



## Utvärdering av penningpolitiken 2006– 2008 och en beskrivning av Riksbankens åtgärder till följd av finanskrisen

---

### Sammanfattning

Utskottet redovisar sin återkommande utvärdering av penningpolitiken under den senaste treårsperioden, som nu omfattar perioden 2006–2008. Utskottet redovisar även en genomgång av finanskrisen och Riksbankens åtgärder för att begränsa krisens effekter och värna stabiliteten på finansmarknaderna.

Utskottet anser att Riksbanken var mycket snabb med att anpassa penningpolitiken och bankens övriga verksamhet till den nya och dramatiskt förvärrade situationen som uppstod när finanskrisen med full kraft drog in över Sverige hösten 2008. Riksbanken tog snabbt på sig sin viktiga roll som s.k. lender of last resort i samhällsekonomin för att säkra bankernas tillgång till likviditet. På kort tid tredubblades Riksbankens balansräkning på grund av utlåningen till bankerna. Samtidigt sänkte Riksbanken reporäntan kraftigt, med 4,25 procentenheter fram till mitten av maj 2009. Sänkningarna innebär en omfattande stimulans av aktiviteten i den svenska ekonomin. Riksbankens agerande har, i kombination med de åtgärder som vidtagits av regeringen och riksdagen, bidragit till att begränsa finanskrisens effekter och lagt grunden för en ekonomisk återhämtning. Utskottet anser också att Riksbankens öppenhet har bekräftats under finanskrisen.

Vad gäller utvärderingen av penningpolitiken 2006–2008 konstaterar utskottet att den aktuella perioden ställt stora krav på penningpolitiken. Större delen av perioden utmärks av ett gradvis tilltagande kostnadstryck och en successivt ökad osäkerhet om konjunkturen. Perioden kännetecknas också av större händelser – kraftigt stigande internationella råvarupriser och en dramatiskt fördjupad finanskris – som varit svåra att förutse och bedöma. Utvärderingen visar att det finns ett gott samband mellan Riksbankens syn på utvecklingen vid olika tillfällen och direktionens räntebeslut. Utvärderingen visar också att Riksbankens prognoser ganska väl fångat den stigande inflationstrenden under perioden. Däremot förutsåg inte Riksbanken den kraftiga uppgången i råvarupriserna under 2007 och 2008.

Med facit i hand innebär detta att Riksbanken möjligtvis kunde ha höjt reporäntan snabbare under 2006 och delar av 2007 för att dämpa inflationstrycket. Men utskottet konstaterar samtidigt att så gott som samtliga prognosmakare missat att förutse inflationsuppgången.

Med facit i hand kan man även ifrågasätta räntehöjningarna under 2008. Utskottet noterar att oenigheten i direktionen under 2008 varit relativt stor. Utskottet konstaterar dock att det även var svårt att förutse det snabba och kraftiga fallet i efterfrågan och inflationen i spåret av finanskrisen.

Den offentliga statistiken visar att bankernas kreditgivning till icke-finansiella företag har varit relativt stabil trots finanskrisen. Enligt vissa indikatorer har dock de mindre och medelstora företagen fått känna av en viss kreditåttstramning under de senaste månaderna. Utskottet konstaterar att det saknas en samlad officiell statistik över bankernas utlåning uppdelad på t.ex. olika företagsstorlekar. Detta är otillfredsställande enligt utskottet. Utskottet kommer därför att undersöka möjligheterna att utvidga dagens statistik till att även omfatta denna typ av uppgifter. Utskottet avser att återkomma till frågan under hösten 2009.

I betänkandet finns 2 reservationer.

# Innehållsförteckning

Sammanfattning .....	1
Utskottets förslag till riksdagsbeslut .....	5
Redogörelse för ärendet .....	6
Ärendet och dess beredning .....	6
Utskottets överväganden .....	7
Utvärdering av penningpolitiken 2006–2008 .....	7
Finansutskottets ställningstagande .....	36
Finanskrisen och Riksbankens åtgärder för att värna den finansiella stabiliteten .....	40
Finansutskottets ställningstagande .....	53
Reservationer .....	56
1. Utvärdering av penningpolitiken 2006–2008, punkt 1 (v) .....	56
2. Finanskrisen och Riksbankens åtgärder för att värna den finansiella stabiliteten, punkt 2 (v) .....	58

## Tabeller

Tabell 1. Olika inflationsmått som används av Riksbanken .....	10
Tabell 2. Svenska inflationen under utvärderingsperioden enligt olika mått .....	14
Tabell 3. Riksbankens ränteändringar under utvärderingsperioden .....	16
Tabell 4. Riksbankens lånefaciliteter i dollar .....	47
Tabell 5. Riksbankens lånefaciliteter i kronor .....	47
Tabell 6. Lån i svenska kronor med företagscertifikat som säkerhet .....	48

## Diagram

Diagram 1. Tillväxten i världsekonomin under utvärderingsperioden .....	11
Diagram 2. Inflationen i några länder och länderområden under utvärderingsperioden .....	13
Diagram 3. Svenska inflationen under utvärderingsperioden .....	14
Diagram 4. Centralbankernas räntor under utvärderingsperioden .....	15
Diagram 5. Reporänta enligt Taylors regel .....	17
Diagram 6. Kronans värde enligt TCW-index under utvärderingsperioden .....	17
Diagram 7. Kronans kurs mot euro och US-dollar under utvärderingsperioden .....	18
Diagram 8. Riksbankens och Konjunkturinstitutets BNP-prognoser för 2008 .....	19
Diagram 9. Riksbankens och Konjunkturinstitutets KPI-prognoser för 2008 .....	20
Diagram 10. Riksbankens och Konjunkturinstitutets sysselsättningsprognoser för 2008 .....	21
Diagram 11. Riksbankens BNP-prognoser .....	23

Diagram 12. Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosmakares BNP-prognoser för 2008 .....	24
Diagram 13. Riksbankens KPI-prognoser .....	25
Diagram 14. Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosmakares KPI-prognoser för 2008 .....	26
Diagram 15. Reporäntan och ränteprognoser (terminsräntor) gjorda 2006 .....	28
Diagram 16. Reporäntan och Riksbankens ränteprognoser gjorda 2007 .....	29
Diagram 17. Reporäntan och Riksbankens ränteprognoser gjorda 2008 .....	32
Diagram 18. Skillnad mellan interbankräntor och statspappersräntor (TED-spread) .....	41
Diagram 19. Riksbankens totala utlåning i kronor .....	46
Diagram 20. Centralbankens balansomslutning .....	49

# Utskottets förslag till riksdagsbeslut

## 1. **Utvärdering av penningpolitiken 2006–2008**

Riksdagen godkänner vad utskottet anført om penningpolitiken 2006–2008.

*Reservation 1 (v)*

## 2. **Finanskrisen och Riksbankens åtgärder för att värna den finansiella stabiliteten**

Riksdagen godkänner vad utskottet anført om finanskrisen och Riksbankens åtgärder för att värna den finansiella stabiliteten.

*Reservation 2 (v)*

Stockholm den 26 maj 2009

På finansutskottets vägnar

*Stefan Attefall*

Följande ledamöter har deltagit i beslutet: Stefan Attefall (kd), Thomas Östros (s), Bertil Kjellberg (m), Anna Lilliehöök (m), Sonia Karlsson (s), Lars Elinderson (m), Roger Tiefensee (c), Monica Green (s), Carl B Hamilton (fp), Peder Wachtmeister (m), Agneta Gille (s), Göran Pettersson (m), Ulla Andersson (v), Tommy Ternemar (s), Emma Henriksson (kd), Mikaela Valtersson (mp) och Jörgen Hellman (s).

# Redogörelse för ärendet

## Ärendet och dess beredning

När den nya riksbankslagen trädde i kraft den 1 januari 1999 beslutade utskottet att göra en årlig utvärdering av den förda penningpolitiken. Tidigare har utvärderingarna redovisats i anslutning till utskottets årliga behandling av Riksbankens förvaltning. Under 2007 beslutade utskottet att utvärderingarna ska redovisas i ett separat betänkande. I detta betänkande presenteras utvärderingen av den svenska penningpolitiken 2006–2008.

Förutom utvärderingen av penningpolitiken redovisas i betänkandet även en övergripande genomgång av finanskrisen och Riksbankens åtgärder för att begränsa krisens effekter och värna den finansiella stabiliteten.

# Utskottets överväganden

## Utvärdering av penningpolitiken 2006–2008

### **Utskottets förslag i korthet**

Riksdagen godkänner vad utskottet anfört om penningpolitiken 2006–2008.

Utskottet konstaterar att den aktuella perioden ställt stora krav på penningpolitiken. Större delen av perioden utmärks av ett gradvis tilltagande kostnadstryck och en successivt ökad osäkerhet om konjunkturen. Perioden kännetecknas också av större händelser – kraftigt stigande internationella råvarupriser och en dramatiskt fördjupad finanskris – som varit svåra att förutse och bedöma. Utskottets utvärdering visar att det finns ett gott samband mellan Riksbankens syn på utvecklingen vid olika tillfällen och direktionens räntebeslut. Utskottet konstaterar vidare att Riksbankens prognoser ganska väl fångat den stigande inflationstrenden under perioden. Däremot förutsåg inte Riksbanken den kraftiga uppgången i råvarupriserna under 2007 och 2008. Med facit i hand innebär detta att Riksbanken möjligtvis kunde ha höjt reporäntan snabbare under 2006 och delar av 2007 för att dämpa inflationstrycket. Men utskottet konstaterar samtidigt att så gott som samtliga prognosmakare missat att förutse inflationsuppgången. I jämförelse med andra tillhörde däremot Riksbanken en av de mest träffsäkra bedömarna av inflationen under 2008.

Med facit i hand kan man också ifrågasätta räntehöjningarna under 2008. Utskottet noterar att oenigheten i direktionen under 2008 varit relativt stor. Utskottet konstaterar dock att även den snabba och kraftiga nedgången i inflationen och efterfrågan i finanskrisens spår var svår att förutse.

Utskottet framhåller den stora anpassningsförmåga som Riksbanken uppvisade när finanskrisen förvärrades. När det stod klart att det ekonomiska och finansiella läget dramatiskt förändrats sänkte Riksbanken räntorna snabbt och kraftigt för att motverka nedgången. Banken vidtog snabbt också andra åtgärder för att bl.a. säkra tillgången på likviditet. Utskottet anser att Riksbankens agerande bidragit till att mildra krisens effekter och lagt grunden för en ekonomisk återhämtning.

Jämför reservation 1 (v).

## Tio år av oberoende

I år är det tio år sedan Riksbanken fick ett lagfäst oberoende gentemot riksdagen och regeringen. Oberoendet bygger framför allt på att beslut om ränteförändringar ska tas av en direktion bestående av sex medlemmar som enligt riksbankslagen (SFS 1988:1385) inte får söka eller ta emot instruktioner i penningpolitiska frågor. Enligt regeringsformen får inte heller någon myndighet bestämma hur Riksbanken ska besluta i frågor som rör penningpolitiken. Riksbankens mål är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken ska också främja ett säkert och effektivt betalningsväsen.

Riksbanken är en myndighet under riksdagen, och utskottet granskar varje år den förda penningpolitiken. Granskningen omfattar de senaste tre åren, eftersom det tar upp till ett par år innan den förda penningpolitiken får full effekt på ekonomin och inflationen. Den nu aktuella utvärderingen gäller perioden 2006–2008. Tidigare har utvärderingar utförts för perioderna 1996–1998, 1997–1999, 1998–2000, 1999–2001, 2000–2002, 2001–2003, 2002–2004, 2003–2005 och 2005–2007 (bet. 1998/99:FiU23, 1999/2000:FiU23, 2000/01:FiU23, 2001/02:FiU23, 2002/03:FiU23, 2003/04:FiU23, 2004/05:FiU23, 2005/06:FiU23 samt 2007/2008:FiU24). För perioden 2004–2006 gjordes ingen utvärdering eftersom utskottet då behandlade en av utskottet beställd extern utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995–2005. Utvärderingen genomfördes av professorerna Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin (2006/07:RFR1). Våren 2008 beslutade utskottet att, vid sidan av de årliga utvärderingarna av penningpolitiken, vart fjärde år uppdra åt externa experter att utvärdera den svenska penningpolitiken. Nästa externa utvärdering beräknas vara klar hösten 2011.

## Inflationsmålpolitiken

Målet för penningpolitiken är att upprätthålla ett fast penningvärde. Redan i januari 1993, kort efter det att den fasta växelkursen övergavs och kronan började flyta på den internationella valutamarknaden, beslutade dåvarande riksbanksfullmäktige att den operativa penningpolitiken skulle bedrivas utifrån ett inflationsmål. Målet började formellt gälla fr.o.m. den 1 januari 1995 och gäller än i dag. Målet formuleras enligt följande:

- Inflationen ska, mätt som årlig procentuell förändring av konsumentprisindex (KPI), vara 2 %.
- Runt målet 2 % finns ett toleransintervall på  $\pm 1$  procentenhet. Intervallet markerar dels att det är svårt att hela tiden uppnå det exakta målet 2 %, dels att alltför stora avvikelser från målet inte accepteras.



## Riksbankens penningpolitiska strategi

I de penningpolitiska rapporterna, i underlagsrapporterna för utvärdering av penningpolitiken och i skriften Penningpolitiken i Sverige (senast ändrad i juli 2008) redovisar Riksbanken grundstenarna i den strategi banken använder för att nå inflationsmålet. Strategin presenteras kortfattat i punkterna nedan.

- Utöver KPI vägleds penningpolitiken av olika mått på den underliggande inflationen i ekonomin. Det finns dock inte något enskilt mått som vid varje tidpunkt visar vilken penningpolitik som behövs. Tidigare hade det s.k. KPIX-måttet en särställning bland de underliggande inflationsmåten, men måttet fasades ut under 2008 (se tabell 1).
- Penningpolitiken inriktas normalt på att inflationsmålet ska uppnås inom två år. Anledningen är att penningpolitiken påverkar den ekonomiska utvecklingen med viss fördröjning. Tvåårshorizonten ger Riksbanken utrymme att ta hänsyn till den realekonomiska utvecklingen i de penningpolitiska besluten, t.ex. utvecklingen i produktionen och sysselsättningen. Under vissa omständigheter kan Riksbanken låta inflationen nå målet bortom tvåårshorizonten under förutsättning att förtroendet för penningpolitiken inte urholkas. När en sådan situation uppstår ska detta göras tydligt i samband med de penningpolitiska besluten.
- Riksbankens prognoser utgår ifrån antagandet att reporäntan utvecklas på ett sådant sätt att penningpolitiken kan betraktas som väl avvägd. I normalfallet innebär en väl avvägd penningpolitik att inflationen är nära inflationsmålet på två års sikt samtidigt som inflationen och utvecklingen i den reala ekonomin inte visar alltför stora svängningar.
- Penningpolitiken ska präglas av öppenhet och tydlighet. Det är en förutsättning för att en trovärdighet för målet ska kunna kombineras med en flexibel tolkning av målet på kort sikt.

Normalt håller Riksbankens direktion sex penningpolitiska möten under ett år. Vid tre av dessa möten publiceras en penningpolitisk rapport (PPR) och vid de tre andra mötena publiceras en penningpolitisk uppföljning (PPU). Cirka två veckor efter varje penningpolitiskt möte offentliggörs ett protokoll som beskriver den diskussion som ledde fram till det aktuella räntebeslutet samt hur de olika direktionsledamöterna argumenterade och röstade. I början av april 2009 beslutade direktionen att offentliggöra röstningsutfall, reservationer mot räntebeslut och sammanfattande motiveringar till reservationerna direkt i samband med att räntebeslutet offentliggörs, dvs. dagen efter direktionens penningpolitiska möte.

**Tabell 1. Olika inflationsmått som används av Riksbanken**

Mått	Definition
Konsumentprisindex (KPI)	Genomsnittlig prisutveckling för hushållens konsumtion mätt enligt SCB.
Underliggande inflation (KPIF)	KPI med fast bostadsränta (kostnaderna för boende beräknas utifrån en konstant räntesats).
Underliggande inflation (KPIF exkl. energi)	KPIF exklusive utvecklingen av energivaror som t.ex. bensin, olja och el.
Underliggande inflation (KPIX)	KPI exklusive hushållens räntekostnader för egna hem samt direkta effekter av ändrade indirekta skatter och subventioner. KPIX spelade fram till mitten av 2008 en avgörande roll i den penningpolitiska analysen. I juni 2008 meddelade Riksbanken att KPIX ska fasas ur den penningpolitiska kommunikationen.
EU-harmoniserat index för konsumentpriser (HIKP)	KPI exklusive bl.a. räntekostnader, bostadsrättsavgifter, viss hälso- och sjukvård, fastighetsskatt, avskrivningar, reparationer, försäkringar och egna hem. I HIKP ingår avgifter för barn- och äldreomsorg, vilket inte ingår i KPI.

