpolitiken borde ha varit mer expansiv**

Med facit i hand tyder detta enligt utskottets mening på att Riksbanken hade kunnat bedriva en mer expansiv penningpolitik under 2013 och inledningen av 2014 för att inflationen skulle ha kommit närmare målet och resursutnyttjandet i ekonomin skulle ha blivit högre under 2014. Utskottet vill i detta sammanhang också påminna om att utskottet i de senaste årens utvärderingar genomgående bedömt att Riksbanken hade kunnat föra en något mer expansiv penningpolitik för att komma närmare inflationsmålet och nå ett högre resursutnyttjande.

Samtidigt är det emellertid viktigt att notera att de senaste åren har kännetecknats av stora ekonomiska och finansiella osäkerheter i den internationella ekonomin. Det har bl.a. varit svårt att förutse konjunktur- och inflationsutvecklingen. Penningpolitiken bygger på prognoser över den ekonomiska utvecklingen, och Riksbankens genomgångar, både i årets och tidigare redogörelser, visar att Riksbanken och andra bedömare har haft mycket svårt att träffa rätt när det gäller både tillväxttakten och inflationstrycket i ekonomin. Till exempel räknade de flesta prognosbedömare, inklusive Riksbanken, under 2013 med att konsumentpriserna i genomsnitt skulle stiga med mellan 1 till 2 procent under 2014. Utfallet blev i stället ett genomsnittligt prisfall på 0,2 procent.

### **Nya utvärderingar av penningpolitiken**

Den låga svenska inflationen, det faktum att Riksbanken har missat inflationsmålet under en lång tid och riskerna för finansiell instabilitet till följd av den höga skuldsättningen i hushållssektorn har lett till en omfattande debatt om utformningen av penningpolitiken, i såväl samhället som helhet som inom Riksbankens direktion. Utskottet har som ett led i sitt granskningsansvar tillsatt en ny extern och oberoende utvärdering av den svenska penningpolitiken, den tredje i ordningen. Utvärderingen genomförs av Mervyn King, tidigare chef för Bank of England, och Marvin Goodfriend, professor vid Carnegie Mellon University, och omfattar perioden 2010–2014 – en period som kännetecknas av finanskrisens följder och en livlig internationell diskussion om centralbankernas mål och medel. Utvärderarna ska bl.a. bedöma om penningpolitiken varit väl avvägd och uppnått sitt mål under perioden. Utvärderarna ska också analysera och diskutera om och i vilken utsträckning en centralbank med inflationsmål ska ta hänsyn till finansiell stabilitet och risker med en hög skuldsättning när penningpolitiken utformas. Enligt direktiven ska utvärderarna även analysera inflationsmålets utformning och granska Riksbankens inflationsbedömningar och prognosmetoder.

Utvärderarna ska också analysera hur den nya ansvarsfördelningen för finansiell stabilitet påverkar Riksbanken och penningpolitikens roll och utformning. Hösten 2013 beslutade regeringen att lägga huvudansvaret för den s.k. makrotillsynen hos Finansinspektionen. Samtidigt inrättades Finansiella stabilitetsrådet med uppgift att samråda om finansiell stabilitet och stabilitetsåtgärder. Under 2014, i samband med att Riksbanken sänkt reporäntan, har banken, till skillnad från tidigare, hänvisat till att ansvaret för risker som är förknippade med den låga räntan och hushållens skuldsättning ligger på andra politikområden och myndigheter, bl.a. Finansinspektionen.

Utskottet noterar även att Riksrevisionen nyligen beslutade att inleda en förstudie om Riksbankens arbete för ett fast penningvärde. Studien kan leda fram till en s.k. huvudstudie om huruvida Riksbanken nått inflationsmålet under de 20 år det har funnits och om målet är rätt och effektivt utformat för dagens ekonomiska miljö.

### **Utskottets granskning av penningpolitiken**

Riksbanken är en myndighet under riksdagen men banken har en självständig ställning och genomför penningpolitiken oberoende av riksdagen och regeringen. Därför är det enligt utskottet viktigt att Riksbankens penningpolitiska arbete effektivt utvärderas och debatteras. Ansvaret för att granska Riksbanken och penningpolitiken ligger hos riksdagen och finansutskottet. Förutom att finansutskottet vart fjärde år genomför en extern och oberoende utvärdering av penningpolitiken har utskottet sedan Riksbanken fick sin självständiga ställning 1999 genomfört årliga utvärderingar av penningpolitiken. Penningpolitiken granskas och kontrolleras också genom riksbanksfullmäktige, vars ledamöter väljs av riksdagen, och genom de offentliga utfrågningar med riksbankschefen och en av de fem vice riksbankscheferna som utskottet genomför tre gånger per år.

Enligt utskottet är det viktigt att återkommande se över formerna och metoderna för dessa granskningar för att säkerställa en bra och effektiv utvärdering. Senast det gjordes var i mitten av 00-talet. Utskottet kommer därför framöver att överväga och besluta om hur utskottets framtida utvärderingar och granskningar av penningpolitiken ska utformas.