## Riksbankens ränteprognoiser

Från och med penningpolitisk rapport 2007:1 publicerar Riksbanken en egen ränteprognois eller rättare sagt ekonomiska prognoser (inklusive ränteprognoiser) baserade på direktionens bedömning av reporäntans framtida utveckling. Fram t.o.m. inflationsrapport 2005:2 byggde Riksbankens ekonomiska prognoser på antagandet om att reporäntan skulle vara oförändrad under hela prognosperioden. Från och med inflationsrapport 2005:3 och till inflationsrapport 2006:3 byggde prognoserna på antagandet att reporäntan utvecklades i linje med finansmarknadens förväntningar om den framtida ränteutvecklingen.

Förutom att det nya systemet med egna ränteprognoiser har förbättrat Riksbankens möjligheter att göra mer realistiska prognoser och ökat möjligheterna att jämföra Riksbankens prognoser med andra prognosmakares bedömningar har systemet även förändrat den penningpolitiska strategin och handlingsreglerna inom penningpolitiken. Tidigare, när Riksbankens prognoser byggde på antagandet om en oförändrad reporänta, styrdes penningpolitiken normalt efter den s.k. enkla handlingsregeln – om prognoserna över inflationen på ett till två års sikt överskred (eller underskred) inflationsmålet skulle reporäntan normalt höjas (eller sänkas). Som redovisades ovan under avsnittet Riksbankens penningpolitiska strategi diskuterar

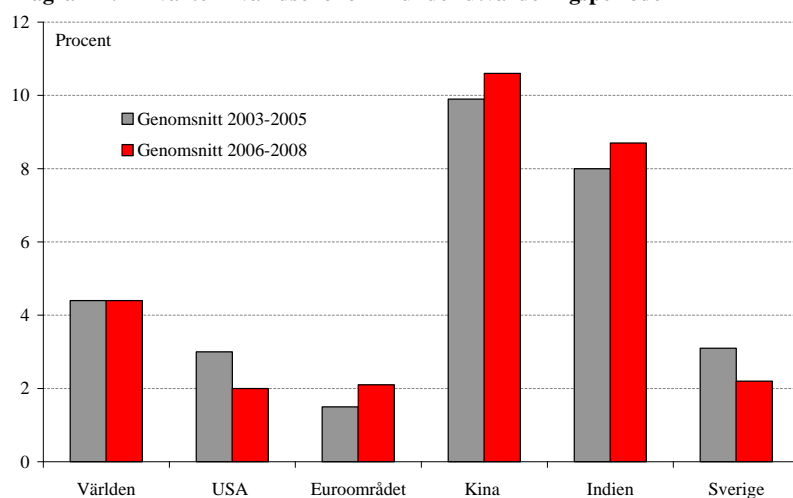
Riksbanken nu i termer av en väl avvägd penningpolitik där inflationen normalt är nära inflationsmålet på två års sikt samtidigt som inflationen och den reala ekonomin inte uppvisar alltför stora svängningar.

## Utvecklingen under utvärderingsperioden

### *Konjunkturutvecklingen*

Aktiviteten i världsekonomin var fortsatt hög i inledningen av utvärderingsperioden 2006–2008. I Förenta staterna var tillväxttakten hög under större delen av 2006. Hög efterfrågan, stigande företagsvinster och förhållandevis låga räntor bidrog till att investeringarna fortsatte att växa snabbt samtidigt som konsumtionen ökade kraftigt till följd av stigande inkomster, ökad systersektorsättning och ökad belåning. Länderna i Asien expanderade kraftigt, framför allt Kina och Indien där BNP under 2006 steg med tvåsiffriga tal. Även i euroområdet ökade tillväxttakten, efter en något svagare utveckling under 2004 och 2005.

**Diagram 1. Tillväxten i världsekonomin under utvärderingsperioden**



Källa: Konjunkturinstitutet, Riksbanken och Statistiska centralbyrån.

Mot slutet av 2006 och början av 2007 började den internationella konjunkturen att mattas av, även om tillväxttakten i världsekonomin som helhet fortfarande var hög bl.a. på grund av den snabba expansionen i Asien. Tydligast var avmattningen i Förenta staterna där bl.a. en ökad inflation, problem på bolånemarknaden och en tilltagande finansiell oro började få negativa effekter på ekonomin. Den finansiella oron och den svagare amerikanska efterfrågan spred sig successivt till andra delar av världsekonomin. I euroområdet och Japan dämpades tillväxten under 2007 medan den var fortsatt hög i stora delar av övriga Asien samt i Östeuropa och Storbritannien.

I takt med att den finansiella oron tilltog och finansieringskostnaderna för hushåll och företag steg dämpades den internationella konjunkturen ytterligare mot slutet av 2007 och under 2008. Till avmattningen bidrog också den snabba uppgången i världsmarknadspriserna på olja och andra råvaror. I slutet av september 2008, i samband med konkursen i den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers, övergick den finansiella oron i en dramatiskt fördjupad och världsomspännande finanskris. Krisen slog hårt mot aktiviteten i Förenta staternas ekonomi, där BNP sjönk under de sista två kvartalen samtidigt som sysselsättningen minskade och arbetslösheten steg. Även i stora delar av Europa sjönk BNP-tillväxten under senare delen av 2008 medan den kraftigt bromsade in i de snabbväxande länderna Indien och Kina.

Även i Sverige var konjunkturen stark i början av utvärderingsperioden. Under 2006 steg BNP med 4,2 %, en tillväxttakt som endast överskridits under fem enskilda år sedan början av 1970-talet. Sysselsättningen ökade starkt och konsumtionen och investeringarna steg snabbt. Kostnads- och inflationstrycket dämpades av en hög produktivitet. Under 2007 mattades också den svenska konjunkturen av, i takt med att den internationella efterfrågan försvagades och den finansiella oron tilltog. Tillväxttakten var ändå relativt hög, och BNP steg under året med 2,7 %. Under 2007 började den tidigare höga produktivitetstillväxten att avta i snabb takt. Detta i kombination med ett högt resursutnyttjande, stigande arbetskraftsbrist och högre löner bidrog till att arbetskraftskostnaderna per producerad enhet började stiga för första gången på flera år. Samtidigt ökade inflationstrycket bl.a. på grund av internationellt stigande priser på livsmedel och råvaror.

Avmattningen fortsatte under inledningen av 2008, och nedgången accelererade kraftig under det andra halvåret i samband med att den internationella finanskrisen förvärrades dramatiskt under hösten. Sammantaget minskade BNP under 2008 med 0,2 % jämfört med 2007, vilket är den första nedgången i Sveriges BNP sedan krisen i början av 1990-talet.

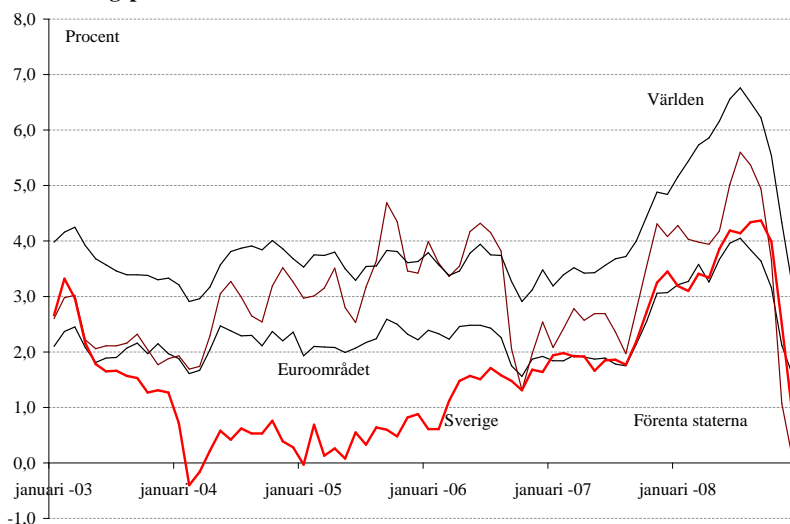
Trots fallande BNP under 2008 steg Sveriges BNP under utvärderingsperioden 2006–2008 med i genomsnitt 2,2 % per år, jämfört med 3,1 % per år under perioden 2003–2005.

### *Inflationen*

Trots den höga tillväxten i början av utvärderingsperioden var det internationella inflationstrycket inledningsvis relativt begränsat. En stigande inflation motverkades bl.a. av den tilltagande globaliseringen och en ökad internationell konkurrens. I Förenta staterna, där inflationstrycket började öka under 2004 och 2005, fortsatte emellertid inflationstakten att öka under inledningen av 2006 till följd av bl.a. det stigande resursutnyttjandet, ökade arbetskraftskostnader och höjda energi- och oljepriser. För att begränsa prisökningarna fortsatte den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, att höja styrräntan fram till mitten av 2006.

Under det andra halvåret 2007 började det internationella inflationsstrycket öka på grund av bl.a. kraftigt stigande priser på olja och andra råvaror. Uppgången fortsatte fram till sommaren 2008, då råvarupriserna nådde sin toppnivå. Under perioden steg t.ex. priset på råolja från omkring 70 dollar per fat till över 140 dollar per fat. I Förenta staterna ökade inflationstakten mätt enligt konsumentprisindex från ungefär 2,5 % sommaren 2007 till drygt 5,5 % i augusti 2008. Inflationen i euroområdet steg under samma period med 2 procentenheter, från knappt 2 % till cirka 4 %. När finanskrisen förvärrades hösten 2008 och nedgången i konjunkturen accelererade dämpades inflationsstrycket markant. I Förenta staterna gick inflationstakten ned till i stort sett noll i slutet av 2008 medan den i euroområdet sjönk till 1,6 %.

**Diagram 2. Inflationen i några länder och länderområden under utvärderingsperioden**



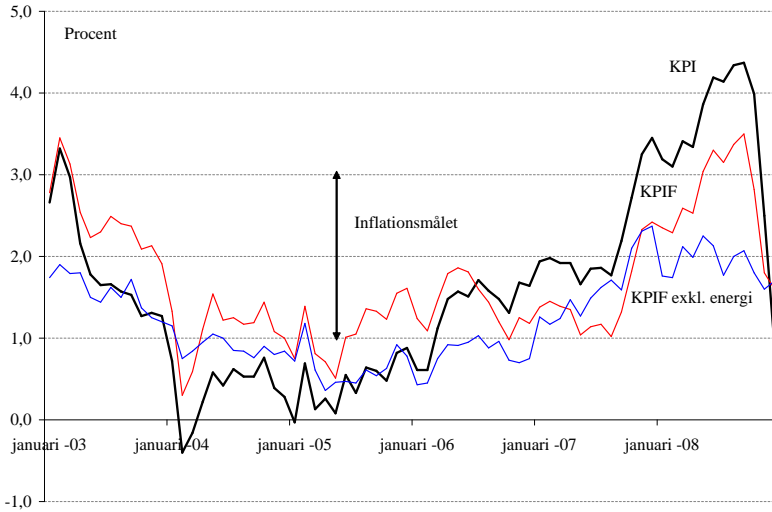
Källa: Riksbanken och Statistiska centralbyrån.

Som framgår av diagrammen 2 och 3 var den svenska inflationen låg under 2006 och början av 2007, trots den höga tillväxten och den stigande sysselsättningen. Detta förklaras bl.a. av att resursutnyttjandet i ekonomin inledningsvis var lågt samtidigt som produktivitetstillväxten var stark. Därmed hölls inflations- och kostnadstrycket tillbaka.

Av diagrammen framgår också att inflationstakten började öka kraftigt under senare delen av 2007 till en toppnivå mätt enligt KPI i september 2008 på 4,4 %, den högsta nivån sedan 1993. Uppgången förklaras till stor del av den internationella prisuppgången på olja och livsmedel. Uppgången förklaras också av stigande bostadsräntor och ett tilltagande kostnadstryck på grund av den snabbt avtagande produktiviteten i näringslivet.

I likhet med utvecklingen internationellt sjönk den svenska inflationen kraftigt under hösten 2008, till följd av nedgången i de internationella råvarupriserna och den förvärrade finanskrisen. Inflationstakten mätt enligt KPI låg i december 2008 på 0,9 %.

**Diagram 3. Svenska inflationen under utvärderingsperioden**



Källa: Riksbanken och Statistiska centralbyrån.

Under utvärderingsperioden steg de svenska priserna mätt med KPI med i genomsnitt 2,3 %, vilket är över Riksbankens inflationsmål på 2 % men inom målets toleransintervall ( $\pm 1$  %). Mätt med de underliggande inflationsmåten KPIF och KPIX steg priserna med 1,9 % respektive 1,6 %, vilket är under inflationsmålet men inom toleransintervallet.

**Tabell 2. Svenska inflationen under utvärderingsperioden enligt olika mått**

	KPI	KPIF	KPIX	HIKP	KPIF exkl. energi	KPIX exkl. energi
2006	1,4	1,4	1,2	1,5	0,8	0,6
2007	2,2	1,5	1,2	1,7	1,6	1,5
2008	3,4	2,7	2,5	3,3	1,9	1,9
Snitt 2006–2008	2,3	1,9	1,6	2,2	1,4	1,3

Källa: Riksbanken och Statistiska centralbyrån.

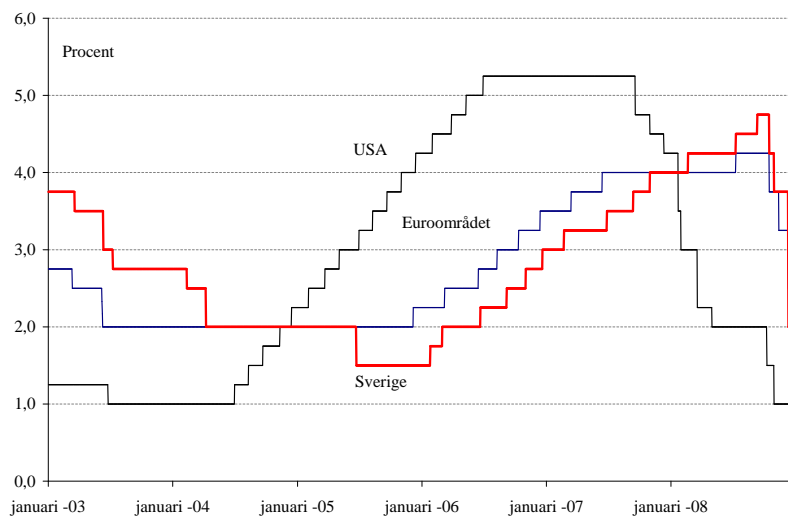
Som framgår av tabell 2 låg inflationen mätt enligt KPI såväl över inflationsmålet som över toleransintervallet under utvärderingsperiodens sista år. Mätt enligt KPIF och KPIX låg inflationen under 2008 över målet men inom toleransintervallet. Rensat för energiprisernas utveckling låg både KPIF och KPIX under inflationsmålet samtliga år under utvärderingsperioden. Mätt på detta sätt låg inflationen under 2006 t.o.m. under den nedre toleransgränsen.

## Räntorna

Den amerikanska centralbanken, som började strama åt den tidigare mycket lätta amerikanska penningpolitiken vid mitten av 2004, fortsatte att höja styrräntan under inledningen av 2006, till en toppnivå på 5,25 % under sommaren. Räntan låg kvar på den nivån fram till sensommaren 2007 då centralbanken började sänka räntan på grund av den allt svagare konjunkturen och den tilltagande oron på finans- och bostadsmarknaderna. Räntan sänktes våren 2008 etappvis ned till 2 %, där den låg kvar fram till hösten. När finanskrisen förvärrades under september och oktober började centralbanken på nytt sänka styrräntan kraftigt, ned till ett spann på 0–0,25 % i december 2008. Den första sänkningen under hösten 2008 genomfördes tillsammans med ett antal andra centralbanker, bl.a. Riksbanken och Europeiska centralbanken, ECB, för att mildra effekterna av finanskrisen.

I euroområdet började ECB strama åt penningpolitiken i slutet av 2005 för att dämpa ett stigande inflationstryck. Styrräntan höjdes med 2 procentenheter fram till sommaren 2007. En ytterligare mindre höjning av styrräntan genomfördes under sommaren 2008, men i likhet med Federal Reserve och andra centralbanker sänkte ECB räntorna kraftigt under andra halvåret 2008. ECB:s styrränta låg i december 2008 på 2,5 %.

**Diagram 4. Centralbankernas räntor under utvärderingsperioden**



Källa: Riksbanken.

Den allt starkare svenska konjunkturen och förväntningar om stigande inflation gjorde att även Riksbanken påbörjade en serie räntehöjningar i början av 2006, från 1,5 % till 4,75 % i samband med den sista höjningen i början av september 2008, några veckor innan finanskrisen förvärrades i samband med den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers konkurs. Vid sidan av en rad övriga åtgärder för att förbättra likviditeten på

marknaderna och underlätta bankernas finansiering sänkte Riksbanken reporäntan kraftigt under hösten, ned till 2 % i december 2008. Reporäntan sänktes ytterligare under våren 2009, till en nivå på 0,5 % vid slutet av april.

**Tabell 3. Riksbankens ränteändringar under utvärderingsperioden**

Datum	Förändring	Nivå efter förändring
2006-01-25	+0,25	1,75
2006-03-01	+0,25	2,00
2006-06-21	+0,25	2,25
2006-09-06	+0,25	2,50
2006-11-01	+0,25	2,75
2006-12-20	+0,25	3,00
2007-02-21	+0,25	3,25
2007-06-27	+0,25	3,50
2007-09-12	+0,25	3,75
2007-10-31	+0,25	4,00
2008-02-20	+0,25	4,25
2008-07-09	+0,25	4,50
2008-09-10	+0,25	4,75
2008-10-15	-0,50	4,25
2008-10-29	-0,50	3,75
2008-12-10	-1,75	2,00

Källa: Riksbanken.

### *Reporäntan enligt Taylors regel*

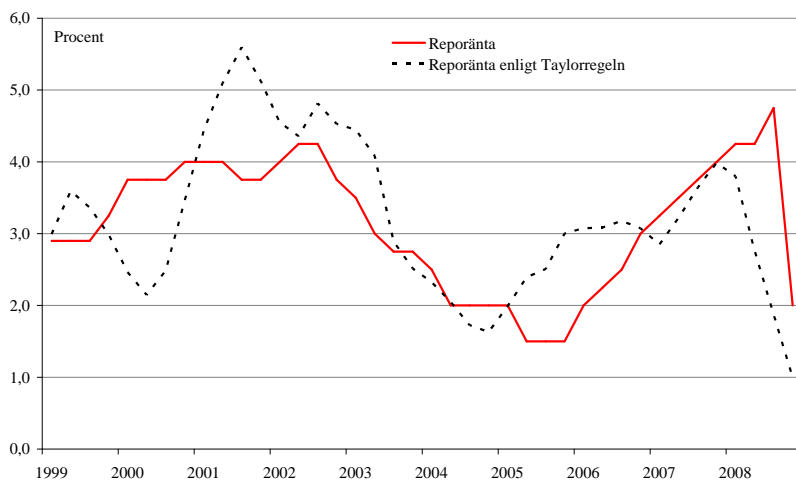
Den s.k. Taylors regel används ibland för att bedöma hur centralbankernas styrräntor ligger i förhållande till den ekonomiska utvecklingen. Regeln är en grov och förenklad modell som utgår ifrån att centralbankernas beslut om ränteförändringar bygger på inflations- och BNP-utvecklingen, där räntan ligger på en långsiktigt normal eller naturlig nivå när inflationen är densamma som inflationsmålet och produktionen är lika med den potentiellt möjliga. Regeln bör uppfattas som en illustration på vilken nivå reporäntan skulle ha kunnat ligga vid olika tillfällen, givet regelns förenklade beskrivning av verkligheten.

I diagram 5 jämförs uppskattningar av nivån på den svenska reporäntan enligt Taylors regel med den faktiska nivån på reporäntan under de senaste tio åren. Som framgår av diagrammet indikerar Taylors regel att Riksbankens reporänta låg högre än reporäntan enligt Taylor i början av 2000-talet för att ligga under Taylorsräntan från omkring 2001 t.o.m. 2003. Diagrammet visar också att Riksbankens reporänta låg under Taylorsräntan i början av 2005 och under större delen av 2006, dvs. Riksbanken höjde inte reporäntan under perioden lika snabbt som den borde ha gjort enligt Taylors regel. Vidare framgår att Riksbanken i jämförelse med Taylorsräntan



tan höjde reporäntan för mycket under 2008. Reporäntan enligt Taylors regel nådde en topp på omkring 4 % i slutet av 2007, medan Riksbankens reporänta toppade i september 2008 på 4,75 %.

**Diagram 5. Reporänta enligt Taylors regel**

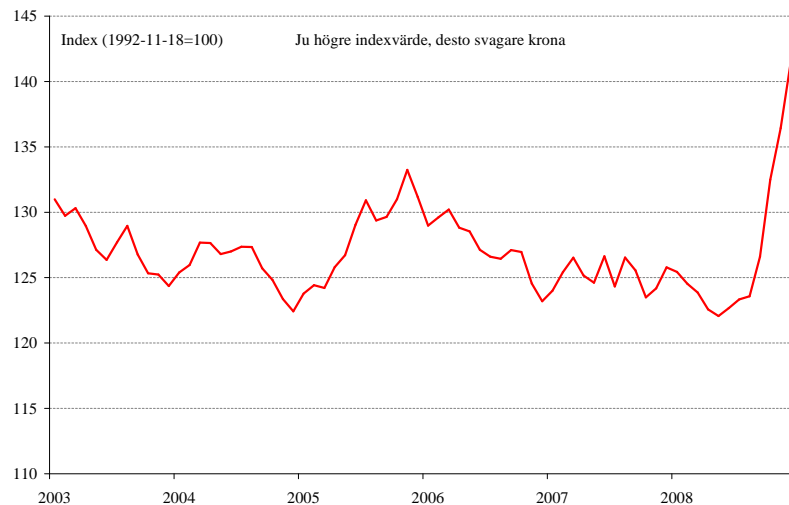


Källa: Finansdepartementet.

### *Kronan*

I takt med att konjunkturen förbättrades och marginalerna mot bl.a. den amerikanska räntan minskade stärktes kronan kraftigt under 2006.

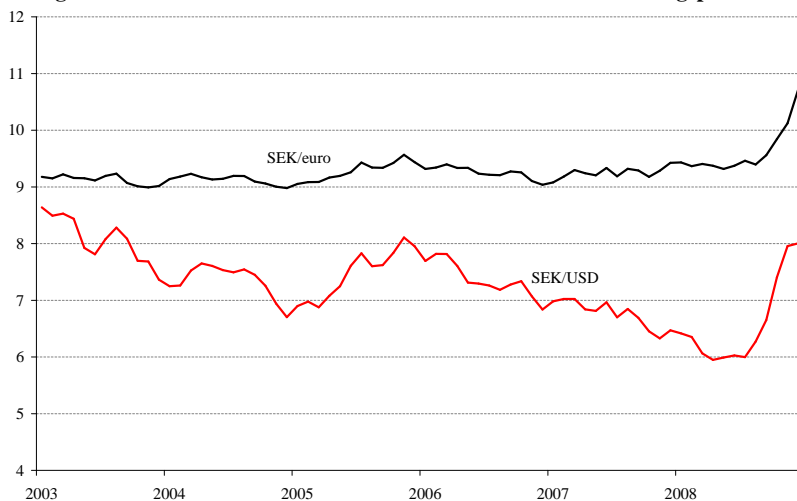
**Diagram 6. Kronans värde enligt TCW-index under utvärderingsperioden**



Källa: Riksbanken.

Som framgår av diagram 6 låg värdet på kronan sedan relativt stabilt under större delen av 2007 för att stärkas ytterligare något mot slutet av 2007 och början av 2008. Under hösten, i samband med att finanskrisen akut förvärrades, försvagades den svenska kronan kraftigt, till historiskt höga indexvärden på en bra bit över 140 (ju högre indexvärde, desto svagare krona). Som framgår av diagram 7 försvagades kronan kraftigt mot såväl den amerikanska dollarn som euron.

**Diagram 7. Kronans kurs mot euro och US-dollar under utvärderingsperioden**



Källa: Riksbanken.

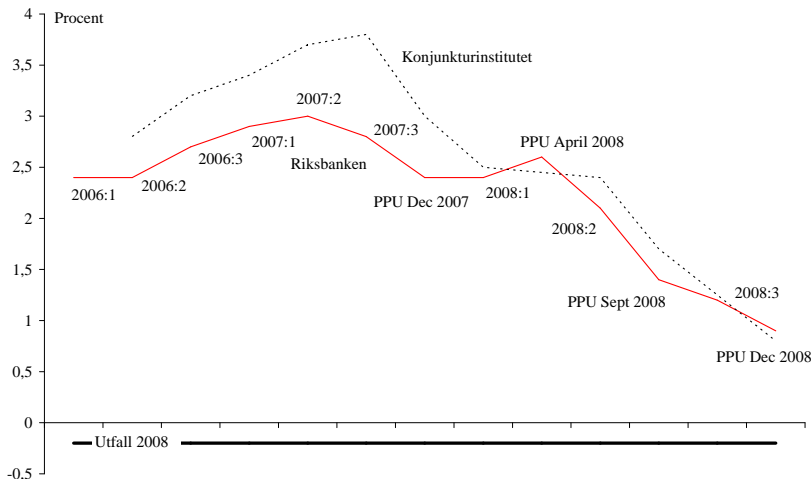
### *Riksbankens prognoser*

I diagrammen nedan görs en översiktlig presentation av Riksbankens prognoser över inflationen, BNP-utvecklingen och sysselsättningen 2008 gjorda 2006, 2007 och 2008, dvs. de prognoser som låg till grund för direktionens räntebeslut för att påverka utvecklingen under 2008. Som redovisats tidigare tar det normalt ett till två år innan ränteförändringar får full effekt på den ekonomiska aktiviteten och inflationen. I diagrammen jämförs också Riksbankens prognoser med Konjunkturinstitutets (KI) prognoser. Jämförelserna är endast en fingervisning om skillnader och likheter mellan prognoserna, bl.a. eftersom prognoserna inte är gjorda vid exakt samma tillfällen och informationen om den faktiska utvecklingen kan ha varit olika vid de olika prognostillfällena. Jämfört med tidigare har det emellertid under senare år blivit lättare att jämföra prognoserna eftersom Riksbanken sedan hösten 2005 bygger sina prognoser på bedömningar om ränteutvecklingen. Tidigare antog Riksbanken att reporäntan var oförändrad under prognosperioden (se avsnittet Riksbankens ränteprognoser).

Som framgår av diagram 8 räknade Riksbanken under 2006 och 2007 med att BNP skulle öka med mellan 2,4 % och 3 % under 2008, vilket är en kraftig överskattning av det verkliga utfallet på -0,2 %, enligt Statis-

tiska centralbyråns senaste beräkning av nationalräkenskaperna i slutet av februari 2009. Under första halvåret 2008, när den finansiella orons effekter på den ekonomiska aktiviteten blev mer tydliga, började Riksbanken mer märkbart sänka sina BNP-prognoser för 2008. Så sent som i den penningpolitiska uppföljningsrapporten i april 2008 förväntade sig Riksbanken att BNP under 2008 skulle gå upp med 2,6 %.

**Diagram 8. Riksbankens och Konjunkturinstitutets BNP-prognoser för 2008**

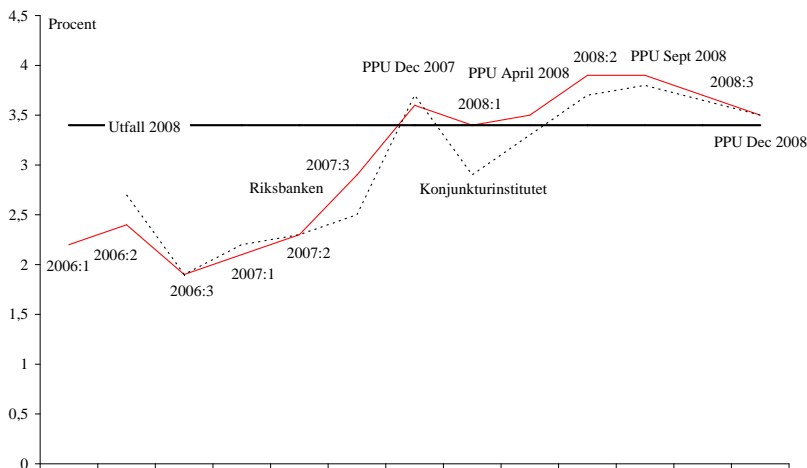


Anm.: Avser prognoser för 2008 gjorda under perioden 2006–2008. Beteckning 2006:1 anger Riksbankens penningpolitiska rapport nr 1 2006. Beteckningen PPU Dec 2007 anger Riksbankens penningpolitiska uppföljning i december 2007.

Källa: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

Av diagram 8 framgår också att även KI överskattade den förväntade tillväxttakten. Inledningsvis var KI:s överskattning dessutom betydligt större än Riksbankens. Under 2006 och 2007 räknade KI med att BNP under 2008 skulle stiga med mellan 2,8 % och 3,8 %. I likhet med Riksbanken började KI att kraftigt sänka sina BNP-prognoser under framför allt 2008. Både Riksbanken och KI förväntade sig i slutet av 2008 att BNP under 2008 skulle stiga med knappt 1 %, vilket även det är omkring 1 procentenhet högre än SCB:s redovisade utfall.

En förklaring till överskattningarna är att man underskattade den finansiella orons effekter på den reala ekonomins utveckling. Man förväntade sig inte heller den mycket djupa och snabba nedgång som kom i samband med att finanskrisen förvärrades under hösten 2008. En annan förklaring är att den statistik som redovisades vid inledningen av 2007 visade på en utveckling som låg i linje med prognoserna. SCB reviderade dock under hösten 2007 ned utfallet för 2007 relativt kraftigt, vilket innebar att konjunkturmönstret fick ett delvis annorlunda utseende än vad som tidigare redovisats.

**Diagram 9. Riksbankens och Konjunkturinstitutets KPI-prognoser för 2008**

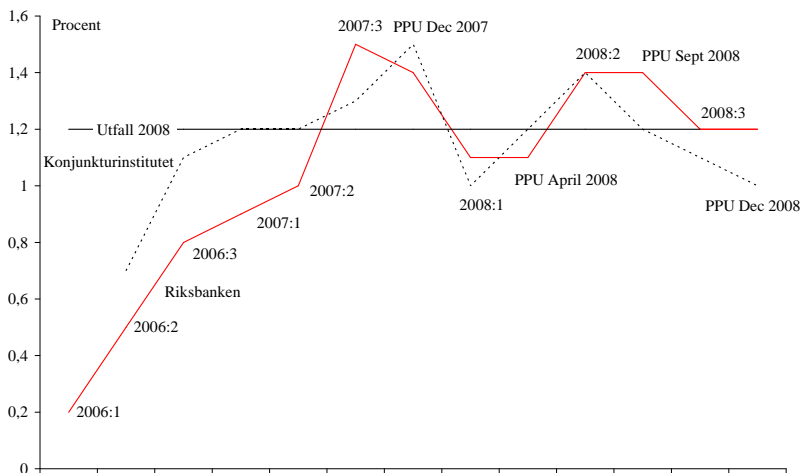
Anm.: Avser prognoser för 2008 gjorda under perioden 2006–2008. Beteckning 2006:1 anger Riksbankens penningpolitiska rapport nr 1 2006. Beteckningen PPU Dec 2007 anger Riksbankens penningpolitiska uppföljning i december 2007.

Källa: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

Till skillnad från BNP-prognoserna underskattade såväl Riksbanken som KI KPI-utvecklingen under 2008 i början av utvärderingsperioden. Under 2006 och större delen av 2007 räknade både Riksbanken och KI med att KPI under 2008 skulle hamna kring eller några tiondelar över inflationsmålet på 2 %. Utfallet blev 3,4 %. Både Riksbanken och KI justerade upp prognoserna mot slutet av 2007 för att i stället under större delen av 2008 överskatta den faktiska prisutvecklingen. Riksbanken förväntade sig t.ex. i juni och september 2008 att KPI under året skulle stiga med 3,9 %, medan KI:s prognoser låg någon tiondel lägre. Den inledande underskattningen kan bl.a. förklaras av att KPI-inflationen steg snabbt mot slutet av 2007 på grund av den oväntat kraftiga uppgången i olje- och råvarupriserna under senare delen av 2007 och början av 2008. Överskattningen under 2008 förklaras bl.a. av att man inte räknade med den drastiskt fallande inflationstakten mot slutet av året i spåret av den accelererande internationella finanskrisen.

En viktig del i det penningpolitiska beslutsunderlaget är prognoserna över arbetsmarknadens utveckling. Som framgår av diagram 10 underskattade både Riksbanken och Konjunkturinstitutet inledningsvis sysselsättnings-tillväxten under 2008. I början av 2006 räknade Riksbanken med att antalet sysselsatta under 2008 skulle stiga med 0,2 %. I takt med att konjunktoren förbättrades justerades prognoserna upp under 2006 och 2007 mot det verkliga utfallet på 1,2 %. Ungefär samma mönster finns i KI:s prognoser med den skillnaden att KI:s prognoser inledningsvis låg närmare utfallet.

**Diagram 10. Riksbankens och Konjunkturinstitutets sysselsättningsprognoser för 2008**



Anm.: Avser prognoser för 2008 gjorda under perioden 2006–2008. Beteckning 2006:1 anger Riksbankens penningpolitiska rapport nr 1 2006. Beteckningen PPU Dec 2007 anger Riksbankens penningpolitiska uppföljning i december 2007.

Källa: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

När det gäller prognoserna över produktiviteten i ekonomin framträder det motsatta mönstret (framgår dock inte av diagram 10). Den tidigare mycket höga produktivitetstillväxten dämpades markant under 2006 och 2007, men Riksbanken räknade under såväl 2006, 2007 som 2008 med att produktiviteten skulle börja öka igen under de närmaste åren. Utfallet blev att produktiviteten sjönk under både 2007 och 2008. Överskattningen för 2008 beror sannolikt på att man inte förutsåg det snabba konjunkturfallet mot slutet av året till följd av finanskrisen. När efterfrågan sjunker snabbt och oväntat kraftigt, försämras produktiviteten bl.a. eftersom det tar tid för företagen att anpassa arbetsstyrkan till den lägre produktionen.

### Riksbankens utvärderingsunderlag

Från och med 2008 lämnar Riksbanken en fristående rapport till utskottet med underlag för utvärdering av penningpolitiken. Rapporten utgör den första av de två skriftliga redogörelser som Riksbanken enligt riksbankslagen årligen ska lämna till utskottet. Tidigare ingick underlaget i Riksbankens första penningpolitiska rapport (tidigare inflationsrapport) varje år. Årets underlagsrapport behandlar penningpolitiken 2006–2008. Nedan redovisas sammanfattningsvis Riksbankens beskrivningar av utvecklingen under perioden samt Riksbankens analyser och bedömningar av inflationen, penningpolitiken och prognoserna.

### *Inflationen och tillväxten*

Den starka konjunkturen under 2006 fortsatte att vara relativt god under 2007, även om tillväxttakten började mattas av under 2007 jämfört med åren innan till följd av en svagare internationell konjunktur. Inflationsstrycket i ekonomin var fortsatt lågt under 2006 på grund av en fortsatt stark produktivitetstillväxt. I likhet med utvecklingen under 2005 påverkades dock inflationen under året av stigande el- och oljepriser.

Inflationstrycket började successivt växa under 2007. Tillväxten i produktiviteten avtog markant samtidigt som ett fortsatt relativt högt kapacitetsutnyttjande, stigande brist på arbetskraft och högre löneavtal bidrog till att arbetskraftskostnaderna per producerad enhet började öka efter att ha varit i stort sett oförändrade under perioden 2004–2006. Mot slutet av året steg dessutom priserna på livsmedel, olja och andra råvaror kraftigt, vilket fick till följd att inflationen mätt enligt KPI mot slutet av året gick över 3-procentsnivån för första gången sedan 1993 (bortsett från någon enstaka månad under 2003).

Avmattningen av konjunkturen tilltog under 2008. Under inledningen av året fortsatte också oljepriserna att stiga kraftigt, vilket innebar att även KPI-inflationen fortsatte att stiga. Inflationen pressades också uppåt av de höga världsmarknadspriserna på livsmedel, stigande bostadsräntor och ett allmänt ökat kostnadstryck i ekonomin. Under sommaren steg KPI-inflationen över 4 % samtidigt som hushållens och företagens förväntningar om den framtida inflationen började stiga över inflationsmålet på både ett, två och fem års sikt.

När den internationella finanskrisen drastiskt förvärrades under hösten 2008 förändrades den ekonomiska bilden dramatiskt. Konjunkturedgången accelererade, tillväxt- och inflationstakten sjönk kraftigt. Fallande priserna på olja och andra råvaror och sänkta räntor bidrog till att inflationstakten gick ned till knappt 1 % i december 2008. Sett i genomsnitt under året steg dock KPI med 3,4 %, jämfört med 2,2 % 2007 och 1,4 % 2006. Den underliggande inflationen, KPIF, steg under 2008 med i genomsnitt 2,7 %, medan KPIF exklusive energipriser ökade med i genomsnitt 1,9 %.

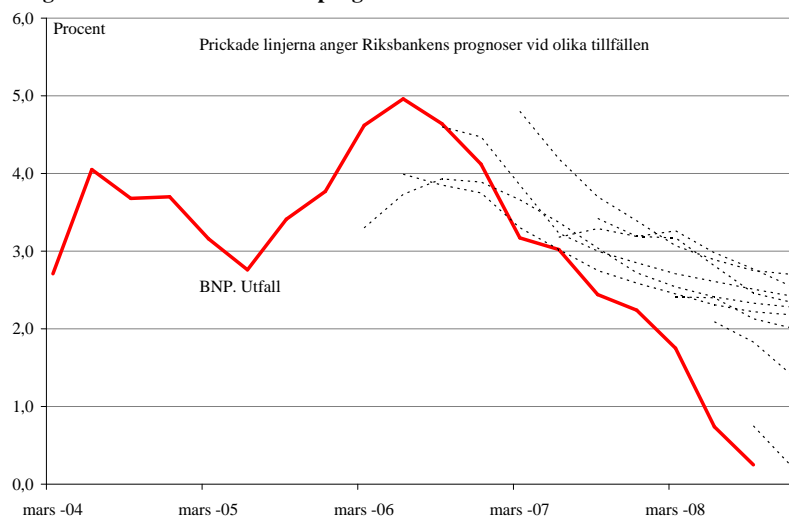
Analysen i Riksbankens s.k. allmänna jämviktsmodell Ramses visar att den svaga produktivitetsetvecklingen samt den stigande internationella inflationen är de viktigaste orsakerna till det stigande svenska inflationstrycket under utvärderingsperioden. Enligt Ramses skulle KPI-inflationen under 2008 ha varit i genomsnitt drygt 1 procentenhet lägre om produktiviteten legat på en historiskt normal nivå. Enligt modellen har den svagare produktiviteten också bidragit till att BNP vuxit långsammare under 2007 och 2008 än vad den annars skulle ha gjort. Enligt Riksbanken ska dock resultaten tolkas med viss försiktighet, bl.a. eftersom de finansiella marknaderna ännu inte fullt ut inkluderas i Ramses.

## Prognoseerna

I diagrammen 11 till 14 redovisas Riksbankens prognoser över BNP- och KPI-utvecklingen 2006–2008 jämfört med utfall samt Riksbankens prognoser jämfört med andra prognosmakares bedömningar. Både prognoserna och utfallet avser den procentuella utvecklingen per kvartal jämfört med samma kvartal året innan. I diagrammen är det svårt att urskilja enskilda prognoser. Tanken med diagrammet är i stället att ge en visuell och övergripande bild över prognoserna och hur prognoserna följer den faktiska utvecklingen.

Diagram 11 visar att tillväxttakten i den svenska ekonomin successivt mattas från mitten av 2006, och enligt underlagsrapporten har Riksbankens BNP-prognoser under utvärderingsperioden ganska väl fångat den nedåtgående trenden (i diagrammet jämförs BNP-prognoserna per kvartal med utfallet per kvartal). Däremot visar diagrammet att Riksbanken genomgående underskattade styrkan i nedgången, dvs. tillväxttakten under både 2007 och 2008 blev lägre än vad Riksbanken räknade med.

**Diagram 11. Riksbankens BNP-prognoser**



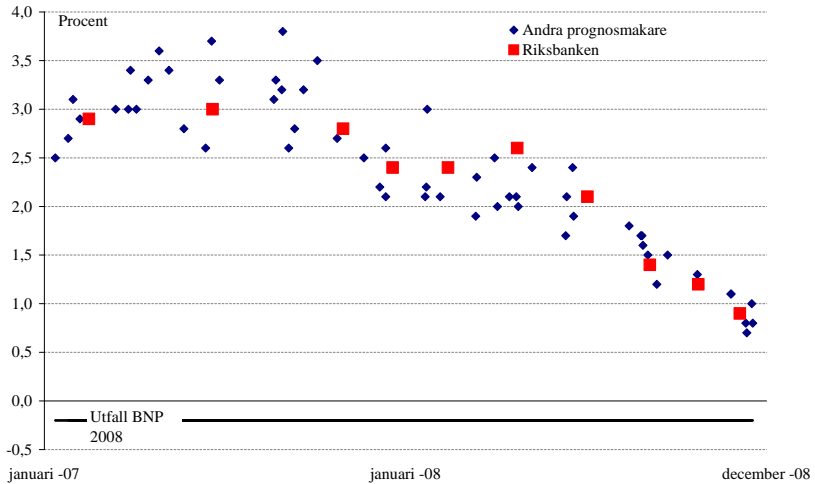
Källa: Riksbankens underlagsrapport.

I början av utvärderingsperioden, dvs. i början av 2006, förväntade sig Riksbanken att tillväxten i ekonomin skulle fortsätta att vara hög under de närmaste åren. I takt med att produktiviteten försvagades och den internationella efterfrågan mattades av justerades BNP-prognoserna nedåt, dock inte i en tillräcklig omfattning. Såväl produktiviteten som den internationella konjunkturen och den inhemska efterfrågan försvagades under perioden mer än vad Riksbanken räknade med under t.ex. 2007 och 2008.

Jämförelsen mellan Riksbanken och andra svenska prognosmakare (se anm. under diagrammet) i diagram 12 visar att samtliga missbedömt kraften i BNP-nedgången under 2008. Samtliga överskattade kraftigt tillväxten

under 2008, mer i inledningen av utvärderingsperioden än i slutet. Ingen av prognosmakarna förutsåg emellertid den mycket kraftiga avmattning som kom mot slutet av 2008. Diagrammet visar dessutom att Riksbankens prognoser inte var sämre än andra prognosmakares bedömningar, snarare var det tvärtom.

**Diagram 12. Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosmakares BNP-prognoser för 2008**



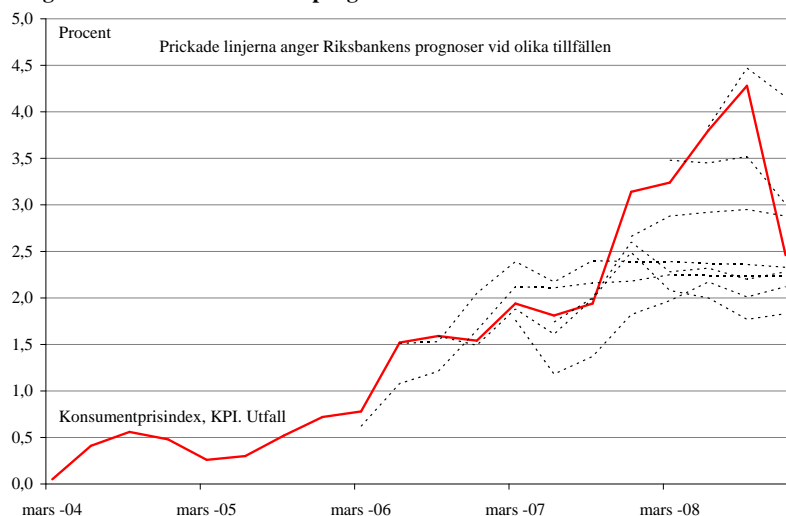
Anm.: I gruppen andra prognosmakare ingår följande nio organisationer: Finansdepartementet, Handelsutredningsinstitut, Konjunkturinstitutet, LO, Nordea, SEB, Svenska Handelsbanken, Svenskt Näringsliv och Swedbank.

Källa: Riksbankens underlagsrapport.

En mer detaljerad analys av träffsäkerheten av BNP-prognoserna för 2008, som redovisas i underlagsrapporten, visar att Riksbankens träffsäkerhet var relativt god, bättre än genomsnittet för den undersökta gruppen av prognosmakare. Enligt analysen låg Riksbankens absoluta medelfel under perioden på i genomsnitt drygt 0,5 procentenheter. Prognosmakaren med sämst träffsäkerhet hade ett absolut medelfel på knappt 1 procentenhet. Analysen haltar dock något eftersom prognosmakarnas bedömningar jämförs med ett prognostiserat utfall för BNP-tillväxten 2008 på 0,7 %. Det verkliga utfallet för 2008 enligt SCB:s statistik från slutet av februari 2009 var -0,2 %. När Riksbanken utarbetade underlagsrapporten hade man inte tillgång till SCB:s utfallssiffror, utan man utgick från bedömningen i Penningpolitisk rapport 2009:1 att BNP under 2008 steg med 0,7 %. Hade man haft tillgång till det verkliga utfallet hade prognosfelen för 2008 varit betydligt större.

I diagram 13 redovisas Riksbankens prognoser över KPI-utvecklingen. Både prognoserna och utfallet avser den procentuella utvecklingen per kvartal jämfört med samma kvartal året innan. Diagrammet visar att Riksbanken relativt kraftigt underskattade uppgången i inflationen från mitten av 2007 och framåt.



**Diagram 13. Riksbankens KPI-prognoser**

Källa: Riksbankens underlagsrapport.

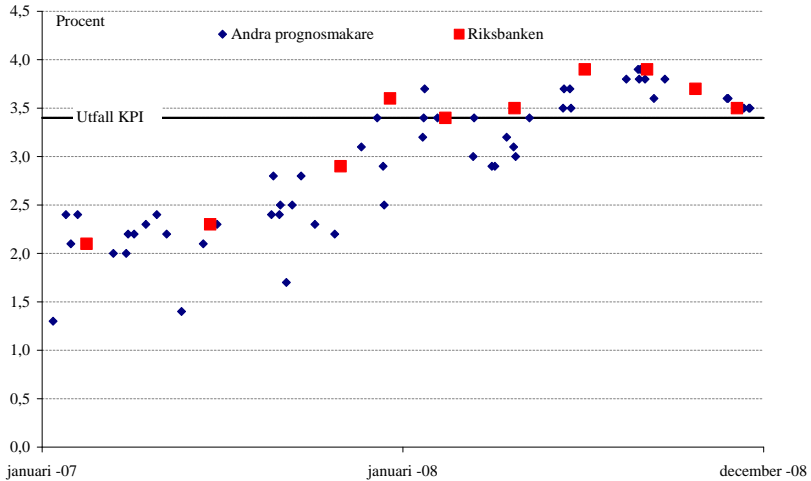
I början av utvärderingsperioden förväntade sig Riksbanken att en svag importprisutveckling i kombination med en stark produktivitetstillväxt skulle begränsa inflationstrycket trots den i utgångsläget höga tillväxten i den svenska ekonomin. KPI-inflationen bedömdes dock stiga mot inflationsmålet 2 % under 2008 till följd av bl.a. ett tilltagande inhemskt kostnadstryck. Från mitten av 2007 började Riksbanken successivt skriva upp KPI-prognosen, i takt med att produktiviteten utvecklades svagare än förväntat, bristen på arbetskraft ökade och de internationella priserna på energi och livsmedel började stiga snabbt. De kraftigaste uppjusteringarna gjordes mot slutet av 2007, men även då underskattades styrkan i den snabba inflationsuppgången under våren och sommaren 2008.

Av diagram 13 framgår också att Riksbanken i de KPI-prognoser som gjordes mot slutet av 2007 och 2008 visserligen räknade att inflationstakten skulle dämpas mot slutet av 2008, men att den prognostiserade nedgången var betydligt mindre än den snabba nedgång som sedan kom i spåret av finanskrisen och det internationella priset på olja och andra råvaror.

Jämförelsen mellan prognosmakarnas KPI-prognoser i diagram 14 visar att samtliga inledningsvis underskattade den kraftiga uppgången i inflationstakten från mitten av 2007 och under 2008. Under i stort sett hela 2007 räknade så gott som samtliga bedömare med att inflationen under 2008 skulle hamna kring eller något över inflationsmålet på 2 %, vilket ska jämföras med utfallet på 3,4 %. Spridningen mellan prognoserna var dock tidvis relativt stor. Det kunde t.ex. skilja upp till 1 procentenhet mellan bedömningar som gjordes vid ungefär samma tidpunkt. I likhet med Riksbanken började även övriga prognosmakare att mot slutet av 2007 revidera upp sina KPI-prognoser. Under senare delen av 2008 låg KPI-prognoserna

nästan samfällt över det verkliga utfallet, vilket bl.a. förklaras av att man inte förutsåg att inflationen under hösten skulle gå ned så snabbt som den gjorde på grund av bl.a. finanskrisen och Riksbankens egna räntesänkningar under hösten.

**Diagram 14. Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosmakares KPI-prognoser för 2008**



Anm.: I gruppen andra prognosmakare ingår följande nio organisationer: Finansdepartementet, Handels Utredningsinstitut, Konjunkturinstitutet, LO, Nordea, SEB, Svenska Handelsbanken, Svenskt Näringsliv och Swedbank.

Källa: Riksbankens underlagsrapport.

Diagram 14 visar att Riksbankens KPI-prognoser för 2008 står sig relativt väl i jämförelse med andra prognosmakares bedömningar. Den mer detaljerade analysen av träffsäkerheten som redovisas i underlagsrapporten visar dessutom att Riksbanken tillhörde de prognosmakare som hade högst träffsäkerhet i KPI-prognoserna för 2008.

### *Penningpolitiken*

Riksbanken anger i underlagsrapporten att Riksbanken under 2006 och 2007 såg framför sig en gynnsam konjunktur med avtagande tillväxt och stigande inflation. Den övergripande penningpolitiska avvägningen under denna period handlade, enligt Riksbanken, om i vilken takt reporäntan borde höjas för att i ljuset av ett gradvis högre kostnadstryck och resursutnyttjande säkra en inflation i linje med inflationsmålet på ett par års sikt. Reporäntan höjdes under dessa premisser successivt från 1,5 % vid ingången av 2006 till 4 % i slutet av 2007.

Från slutet av 2007 pressades inflationen upp av främst kraftigt stigande priser på energi och livsmedel samtidigt som tillväxten i såväl Sverige som omvärlden började dämpas bl.a. på grund av den ökade turbulensen på de internationella finansmarknaderna. Enligt Riksbanken handlade de penningpolitiska övervägandena under de första tre kvartalen 2008 om att

hantera de motstridiga krafterna – ett stigande inflationstryck kontra en svagare konjunktur och en lägre tillväxt. För att förhindra att den höga inflationen skulle bita sig fast i ekonomin höjdes reporäntan ytterligare under 2008, till 4,75 % i början av september.

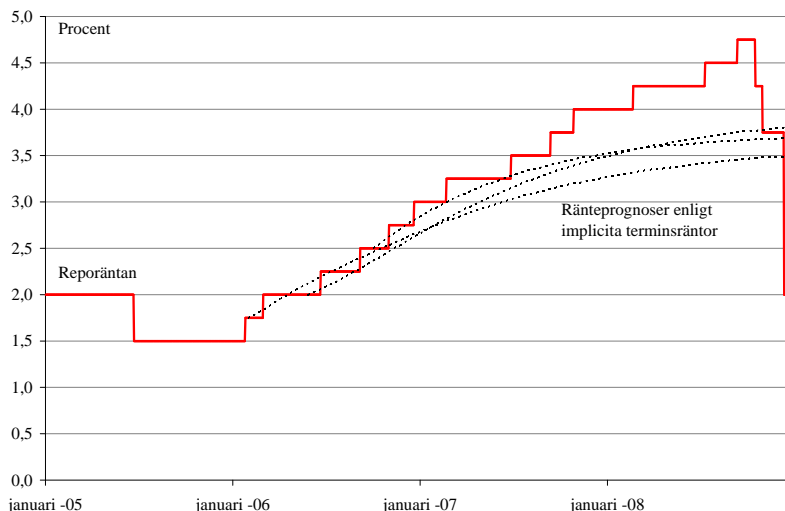
När den globala finanskrisen förvärrades hösten 2008 förändrades förutsättningarna för penningpolitiken, enligt underlagsrapporten. Den tidigare konflikten mellan att stabilisera den reala ekonomin och stabilisera inflationen försvann. Konjunkturedgången fördjupades snabbt samtidigt som priserna på olja och andra råvaror föll. För att klara inflationsmålet och mildra effekterna av den finansiella krisen sänktes reporäntan i tre steg under hösten, till 2 % i december 2008.

### **De penningpolitiska besluten 2006**

Vid direktionens sammanträden i januari och februari 2006 höjdes reporäntan med sammanlagt 0,5 procentenheter till 2 %. Riksbanken bedömde då, enligt Riksbankens underlagsrapport, att konjunkturen skulle fortsätta att förbättras under året men att uppgången skulle mattas något efter hand. Situationen på arbetsmarknaden hade ljusnat en del och den relativt låga inflationen förväntades öka och ligga nära inflationsmålet på ett par års sikt. Kostnadstrycket i ekonomin begränsades av den snabbt ökade produktiviteten. Efter höjningen i januari bedömde Riksbanken att reporäntan därefter skulle utvecklas i linje med marknadsaktörernas förväntningar, se diagram 15. Vid mötet i februari noterade direktionen att inflationstrycket var lågt och att reporäntan framöver kanske skulle höjas i en långsammare takt än vad som indikerades av marknadsaktörernas förväntningar.

Vid mötena under januari och februari menade direktionen att det i de penningpolitiska besluten fanns anledning att väga in de senaste årens kraftiga uppgång i utlåningen och fastighetspriserna. Uppgången kunde innebära risker för framtida kraftiga fluktuationer i ekonomin. Ett sätt att ta hänsyn till dessa risker var, enligt direktionen, att höja räntan tidigare än vad som hade behövts om hänsyn endast tagits till inflationsutvecklingen.

Vid direktionens möte i april hölls reporäntan oförändrad på 2 %, men vid mötet i juni höjdes räntan på nytt med 0,25 procentenheter till 2,25 %. Ny statistik visade att konjunkturuppgången fortsatte samt att tillväxten och sysselsättningen steg lite snabbare än tidigare förväntat. Ny statistik visade också att energipriserna hade stigit mer än förväntat, vilket innebar att prognoserna över inflationen på kort sikt justerades upp något. Däremot visade prognoserna på lite längre sikt att inflationen skulle stiga mot inflationsmålet i ungefär samma takt som Riksbanken tidigare bedömt under förutsättning att reporäntan höjdes gradvis. Vid junimötet angav direktionen också att det möjligtvis fanns behov av att höja reporäntan något mer under det närmaste året än vad marknadsaktörerna förväntade sig.

**Diagram 15. Reporäntan och ränteprogner (terminsräntor) gjorda 2006**

Källa: Riksbankens underlagsrapport.

Under andra halvåret visade indikatorer och ny statistik att konjunkturen var starkare än vad Riksbanken tidigare räknat med. Sysselsättningen steg snabbt samtidigt som efterfrågan, hushållens skuldsättning och huspriserna fortsatte att öka. Sammantaget gjorde Riksbanken bedömningen att reporäntan skulle behöva höjas ytterligare för att hålla inflationen kring inflationsmålet. Reporäntan höjdes med 0,25 procentenheter varje gång vid mötena i augusti, oktober och december, till en nivå i december på 3 %.

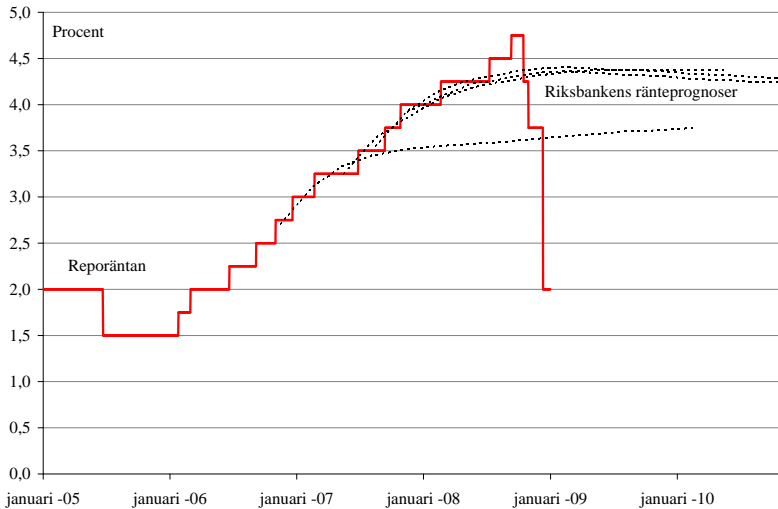
### De penningpolitiska besluten 2007

I början av 2007 räknade Riksbanken med en fortsatt stark konjunktur, ökad sysselsättning och en snabbt stigande produktivitet, även om banken bedömde att produktivitetstillväxten skulle mattas av något på grund av den förbättrade arbetsmarknaden. Trots tendenser till en lägre inflation på grund av lägre energipriser och starkare krona, bedömde Riksbanken att inflationen framöver skulle stiga gradvis i takt med att resursutnyttjandet i ekonomin ökade. Vid direktionens möte i februari höjdes reporäntan med 0,25 procentenheter till 3,25 %. I februari var det också första gången Riksbanken redovisade en egen ränteprognos. Enligt prognosen skulle reporäntan behöva höjas ytterligare någon eller några gånger under det första halvåret 2007 för att inflationen skulle hamna på inflationsmålet och den realekonomiska utvecklingen bli balanserad.

Vid mötet i mars presenterades endast marginella förändringar av bankens bedömningar av konjunktur- och inflationsutsikterna. Reporäntan lämnades oförändrad på 3,25 % samtidigt som Riksbanken, liksom i februari, gjorde bedömningen att reporäntan skulle behöva höjas ytterligare 0,25 procentenheter under de kommande månaderna och att man därefter sannolikt

skulle kunna avvakta med ytterligare räntehöjningar. Vice riksbankschefen Svante Öberg reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde höjas med 0,25 procentenheter. Enligt Öberg hade riskerna för en högre inflation ökat betydligt sedan direktionens senaste möte i februari.

**Diagram 16. Reporäntan och Riksbankens ränteprognoser gjorda 2007**



Källa: Riksbankens underlagsrapport.

Vid mötet i maj förändrades Riksbankens syn på utvecklingen. Bilden av ett stigande kostnadstryck hade förstärkts under de gångna månaderna, enligt underlagsrapporten. Avtalsförhandlingarna föreföll resultera i högre lönepåslag än vad Riksbanken räknat med i tidigare prognoser. Dessutom såg finanspolitiken ut att bli mer expansiv än vad man tidigare antagit samtidigt som arbetslösheten sjönk snabbare än förväntat. Samtidigt motverkades den stigande inflationen av fortsatt god produktivitet och låga importpriser. Direktionen beslutade att hålla reporäntan oförändrad. Någon ny ränteprognos publicerades inte vid mötet i maj, men däremot gjordes en kvalitativ bedömning av prognosen i februari. Enligt den bedömningen skulle reporäntan framöver sannolikt behöva höjas mer än vad ränteprognosen från februari visade till följd av det stigande kostnadstrycket. Vice riksbankscheferna Svante Öberg och Lars Nyberg reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde höjas med 0,25 procentenheter samt att ränteprognosen borde revideras upp. Både ansåg att riskerna för en högre inflation ökat betydligt de senaste månaderna.

Vid mötet i juni visade ny statistik att den svenska BNP-tillväxten avtagit snabbt under första kvartalet 2007. Enligt Riksbanken tydde dock olika faktorer på att försvagningen var tillfällig. Den internationella konjunkturen var fortsatt stark och den inhemska konsumtionen väntades stiga av kraftigt ökade hushållsinkomster. Statistiken visade också att situationen på arbetsmarknaden blivit stramare samt att kostnadstrycket ökat. Den tidi-

gare mycket höga produktivitetstillväxten hade avtagit markant, vilket tillsammans med höga löneökningar fått till effekt att arbetskraftskostnaderna per enhet skjutit i höjden under första kvartalet 2007, efter att i stort sett ha legat stilla under tre år. Det stigande kostnadstrycket i kombination med en fortsatt stark konjunktur innebar att Riksbanken höjde reporäntan med 0,25 procentenheter till 3,5 %. Samtidigt justerades ränteprognosen upp. Direktionen bedömde att reporäntan borde ligga kring 4 % i slutet av 2007 för att följas av ytterligare en eller ett par räntehöjningar under de kommande åren. Vice riksbankschefen Svante Öberg reserverade sig mot ränteprognosen och den penningpolitiska rapporten. Han ansåg att inflationstrycket skulle bli starkare under de närmaste åren och att reporäntan därför sannolikt kommer att behöva höjas mer än vad som framgår av huvudscenariots ränteprogno.

Under andra halvåret förstärktes, enligt underlagsrapporten, bilden av en stram arbetsmarknad och ett stigande kostnadstryck. Samtidigt började företag och hushåll att revidera upp sina förväntningar över inflationens utveckling under det närmaste året. Enligt Riksbankens bedömning var utvecklingen av produktiviteten nyckelfaktorn för hur inflationen skulle utvecklas de närmaste åren. Produktiviteten hade på tvärs mot tidigare förväntningar utvecklats svagt under första kvartalet 2007. Det stigande kostnadstrycket indikerade att prognosen för reporäntans utveckling borde justeras upp, enligt underlagsrapporten. Mot detta stod att osäkerheten om den internationella konjunkturutvecklingen ökat betydligt under sommaren och hösten, till följd av den finansiella oron och krisen på den amerikanska bolånemarknaden.

Direktionen beslutade dock både vid mötet i september och vid mötet i oktober att reporäntan framöver endast skulle behöva höjas i samma takt som direktionen räknade med i juni. Reporäntan höjdes vid båda tillfällena med 0,25 procentenheter till en nivå på 4 %. Vice riksbankschefen Svante Öberg reserverade sig vid oktobermötet mot den penningpolitiska rapporten och ansåg att inflationstrycket och därmed behovet av att höja reporäntan framöver skulle bli större än vad som framgick av den penningpolitiska rapporten.

I slutet av 2007 ökade osäkerheten om den internationella konjunkturen till följd av den tilltagande finansiella oron. Tillväxten i den svenska ekonomin såg ut att mattas av snabbare än förväntat. Samtidigt steg den svenska inflationen snabbare än tidigare beräknat, på grund av bl.a. kraftigt stigande priser på energi och livsmedel. Direktionen beslutade dock vid sitt möte i december att lämna räntan oförändrad på 4 % samtidigt som ränteprognosen justerades ned något. Vice riksbankschefen Svante Öberg reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde höjas med 0,25 procentenheter.

## De penningpolitiska besluten 2008

Den svenska konjunkturen var god i början av året och arbetsmarknaden fortsatte att utvecklas starkt. Enligt underlagsrapporten gjorde Riksbanken bedömningen att tillväxten skulle mattas av under året och sysselsättningen öka långsammare. Det handlade dock inte om någon kraftig försvagning av konjunkturläget. Till följd av främst stigande priser på energi och livsmedel hade inflationen stigit kraftigt mot slutet av 2007 och Riksbanken räknade med att inflationen skulle bli hög även under 2008. Riksbanken konstaterade samtidigt att även det underliggande inflationstrycket och inflationsförväntningarna stigit, vilket hotade inflationsmålet även på lite längre sikt. Den svaga produktiviteten och höjda löner bidrog till att produktionskostnaderna steg i snabb takt.

Osäkerheten om den internationella konjunkturen hade ökat på grund av den fortsatta oron på de finansiella marknaderna.

Direktionen beslutade vid sitt möte i februari att höja reporäntan med ytterligare 0,25 procentenheter till 4,25 % samt att reporäntan sedan skulle lämnas oförändrad under resten av året. Det skulle enligt direktionen bidra till att föra tillbaka inflationen mot inflationsmålet på 2 % på ett par års sikt. Osäkerheten i bedömningen var dock mycket stor. Riksbanken konstaterade att penningpolitiken nu måste ta hänsyn till två motstridiga krafter – å ena sidan en hög inflation och ett högt kostnadstryck, å andra sidan risken för en svagare konjunktur i spåret av den finansiella oron. Förste vice riksbankschefen Irma Rosenberg och vice riksbankschefen Lars Nyberg reserverade sig mot beslutet att höja reporäntan och mot huvudscenariot i den Penningpolitiska rapporten. Enligt båda hade osäkerheten om den finansiella utvecklingen ökat sedan december och därför fanns det skäl att avvakta med en räntehöjning.

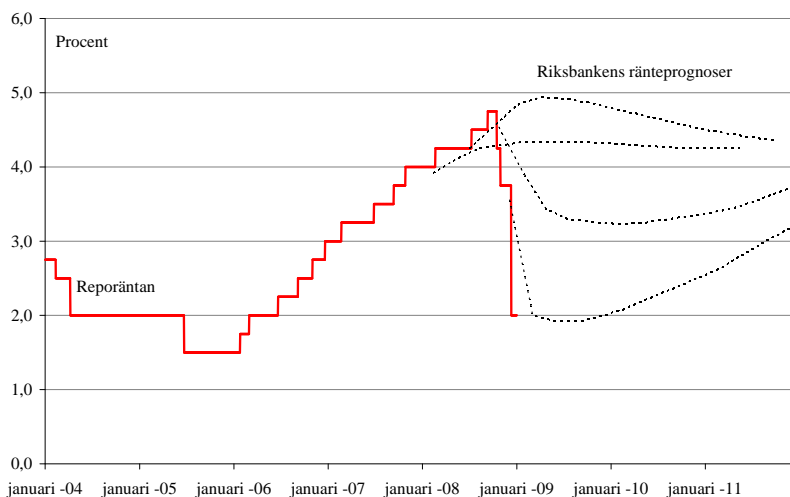
Vid direktionens möte i april hade inte den grundläggande bilden förändrats, utan direktionen beslutade att lämna reporäntan oförändrad och hålla kvar vid den tidigare prognosen om oförändrad ränta under resten av året.

Vid mötet i juli konstaterade Riksbanken att det fanns tecken på en snabbare och mer uttalad avmattning av den svenska ekonomin än vad man bedömt i februari och april. Bland annat visade SCB:s siffror att BNP vuxit långsammare än förväntat under första kvartalet 2008. Riksbanken konstaterade också att det inte gick att bedöma när läget på de internationella finansmarknaderna skulle stabiliseras. Samtidigt hade inflationen fortsatt att stiga till en nivå under sommaren på drygt 4 %, vilket var den högsta nivån sedan mitten av 1990-talet. Uppgången förklarades av att energi- och råvarupriserna under våren stigit betydligt mer än förväntat. Banken gjorde bedömningen att det fanns risk för att de kraftiga prisuppgångarna på olja och livsmedel skulle leda till att även andra priser började öka snabbt.

Mot bakgrund av den stigande inflationen och risken för att den skulle bita sig fast i ekonomin beslutade direktionen att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 4,5 %. Samtidigt bedömde man att räntan skulle

behöva höjas ytterligare två gånger under året för att inflationen på två års sikt skulle kunna föras tillbaka mot inflationsmålet. Förste vice riksbankschefen Irma Rosenberg och vice riksbankscheferna Lars Nyberg och Barbro Wickman-Parak, dvs. hälften av direktionen, reserverade sig mot prognoserna i den penningpolitiska rapporten och menade bl.a. att prognosen över ränteutvecklingen borde ha varit lägre. De ställde sig dock bakom beslutet att höja räntan.

**Diagram 17. Reporäntan och Riksbankens ränteprognoiser gjorda 2008**



Källa: Riksbankens underlagsrapport.

Vid mötet i början av september konstaterade Riksbanken att oron på de finansiella marknaderna fortsatt under sommaren och att den internationella konjunkturen hade försvagats mer än vad man räknat med i juli. Oljehöjningarna och övriga råvarupriser hade börjat sjunka från tidigare extremt höga nivåer, och Riksbanken bedömde att priserna skulle fortsätta att gå ned. Tillväxten i den svenska ekonomin hade under första halvåret varit svagare än väntat, och olika indikatorer signalerade en ytterligare försvagning.

Kostnadstrycket var emellertid fortsatt högt, enligt underlagsrapporten. Inflationen och inflationsförväntningarna var höga och arbetskraftskostnaderna per enhet hade stigit snabbare än förväntat. Direktionen beslutade sig för att höja reporäntan med ytterligare 0,25 procentenheter till 4,75 %. Samtidigt justerades dock ränteprognoisen i den Penningpolitiska uppföljningen ned bl.a. med motiveringen att de internationella råvarupriserna börjat falla samt att tillväxten både internationellt och i Sverige mattats av mer än förväntat. De tre direktionsledamöterna som reserverat sig i juli reserverade sig även i september. De reserverade sig mot såväl räntehöjningen som ränteprognoisen i den Penningpolitiska uppföljningen. De för-



ordade en lägre ränteprognoS. Enligt reservanterna riskerade såväl avmattningen i ekonomin som dämpningen av inflationstrycket att bli kraftigare än vad som förväntades i den penningpolitiska uppföljningen.

En vecka efter direktionens septemberbeslut meddelade SCB att man reviderade ned årets tidigare inflationsstatistik på grund av en felberäkning av prisutvecklingen på skor. Bland annat justerades inflationstakten för juli, dvs. den mest aktuella månadssiffra som direktionen hade vid sitt beslut i september, ned med 0,3 procentenheter, från 4,4 % till 4,1 %. Samtidigt meddelades dock att inflationstakten för augusti blev 4,3 %, dvs. i nivå med de 4,4 % som tidigare gällt för juli månad.

I mitten av september, ett par veckor efter direktionens möte, förvärrades situationen på den internationella finansmarknaden dramatiskt. Krisen började också i betydligt större utsträckning än tidigare att påverka den svenska finansmarknaden och de svenska finansinstituten. Riksbanken anger i underlagsrapporten att den finansiella oron funnits med i Riksbankens analyser under en lång tid, men att den mycket snabba förändringen under hösten var oväntad.

På kort tid tvingades centralbankerna runtom i världen, inklusive Riksbanken, att stötta enskilda banker och vidta åtgärder för att stabilisera finansmarknaderna. Krisen riskerade att kraftigt fördjupa den pågående konjunkturnedgången. Vid ett extra möte den 8 oktober beslutade direktionen att delta i en gemensam aktion med andra centralbanker och sänka reporäntan med 0,5 procentenheter till 4,25 %.

Vid det ordinarie mötet i slutet av oktober beslutade direktionen att sänka reporäntan med ytterligare 0,5 procentenheter till 3,75 %. Riksbanken konstaterade att den finansiella krisen allvarligt förvärrats och att krisen lett till högre lånekostnader för hushåll och företag, minskade förmögenhetsvärden och betydligt större osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen. Tillväxt- och inflationsprognoserna justerades ned kraftigt.

På grund av den dramatiska utvecklingen flyttades direktionens ordinarie möte den 16 december fram två veckor till den 3 december. Vid mötet beslutade direktionen att sänka reporäntan med 1,75 procentenheter till 2 %. Samtidigt beslutade direktionen att kraftigt justera ned ränteprognoSen för att dämpa produktionsfallet och klara inflationsmålet på ett par års sikt. Konjunkturer försvagades snabbt under hösten. De s.k. konfidenSindikatorerna, som sammanfattar stämningSläget i den svenska ekonomin, sjönk till historiskt låga nivåer och läget på arbetsmarknaden försämrades drastiskt. SCB:s statistik visade att BNP sjunkit under både andra och tredje kvartalet, och finanskrisen hade skapat en allmän åtstramning av kreditgivningen. Inflationen sjönk bl.a. till följd av fallande priser på olja och andra råvaror. Riksbanken justerade kraftigt ned sina prognoser över såväl produktions- som inflationsutvecklingen.

## Externa bedömningar av den svenska penningpolitiken

Nedan sammanfattas Internationella valutafondens (IMF) och OECD:s bedömningar av den svenska penningpolitiska utvecklingen under perioden 2005–2008, i den mån organisationerna under perioden kommenterat penningpolitiken i sina respektive rapporter.

### *Internationella valutafonden*

Normalt gör IMF varje år en s.k. artikel IV-konsultation i varje medlemsland om den ekonomiska och finansiella utvecklingen. Det är sedan upp till varje enskilt land att publicera de uttalanden och den rapport som blir resultatet av konsultationerna. Sverige har sedan början av 1990-talet offentliggjort IMF:s rapporter.

### **2005 års konsultation (maj 2005)**

En kraftig produktivitetstillväxt och en dämpad arbetsmarknad har enligt IMF inneburit att inflationen varit lägre än tidigare förväntat. Låga importpriser och fallande livsmedelspriser har också bidragit till den låga inflationen. Detta har skapat utrymme för en långtgående sänkning av reporäntorna under 2004. Både den nominella och reala räntan ligger på historiskt låga nivåer. Det finns en bred enighet om att tillväxten i den svenska ekonomin kommer att vara hög även framöver samt att resursutnyttjandet i ekonomin gradvis kommer att stiga under 2005 och 2006. Detta betyder att utrymmet för att ytterligare sänka reporäntorna är mycket begränsat. De finanspolitiska stimulanser som regeringen planerar för 2005 och 2006 gör att den ekonomiska politiken i utgångsläget är tillräckligt efterfrågestimulerande. Om arbetsmarknaden utvecklas som förväntat kommer inflationen att successivt stiga mot inflationsmålet på två års sikt, även om den nu mycket snabba produktivitetstillväxten avtar något.

### **2006/07 års konsultation (februari 2007)**

Inflationen i den svenska ekonomin bedöms stiga under de närmaste två åren, enligt IMF. Det gör att Riksbanken förväntas fortsätta att strama åt penningpolitiken och höja reporäntan framöver. Riksbanken höjde med 1,5 procentenheter under 2006 till en nivå på 3 %, och ytterligare höjningar är att vänta. Realräntan är fortfarande nära noll och penningpolitiken är i nuläget ganska expansiv. Enligt IMF bör en neutral reporänta ligga kring 4 %, vilket Riksbanken inte motsatt sig i diskussionerna med IMF:s delegation.

IMF anser vidare att de förändringar Riksbanken gjort i sin penningpolitiska strategi förbättrat Riksbankens kommunikation med allmänheten och marknaderna. IMF konstaterar också att Riksbanken planerar att offentliggöra sin egen ränteprognos. IMF välkomnar Riksbankens initiativ. Initiativet innebär att Riksbanken ytterligare markerar sin position som en av de bästa centralbankerna i världen. Den utvärdering av den svenska penning-

politiken 1995–2005 som gjorts på initiativ av riksdagen kommer att ytterligare bidra till förbättringen av det penningpolitiska ramverket och den penningpolitiska strategin.

### **2008 års konsultation (juli/augusti 2008)**

IMF anser i rapporten att Riksbanken är en av de mest öppna och transparenta centralbankerna i världen. IMF argumenterar för att Riksbanken hållit en låg reporänta under en lång tid och att banken var sen med att höja reporäntan under konjunkturuppgången från 2005 och framåt. Enligt IMF:s synsätt ligger den naturliga svenska reporäntan kring 4,25 %. IMF konstaterar att reporäntan successivt höjdes upp till 4,25 % i februari 2008, vilket dock var sent i konjunkturcykeln.

Eftersom inflationen stigit en bra bit över inflationsmålet övre gräns och inflationsförväntningarna ökat välkomnar IMF Riksbankens ytterligare räntehöjning under sommaren (räntehöjningen i juli, från 4,25 till 4,5 %). Enligt IMF bör penningpolitiken fortsätta att vara stram för att bryta uppgången i inflationsförväntningarna och förhindra en andra våg av prisuppgångar.

IMF anser också att kronan är undervärderad. IMF räknar med att kronan stärks framöver, vilket bl.a. kommer att bidra till att minska inflations- och kostnadstrycket i den svenska ekonomin.

## *OECD*

### **Sverigerapporten 2007 (februari 2007)**

Till skillnad från IMF granskar OECD penningpolitiken mer oregelbundet och då oftast från en mer långsiktig och övergripande utgångspunkt. I OECD:s Sverigerapport 2007 (februari 2007) analyserar OECD globaliseringsens effekter på inflationen, varför den svenska inflationen under flera år legat under inflationsmålet samt vilka konsekvenser det får för penningpolitiken. I punkterna nedan sammanfattas OECD:s rekommendationer:

- Fallande priser inom vissa sektorer som beror på ökad konkurrens och marknadsavregleringar är till nytta för svenska konsumenter och bör därför välkomnas. Ytterligare reformer bör genomföras för att öka konkurrensen inom främst byggsektorn och elsektorn där prisnivåerna fortfarande ligger signifikant över EU-genomsnittet.
- Riksbankens beslut att ibland förlänga tidshorisonten i inflationsmålet, dvs. att ibland låta det ta mer än två år innan inflationen ligger kring inflationsmålet, verkar enligt OECD vara en förnuftig politik så länge de s.k. positiva utbudschockerna är temporära. När inflationsutvecklingen på kort och medellång sikt blir mer osäker bör Riksbanken i högre grad än tidigare hålla koll på och förankra de långsiktiga inflationsförväntningarna i ekonomin kring inflationsmålet.

- Globaliseringen, den ökade konkurrensen och den stigande produktiviteten har inneburit att Riksbanken underskattat inflationsutvecklingen. Inflationen har år efter år hamnat under inflationsmålet. Detta innebär att Riksbanken bör satsa mer resurser på att förbättra prognoserna och mer noggrant analysera de underliggande orsakerna till inflationsutvecklingen.

Riksbanken bör ytterligare klargöra att banken endast tar hänsyn till fastighetsprisernas utveckling i de penningpolitiska besluten om prisutvecklingen bedöms få effekt på den framtida prisstabiliteten. Riksbanken bör i sina rapporter redovisa ytterligare uppgifter om fastighetspriserna och hushållens skuldsättning och hur dessa variabler påverkar prisstabiliteten samt i vilken utsträckning penningpolitiken kan motverka olika effekter.

### **Sverigerapporten 2008 (december 2008)**

I rapporten kommenterar OECD den svenska penningpolitiken mycket kortfattat. OECD räknar med en nolltillväxt för Sverige 2009 och förväntar sig att resursutnyttjandet i den svenska ekonomin sjunker kraftigt framöver. Detta i kombination med lägre råvarupriser gör, enligt OECD, att Riksbanken kan sänka räntorna ytterligare (när OECD offentliggjorde sin rapport hade Riksbanken sänkt reporäntan med sammanlagt 1 procentenhet i oktober, den stora räntesänkningen i december på 1,75 procentenheter skedde efter OECD:s publicering). Störningarna på finansmarknaderna är ett starkt argument för att Riksbanken bör sänka räntorna snabbare och kraftigare än vad de skulle ha gjort om finansmarknaderna varit i balans. Under förutsättning att finansmarknaderna stabiliseras mot slutet av 2009 bör Riksbanken börja höja räntorna 2010 i takt med att tillväxten ökar och BNP-gapet minskar.

I en textruta i rapporten behandlar OECD även de förändringar i kommunikationen med marknaderna och allmänheten som Riksbanken genomfört sedan OECD:s förra Sverigerapport – t.ex. publiceringen av ränteprognoiser, besluten att hålla presskonferenser efter varje penningpolitiskt möte oavsett om räntan ändrats eller inte, utvidgningen av protokollet från de penningpolitiska mötena etc. Enligt OECD bidrar bl.a. Riksbankens publicering av ränteprognoiser till att öka förtroendet för penningpolitiken. Ränteprognoiserna bidrar också till att i högre grad än tidigare fokusera den penningpolitiska analysen och debatten på den långsiktiga ränteutvecklingen i stället för på aktuella dagliga räntenivåer. Ränteprognoisernas användbarhet kan dock, enligt OECD, minska i tider av kris då ränteprognoiserna snabbt kan visa sig bli obsoleta.

### **Finansutskottets ställningstagande**

Utskottet har granskat inflationen och penningpolitiken under perioden 2006–2008. Granskningen fokuserar på utfallet mot slutet av perioden, framför allt 2008. Utskottet har tidigare utvärderat utfallet för 2007 (bet.

2007/08:FiU24). Däremot har ingen fördjupad prövning gjorts av utfallet för 2006 av den anledningen att utskottet då behandlade den externt utförda utvärderingen av den svenska penningpolitiken 1995–2005 (rapporter från riksdagen 2006/07:RFR1). Det material som presenteras ovan och de bedömningar som görs nedan är dock till stor del relevanta även för 2006 och 2007.

Som underlag för utvärderingen har utskottet bl.a. använt Riksbankens rapport Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2006–2008. Underlagsrapporten är den andra i sitt slag och har tillkommit på initiativ av utskottet. Utskottets intryck av årets rapport är att den på ett analyserande och fördjupat sätt beskriver utvecklingen under perioden. Utskottet noterar också att Riksbanken vidareutvecklat vissa delar av rapporten, jämfört med förra årets rapport. Bland annat har Riksbanken förbättrat och vidareutvecklat jämförelserna mellan Riksbankens prognoser och andra prognosmakares bedömningar. Utskottet välkomnar förändringen eftersom bedömningar av kvaliteten på prognoserna är en viktig del av den penningpolitiska utvärderingen.

Av underlagsrapporten framgår att Riksbanken, i likhet med så gott som alla andra prognosmakare, missbedömt produktivitetens utveckling under perioden. Samma iakttagelse gjorde utskottet i förra årets utvärdering (bet. 2007/08:FiU24). Utskottet noterade då att Riksbanken under de senaste åren satsat ytterligare resurser på att förbättra analyserna och öka förståelsen av den reala ekonomins utveckling. Utskottet anförde samtidigt att underlagsrapporten vore ett bra forum för att presentera djupare analyser över orsakerna till varför man missbedömt t.ex. produktiviteten och utvecklingen på arbetsmarknaden. Utskottet saknar dock denna typ av uppgifter i årets underlagsrapport men anser fortfarande att framtida rapporter, om möjligt, bör kompletteras med lärande analyser av detta slag.

När det gäller penningpolitiken under 2006–2008 vill utskottet börja med att konstatera att både den internationella och den svenska inflations-takten stigit under perioden (bortsett från hösten 2008) samtidigt som tillväxttakten avtagit. Kostnadstrycket i den svenska ekonomin har gradvis vuxit sig starkare under perioden samtidigt som osäkerheten om konjunkturutvecklingen successivt ökat. Det är en situation som enligt utskottets mening ställer stora krav på penningpolitiken och den penningpolitiska analysen. Perioden utmärks också av några större händelser som varit svåra att förutse och bedöma – de kraftigt stigande internationella råvarupriserna under 2007 och 2008 och den dramatiskt fördjupade finanskrisen hösten 2008.

Sammantaget steg den svenska inflationen mätt enligt konsumentprisindex (KPI) med i genomsnitt 2,3 % per år under utvärderingsperioden, vilket är högre än Riksbankens inflationsmål på 2 % men inom det s.k. toleransintervallet på  $\pm 1$  procentenhet.

Genomsnittssiffran döljer dock en mer dramatisk utveckling. I början av 2006 låg inflationstakten på 0,6 % för att stiga till en toppnivå på 4,4 % i början av hösten 2008 och sedan snabbt falla tillbaka till knappt 1 % i december 2008. Genomsnittet för 2008 blev en inflation på 3,4 %, vilket är över såväl inflationsmålet som toleransintervallet. Det är också den högsta årssiffra som noterats sedan 1993. Det ökade inflationstrycket under perioden berodde bl.a. på kraftigt stigande råvarupriser, en snabbt avtagande produktivitetstillväxt i den svenska ekonomin och på stigande räntor under perioden. Mätt enligt det underliggande inflationsmålet (KPIF), där reporäntan hålls på en konstant oförändrad nivå, steg inflationen under perioden med i genomsnitt 1,9 % per år, dvs. en tiondel under inflationsmålet. Under 2008 steg inflationen mätt enligt KPIF med 2,7 %.

Under perioden höjde Riksbanken reporäntan med 3,25 procentenheter för att motverka den stigande inflationen, från historiskt låga 1,5 % i början av 2006 till 4,75 % i början av september 2008, dvs. endast några veckor innan finanskrisen drastiskt förvärrades. Från oktober 2008 till december 2008 sänktes reporäntan med 2,75 procentenheter i spåret av finanskrisen, den snabbt avtagande inflationstakten och den snabba konjunkturförsvagningen.

Utskottets genomgång av ränteförändringarna och underlaget vid de olika beslutstillfällena visar att räntejusteringarna gjorts i linje med bedömningarna av inflations- och produktionsutvecklingen. Enligt utskottets mening finns ett gott samband mellan den syn på inflationen och konjunktturen Riksbanken presenterat och de räntebeslut som direktionen tagit. Utskottet noterar dock att osäkerheten i beslutsunderlagen ökade avsevärt fr.o.m. hösten 2007 när inflationstakten började stiga över inflationsmålet och osäkerheten om den internationella och den svenska konjunktturen tilltog på grund av den finansiella oron och krisen på den amerikanska bolånemarknaden.

Utskottets genomgång av Riksbankens inflationsbedömningar under perioden visar enligt utskottets mening att Riksbanken ganska väl fångade den stigande inflationstrenden under perioden. Däremot är det tydligt att Riksbanken underskattade styrkan i inflationsuppgången. Riksbanken förutsåg inte den mycket kraftiga uppgången i de internationella råvarupriserna under 2007 och 2008.

Med facit i hand innebär detta att Riksbanken sannolikt borde ha höjt reporäntan snabbare under framför allt 2006 men kanske också under 2007 för att motverka det inflationstryck som började stiga mot slutet av 2007. Samma bedömning gjorde utskottet i förra årets utvärdering. Med tanke på hur inflationen med facit i hand sedan kom att utvecklas ifrågasatte utskottet då också Riksbankens relativt kraftiga sänkning av reporäntan i juni 2005 till 1,5 %. Utvärderingen i följande omfattade perioden 2005–2007.

Utskottet kan dock nu, i likhet med förra årets utvärdering, konstatera att de kraftigt stigande priserna på energi, livsmedel och andra råvaror var svåra att förutse. Genomgången av inflationsprognoserna visar att så gott

som ingen prognosmakare förutsåg råvaruprisuppgången och dess effekter på den svenska inflationen. Genomgången visar däremot att Riksbankens inflationsprognoser stod sig väl i jämförelse med övriga prognosmakare. Riksbankens prognoser för inflationen under 2008 tillhörde de mest träffsäkra.

Som utskottet noterade ovan ökade osäkerheten i Riksbankens beslutsunderlag mot slutet av 2007. Osäkerheten tilltog under 2008. I den första penningpolitiska rapporten under 2008 (PPR 2008:1) skrev Riksbanken att osäkerheten i bedömningarna är stor och att penningpolitiken nu måste ta hänsyn till olika motverkande krafter – å ena sidan en hög inflation och ett högt kostnadstryck, å andra sidan turbulensen på de finansiella marknaderna och riskerna för en dämpad internationell konjunktur. Men trots den stora osäkerheten fortsatte Riksbanken att höja reporäntan ytterligare vid tre tillfällen, till en nivå i början av september 2008 på 4,75 %. Anledningen var bl.a. att inflationen och inflationsförväntningarna fortsatte att stiga; inflationstakten gick över 4-procentsnivån under sommaren.

Strax efter Riksbankens räntehöjningsbeslut i september förvärrades situationen på finansmarknaderna dramatiskt. I spåret av finanskrisen försvagades både den internationella och den svenska konjunkturen kraftigt mot slutet av 2008 samtidigt som inflationstrycket avtog markant. Inflationstakten föll ned mot knappt 1 % mot slutet av året, och den har fortsatt att falla under 2009.

Med facit i hand innebär detta enligt utskottets mening att även Riksbankens räntehöjningar under 2008, särskilt höjningsbeslutet i september, kan ifrågasättas. Utskottet noterar också att oenigheten i direktionen vid de aktuella räntebesluten under 2008 var större än vad den normalt brukar vara. Vid t.ex. räntebeslutet i september reserverade sig tre ledamöter, dvs. hälften av direktionen, mot såväl beslutet att höja räntan som Riksbankens prognos över den kommande ränteutvecklingen.

Utskottet kan dock konstatera att det var mycket svårt att förutse den drastiskt förvärrade finanskrisen och den mycket snabba och djupa nedgången i inflationen och konjunkturen. Genomgången av prognoserna visar att ingen prognosmakare förutsåg krisen eller styrkan i nedgången. Så gott som samtliga prognosmakare, inklusive Riksbanken, räknade så sent som under sommaren 2008 med att Sveriges BNP skulle stiga med omkring 2 % under 2008. Utfallet blev en nedgång med 0,2 %.

Även om man med facit i hand kan ifrågasätta vissa delar av penningpolitiken under utvärderingsperioden vill utskottet till sist framhålla den stora anpassningsförmåga som Riksbanken uppvisade i samband med att finanskrisen eskalerade. När det i slutet av september 2008 stod klart att det ekonomiska och finansiella läget dramatiskt förvärrats var Riksbanken mycket snabb med att anpassa penningpolitiken till den nya situationen. Räntorna sänktes snabbt och kraftigt för att motverka fallet i både konjunkturen och inflationen. Dessutom vidtog banken omfattande åtgärder för att värna den finansiella stabiliteten och säkra tillgången på likviditet i samhäl-

let. Utskottet är övertygat om att Riksbankens agerande under finanskrisen bidragit till att mildra krisens effekter och lagt grunden för ekonomins återhämtning.

## Finanskrisen och Riksbankens åtgärder för att värna den finansiella stabiliteten

### **Utskottets förslag i korthet**

Riksdagen godkänner vad utskottet anfört om Riksbankens åtgärder.

När finanskrisen drog in över Sverige hösten 2008 var Riksbanken mycket snabb med att anpassa räntepolitiken och sin övriga verksamhet till det dramatiskt förändrade ekonomiska och finansiella läget. Riksbanken tog snabbt på sig sin viktiga roll som s.k. lender of last resort för att säkra bankernas tillgång till likviditet. På kort tid tredubblades Riksbankens balansräkning till följd av bl.a. utlåningen i kronor och dollar till bankerna. Samtidigt sänkte Riksbanken reporäntan snabbt och kraftigt, med 4,25 procentenheter fram till mitten av maj 2009. Sänkningarna innebär en omfattande stimulans av aktiviteten i den svenska ekonomin. Enligt utskottets mening har Riksbankens agerande, i kombination med de åtgärder som vidtagits av regeringen och riksdagen, starkt bidragit till att begränsa finanskrisens effekter på samhällsekonomin. Utskottet anser vidare att Riksbankens öppenhet har bekräftats under finanskrisen.

Bankernas utlåning till icke-finansiella företag har varit relativt stabil trots finanskrisen, visar den offentliga statistiken. Enligt vissa indikationer har dock de mindre och medelstora företagen fått känna av en viss kreditåtstramning under de senaste månaderna. Utskottet konstaterar att det saknas en samlad officiell statistik över bankernas utlåning uppdelad på t.ex. olika företagsstorlekar. Enligt utskottets mening är detta otillfredsställande. Utskottet kommer att undersöka möjligheterna att utvidga dagens statistik till att även omfatta denna typ av uppgifter. Utskottet avser att återkomma till frågan under hösten 2009.

Jämför reservation 2 (v).

I detta avsnitt beskrivs Riksbankens åtgärder sedan hösten 2008 för att värna den finansiella stabiliteten. För att få en bakgrund till Riksbankens stabilitetsåtgärder skildras inledningsvis finanskrisens utveckling från sommaren 2007. Avslutningsvis behandlas också i vilken mån Riksbankens stabilitetsbedömningar förändrats under loppet av finanskrisen.

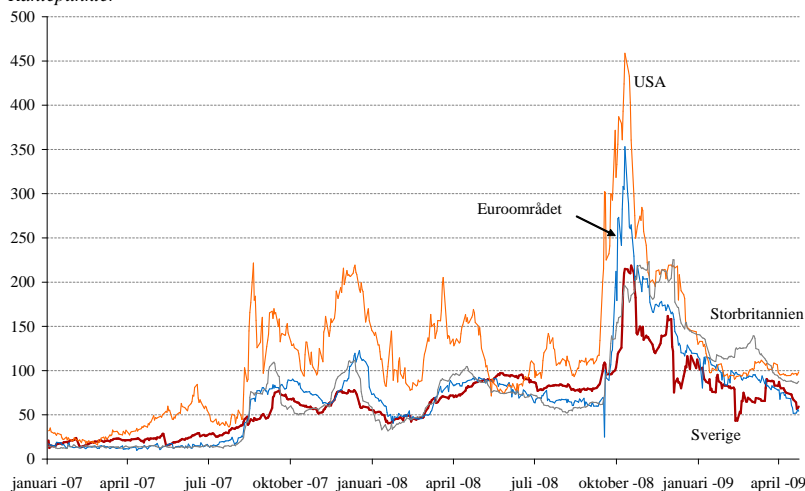


## Finanskrisens utveckling från sommaren 2007

Den finansiella krisen bröt ut sommaren 2007. Krisen har inneburit höga riskpremier på kreditmarknaden, volatila och snabbt fallande tillgångsvärden samt omfattande likviditets- och solvensproblem för banker och finansiella institut. Krisens utlösande faktor var fallande priser på bostadsmarknaden i USA. Denna utveckling berodde på en generellt försämrad konjunktur och stigande räntor, vilket drabbade s.k. subprimelåntagare särskilt hårt. Betalningsproblem hos låntagarna ledde snabbt till kreditförluster. De stigande riskpremierna på kreditmarknaden framgår av diagram 18 som visar skillnaden mellan interbankräntor och statspappersräntor, den s.k. TED-spreaden.

**Diagram 18. Skillnad mellan interbankräntor och statspappersräntor (TED-spread)**

Räntepunkter



Anm.: Differensen är beräknad som skillnaden mellan tre månaders interbankränta och tre månaders statspappersränta.

Källa: Riksbanken.

### *Oron sprider sig globalt*

Under lång tid hade amerikanska finansinstitut bedrivit en offensiv utlåning till betalningssvaga hushåll för att sedan sälja krediterna vidare till investerare världen över. När kreditförlusterna på dessa lån blev oväntat stora stod det klart att investerarna i stor utsträckning hade underskattat riskerna. Subprime-problemen var i första hand ett amerikanskt problem, men eftersom lånen hade sålts vidare utanför USA fick oron fäste globalt. Eftersom ingen visste var förlusterna skulle dyka upp uppstod en situation där förtroendet mellan banker och andra finansiella institut minskade och de blev försiktiga med att låna ut pengar till varandra. I stället började instituten öka sin likviditet för att klara egna åtaganden och för att kunna möta eventuella spekulationer om att de var exponerade mot subprime-lån.

Bankerna fick problem att finansiera sig i längre löptider, och följaktligen steg också interbankräntorna kraftigt under sommaren 2007 (se diagram 18). För att underlätta marknads funktionssätt valde flera centralbanker att tillföra likviditet till interbankmarknaderna. Detta fick delvis önskad effekt men den misstro som uppstått bland bankerna undanröjdes inte.

### *Bokföringsprinciper har fördjupat krisen*

Fallet i tillgångsvärden har förstärkts av bokföringsprinciper som föreskriver att finansiella tillgångar ska värderas till sitt marknadsvärde.<sup>1</sup> Principen blir problematisk då marknadsprissättningen inte fungerar väl. Under krisen har problem med marknadsnoteringar för tillgångsvärden uppstått i samband med hastiga och omfattande utförsäljningar. Ofta har då en stor tillgångsvolym tillförts en illikvid marknad, med stora prisfall som följd. Enligt marknadsvärderingsprincipen ska marknadsnoteringar bestämma värdet på liknande tillgångar på balansräkningar för alla finansiella institut. Effekten för hela banksystemet har i regel blivit en högre skuldsättningsgrad, vilket ytterligare drivit på bankernas anpassningar av balansräkningarna och därmed förstärkt den negativa spiralen.

### *Bolåneinstituten Fannie Mae och Freddie Mac får solvensproblem*

Fler tillgångsslag och fler länder kom att påverkas när även låntagare med högre kreditvärdighet fick problem. I samband med att investmentbanken Bear Stearns i mars 2008 tvingades ställa in sina betalningar nådde oron sin första kulmen. Efter att Federal Reserve medverkat till att Bear Sterns kunde övertas av JP Morgan lättade tillfälligtvis förhållandena på kreditmarknaderna, och interbankmarknaden började sakta fungera något bättre. Misstron mellan finansiella institut tycktes minska, vilket speglades i fallande riskpremier. Under våren och sommaren 2008 ökade antalet bankkonkurser i framför allt USA till följd av realiserade kreditförluster. Under sommaren framkom att de stora amerikanska bolåneinstituten Fannie Mae och Freddie Mac led av solvensproblem. Garantier från den amerikanska regeringen räckte inte för att återskapa förtroendet, och den 7 september 2008 tvingades den amerikanska regeringen att ta över ägandet av bolagen.

### *Efter Lehman Brothers fall eskalerar förtroendekrisen*

Den 15 september ställde den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers in sina betalningar och ansökte om konkursskydd. Lehmans fall skedde efter misslyckade förhandlingar med andra banker om ett övertagande av banken och i frånvaro av statliga garantier mot framtida förluster. Förtroendekrisen mellan bankerna tilltog dramatiskt och blev värre än någonsin tidigare under krisen. Osäkerheten resulterade i att finansiella institut fick allvarliga problem med att emittera värdepapper även på kor-

<sup>1</sup> Ett resonemang om detta förs i Konjunkturinstitutets rapport Konjunkturläget från december 2008.

tare löptider och att handeln i vissa värdepapper upphörde helt. För att klara sin finansiering lånade bankerna allt större volymer via interbankmarknaden till allt kortare löptider. På börserna världen över föll priserna på aktier kraftigt till följd av osäkerheten kring finansiella instituts överlevnad.

### *Statliga ingripanden och nationaliseringar*

Många banker och finansiella institut utanför USA hade fordringar på Lehman Brothers, vilket skapade osäkerhet även i det europeiska finansiella systemet, och likviditeten på penningmarknaderna föll drastiskt. De hastigt försämrade förutsättningarna för kortsiktig finansiering medförde en ytterligare ansträngd likviditet för de europeiska bankerna, och skyndsamma och omfattande utförsäljningar ledde till dramatiska fall i tillgångsvärden. Av diagram 18 framgår den extrema uppgång i riskpremierna på kreditmarknaden som skedde i början av oktober 2008. I USA låg TED-spreaden som högst på över 450 punkter. Likviditets- och solvensproblemen blev i många fall akuta. En våg av statliga ingripanden och nationaliseringar följde. Särskilt svåra blev problemen på Island där finanssektorn var exceptionellt stor i relation till den övriga ekonomin.

Den finansiella krisen har krävt extraordinära åtgärder från myndigheterna. Centralbanker har fortsatt agera för att förbättra och upprätthålla funktionen på de finansiella marknaderna. Därtill har regeringar agerat med omfattande åtgärdspaket för att underlätta den ansträngda situation som uppstått när flera finansiella institut i framför allt USA och Europa fått betydande problem som i vissa fall har lett till konkurs.

### *Under hösten 2008 når finanskrisen Sverige på allvar*

Under hösten 2008 påverkades också den svenska finansmarknaden allt tydligare av den finansiella krisen. Även svenska banker fick svårare att finansiera sig långsiktigt, och interbankräntorna steg kraftigt.

Riksbanken, Riksgälden, Finansinspektionen, regeringen och riksdagen vidtog en rad åtgärder i syfte att förbättra de finansiella marknadernas funktionssätt. Riksgälden annonserade t.ex. 150 miljarder kronor i extra emissioner av statsskuldväxlar i september för att tillmötesgå den ökade efterfrågan på säkra svenska statspapper. Riksbanken har sedan oktober bl.a. erbjudit lån i både dollar och kronor, och regeringen har lagt fram en stabilitetsplan som innehåller dels en stabilitetsfond, dels ett garantiprogram. Regeringen har också vidtagit en rad åtgärder för att öka företagets tillgångar till krediter, bl.a. genom kapitaltillskott och garantier till Svensk exportkredit och Almi Företagspartner AB.

### *Lättnader på kreditmarknaderna men förstärkt konjunkturnedgång våren 2009*

Som framgår av diagram 18 har riskpremierna på interbankmarknaden fallit tillbaka kraftigt under de senaste månaderna jämfört med toppnoteringarna i oktober 2008. Exempelvis låg TED-spreaden i Sverige på drygt 50 punkter i slutet av april, att jämföras med drygt 200 punkter under hösten 2008. Också i USA och Europa har riskpremierna sjunkit dramatiskt.

IMF skriver i sin senaste stabilitetsrapport att det finns tecken på att de finansiella marknaderna håller på att stabiliseras (Global Financial Stability Report, april 2009). Samtidigt betonar IMF att det återstår svåra utmaningar och det krävs fortsatta åtgärder för att bevara och förstärka de tecken på förbättringar som framkommit. En central utmaning är enligt IMF att bryta den negativa spiralen mellan det finansiella systemet och den globala konjunkturnedgången.

Också USA:s finansminister Timothy Geithner uppgav i ett uttalande den 21 april att det finns vissa tecken på att kreditmarknaderna håller på att tina upp. Enligt Geithner tyder bl.a. interbankutlåningen, företagsemissioner och kreditspreddar på förbättringar i förtroendet för stabiliteten i systemet.

Samtidigt som den mest akuta finanskrisen avklingat har dock konjunkturnedgången fördjupats, vilket förvärrar en del problem på de finansiella marknaderna. Trots stora kapitaltillskott från världens regeringar är det sannolikt att många banker och finansiella institut får svårt att hantera de kreditförluster som följer av den djupa globala konjunkturnedgången. De har därmed fortsatta motiv att minska sin utlåning. Bankerna kräver större marginaler och säkerheter för att låna ut till företag och hushåll, vilket i sin tur minskar kreditutbudet och förstärker nedgången i konjunkturen.

### **Riksbankens åtgärder inom finansiell stabilitet**

Efter det att finanskrisen nådde det svenska banksystemet på allvar hösten 2008 har Riksbanken vidtagit omfattande åtgärder för att värna den finansiella stabiliteten och förbättra kreditmarknadernas funktionssätt. Punkterna nedan sammanfattar Riksbankens åtgärder från hösten 2008 t.o.m. april 2009. Förutom dessa åtgärder har Riksbanken genomfört en serie kraftiga sänkningar av reporäntan ned till 0,5 % i slutet av april.

- Den 22 september 2008 beslutar Riksbanken att *öka möjligheterna till kredit i betalningssystemet RIX*. Den tillåtna andelen säkerställda obligationer från närstående institut som kan användas som säkerhet i systemet höjs från 25 till 75 %. Den 8 oktober höjs den tillåtna andelen ytterligare från 75 % till 100 %. Samtidigt sänks kravet på lägsta kreditbetyg för värdepapper med längre löptid som ställs som säkerhet.

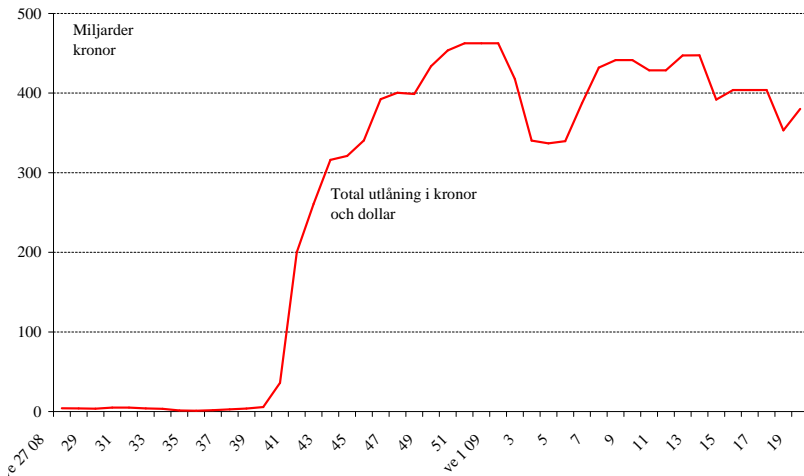
- Den 24 september 2008 inrättar Riksbanken tillsammans med flera andra centralbanker s.k. *swapfaciliteter* (tillfälliga, ömsesidiga valutaarrangemang) med *Federal Reserve*. Syftet är att hantera den ansträngda situationen på marknaderna för kortfristig upplåning i amerikanska dollar. Arrangemanget omfattar till en början 10 miljarder dollar men utökas till 30 miljarder dollar. I anslutning till detta inrättade Riksbanken den 29 september *en ny lånefacilitet i amerikanska dollar*.
- Den 2 oktober 2008 inrättar Riksbanken *en ny lånefacilitet i svenska kronor* i syfte att öka tillgången på krediter med längre löptider. Orsaken var att den finansiella oron inneburit att en allt större del av de svenska bankernas finansiering skedde på betydligt kortare löptider än normalt.
- Den 8 oktober 2008 ger Riksbanken *särskilt likviditetsstöd* med en kredit på upp till 5 miljarder kronor till *Kaupthing Bank Sverige AB*. Bakgrunden var att förhållandena i den isländska banksektorn inneburit att det fanns en risk för att banken skulle drabbas av allvarliga likviditetsproblem.
- Den 10 oktober 2008 beslutar Riksbanken att ge ut *Riksbankscertifikat*. Syftet är att dra in det likviditetsöverskott inom banksystemet som Riksbankens kronlån på längre löptider har skapat och att ge bankerna ytterligare instrument att hantera likviditeten. Riksbankscertifikaten har en löptid om sju dagar, och emissionerna sker till reporäntan.
- Den 27 oktober 2008 ger Riksbanken särskilt *likviditetsstöd* med en kredit på 1 miljard kronor till *Carnegie Investment Bank AB*. Den 28 oktober utökas likviditetsstödet som inklusive den miljard som tidigare beviljats maximalt ska kunna uppgå till 5 miljarder kronor. Riksgälden tar över lånet till Carnegie den 10 november.
- Den 29 oktober 2008 inrättar Riksbanken *en ny tillfällig kreditfacilitet där bankerna kan använda företagscertifikat som säkerhet* i större omfattning än tidigare. Syftet med den nya kreditfaciliteten är att underlätta kreditförsörjningen till icke-finansiella företag.
- Den 20 november 2008 förlänger Riksbanken, i likhet med centralbankerna i Norge och Danmark, ett sedan tidigare ingått *avtal med Islands centralbank*. Swapavtalet innebär att Riksbanken kan låna ut upp till 500 miljoner euro i utbyte mot isländska kronor. De lån som Riksbanken beviljar är en kortfristig finansiering för att bidra till att stabilisera den finansiella situationen på Island. IMF har dessförinnan godkänt ett program för finansiell hjälp till Island som tillsammans med lån från ett antal andra långgivare ska tillgodose den finansiering som Island behöver på längre sikt.
- Den 16 december 2008 ingår Riksbanken tillsammans med centralbanken i Danmark *avtal* som innebär att *Lettlands centralbank* kan låna upp till 500 miljoner euro i utbyte mot lettiska lats. Riksbankens andel beräknas uppgå till 375 miljoner euro. Avtalet ska bidra till att värna

den markoekonomiska och finansiella stabiliteten i Lettland. Riksbanken beskriver avtalet som en form av överbrygningsfinansiering i avvaktan på ett färdigt IMF-program.

- Den 27 februari 2009 ingår Riksbanken *avtal med Estlands centralbank* i förebyggande syfte för att trygga den finansiella stabiliteten och för att värna förtroendet på de finansiella marknaderna. Avtalet innebär att Estlands centralbank kan låna upp till 10 miljarder svenska kronor mot estniska kronor. Avtalet utökar möjligheterna för Estlands centralbank att tillhandahålla likviditet under det fasta växelkurssystemet.
- Den 3 april 2009 meddelar Riksbanken att man *lånar ut 27 miljarder kronor till IMF*. Detta är en del i en gemensam överenskommelse bland EU:s medlemsländer att ge ett tillfälligt lån till IMF om sammanlagt 75 miljarder euro. Bakgrunden är att efterfrågan på IMF:s låneprogram har ökat kraftigt under finanskrisen.

Vid mitten av maj 2009 låg de belopp som Riksbanken lånar ut till de svenska bankerna mot olika former av säkerhet på ca 180 miljarder svenska kronor och 25 miljarder amerikanska dollar. Av diagram 19 framgår nivån på Riksbankens totala utlåning till bankerna vecka för vecka från halvårsskiftet 2008 fram till mitten av maj 2009.

**Diagram 19. Riksbankens totala utlåning i kronor**



Källa: Riksbankens veckostatistik.

Tabellerna 4–6 nedan visar resultatet av Riksbankens lånefaciliteter i dollar respektive svenska kronor vid respektive auktionstillfälle. Även lånevillkoren framgår med avseende på löptid och om lånen erbjuds till fast eller rörlig ränta.

Som framgår av tabell 4 har Riksbanken sammanlagt hållit drygt 10 dollarauktioner från oktober 2008 t.o.m. maj 2009. Av tabellen framgår också att efterfrågan från bankerna överstigit Riksbankens erbjudna belopp vid nio av tolv auktionstillfällen. Dollarlånen har under hela perioden erbjudits till en fast minimiränta som är relaterad till förväntad styrränta i USA.

**Tabell 4. Riksbankens lånefaciliteter i dollar**

*Miljarder dollar*

Datum	Annonserat belopp	Löptid	Ränta	Inkomna bud	Utlånat belopp	Inkomna bud i %
2008-10-01	7,0	28 dgr	4,100	8,9	7,0	127
2008-10-15	10,0	3 mån	2,350	15,0	10,0	150
2008-10-22	10,0	3 mån	1,540	10,4	10,0	104
2008-10-28	7,0	28 dgr	1,410	4,8	4,8	69
2008-11-26	5,0	3 mån	1,400	6,0	5,0	120
2009-01-07	10,0	3 mån	1,060	13,5	10,0	135
2009-01-14	10,0	28 dgr	0,645	2,0	2,0	20
2009-02-11	10,0	3 mån	0,765	10,5	10,0	105
2009-02-18	10,0	3 mån	0,810	10,5	10,0	105
2009-04-01	10,0	3 mån	0,800	12,0	10,0	120
2009-05-06	10,0	3 mån	0,730	11,3	10,0	113
2009-05-13	10,0	3 mån	0,700	3,5	3,5	35

Anm.: Inkomna bud i % avser inkomna bud från bankerna i procent av Riksbankens annonserade belopp.

Av tabell 5 framgår resultaten av Riksbankens lån i svenska kronor. Sammanlagt har Riksbanken hållit knappt 25 kronauktioner t.o.m. maj 2009.

**Tabell 5. Riksbankens lånefaciliteter i kronor**

*Miljarder kronor*

Datum	Annonserat belopp	Löptid	Ränta	Inkomna bud	Utlånat belopp	Inkomna bud i %
2008-10-06	100,0	3 mån	5,400	115,0	100,0	115
2008-10-08	100,0	6 mån	4,650	66,5	66,5	67
2008-10-16	80,0	3 mån	4,500	13,5	13,5	17
2008-10-27	80,0	3 mån	4,000	3,5	3,5	4
2008-11-10	60,0	3 mån	4,000	15,0	15,0	25
2008-11-24	40,0	3 mån	4,000	6,0	6,0	15
2008-12-08	40,0	3 mån	2,250	34,0	34,0	85
2008-12-19	60,0	3 mån	2,250	18,5	18,5	31
2009-01-05	120,0	3 mån	2,250	56,5	56,5	47
2009-01-16	40,0	3 mån	–	0,0	0,0	0
2009-01-26	40,0	3 mån	–	0,0	0,0	0
2009-02-09	40,0	3 mån	–	0,0	0,0	0
2009-02-23	25,0	3 mån	–	1,0	1,0	4
2009-02-23	25,0	6 mån	repo+0,150	15,0	15,0	60
2009-03-09	25,0	3 mån	repo+0,150	22,0	22,0	88
2009-03-20	40,0	3 mån	repo+0,150	18,0	18,0	45
2009-03-20	40,0	6 mån	repo+0,150	20,0	20,0	50
2009-04-06	80,0	3 mån	repo+0,150	34,5	34,5	43
2009-04-07	80,0	6 mån	repo+0,150	33,0	33,0	41
2009-04-20	25,0	3 mån	repo+0,150	0,0	0,0	0
2009-04-20	25,0	6 mån	repo+0,150	12,0	12,0	48
2009-05-04	25,0	3 mån	repo+0,150	0,0	0,0	0
2009-05-18	25,0	3 mån	repo+0,150	18,0	18,0	72
2009-05-18	25,0	6 mån	repo+0,150	10,0	10,0	40

Anm.: Inkomna bud i % avser inkomna bud från bankerna i procent av Riksbankens annonserade belopp.

De annonserade beloppen fastställs enligt Riksbanken med hänsyn till rådande marknadsförhållanden och utfallet av tidigare auktioner. Efterfrågan på kronlånen översteg endast vid den första auktionen i oktober det utlånade beloppet. Därefter har inkomna bud i relation till annonserat belopp pendlat mellan 0 och närmare 90 %. En ökning i efterfrågan kan noteras från slutet av februari när Riksbanken övergick till att erbjuda lånen till rörlig ränta. Lånen på såväl tre månader som sex månader har erbjudits till reporäntan plus 150 punkter.

Genom att låta bankerna låna svenska kronor med nytgivna företagscertifikat som säkerhet har Riksbanken försökt underlätta kredittillförseln till företagssektorn. Som framgår av tabell 6 har Riksbanken hållit 20 auktioner i svenska kronor med företagscertifikat som säkerhet t.o.m. maj 2009. Intresset för dessa auktioner har dock hittills varit svagt. Inkomna bud har legat på mellan 0 och 3 % av annonserat belopp under hela perioden med undantag för det första auktionstillfället då buden uppgick till 11 % av annonserat belopp. Ingen ökning i intresset för lånen kan noteras efter det att Riksbanken övergick till att erbjuda lånen till rörlig ränta (reporäntan + 200 punkter) i slutet av februari 2009. Enligt vad riksbankschefen uttryckte vid en offentlig utfrågning i finansutskottet den 26 februari kommer det att ta lite tid för bankerna att anpassa sig till den nya lånefaciliteten.

**Tabell 6. Lån i svenska kronor med företagscertifikat som säkerhet**

*Miljarder kronor*

Datum	Annonserat belopp	Löptid	Ränta	Inkomna bud	Utlånat belopp	Inkomna bud i %
2008-11-05	40,0	3 mån	4,150	4,5	4,5	11
2008-11-19	40,0	3 mån	4,150	1,0	1,0	3
2008-12-05	40,0	3 mån	2,400	1,0	1,0	3
2008-12-17	40,0	3 mån	2,400	1,3	1,3	3
2009-01-21	40,0	3 mån	-	0,0	0,0	0
2009-01-30	40,0	3 mån	-	0,0	0,0	0
2009-02-20	25,0	3 mån	-	0,0	0,0	0
2009-02-20	25,0	6 mån	repo+0,200	0,4	0,4	2
2009-03-04	25,0	3 mån	repo+0,200	0,1	0,1	0
2009-03-04	25,0	11 mån	repo+0,200	0,0	0,0	0
2009-03-18	25,0	3 mån	repo+0,200	0,0	0,0	0
2009-03-18	25,0	6 mån	repo+0,200	0,4	0,4	2
2009-04-15	25,0	3 mån	repo+0,200	0,0	0,0	0
2009-04-15	25,0	6 mån	repo+0,200	0,0	0,0	0
2009-04-27	25,0	3 mån	repo+0,200	0,0	0,0	0
2009-04-27	25,0	6 mån	repo+0,200	0,0	0,0	0
2009-05-13	25,0	3 mån	repo+0,200	0,0	0,0	0
2009-05-13	25,0	6 mån	repo+0,200	0,0	0,0	0
2009-05-27	25,0	3 mån	repo+0,200	0,0	0,0	0
2009-05-27	25,0	6 mån	repo+0,200	0,0	0,0	0

Anm.: Inkomna bud i % avser inkomna bud från bankerna i procent av Riksbankens annonserade belopp.

### *Riksbankens balansräkning har tredubblats sedan hösten 2008*

Som en följd av de åtgärder Riksbanken genomfört sedan september 2008 har balansräkningens omslutning mer än tredubblats. När centralbanken lånar ut pengar till bankerna eller köper olika typer av finansiella till-

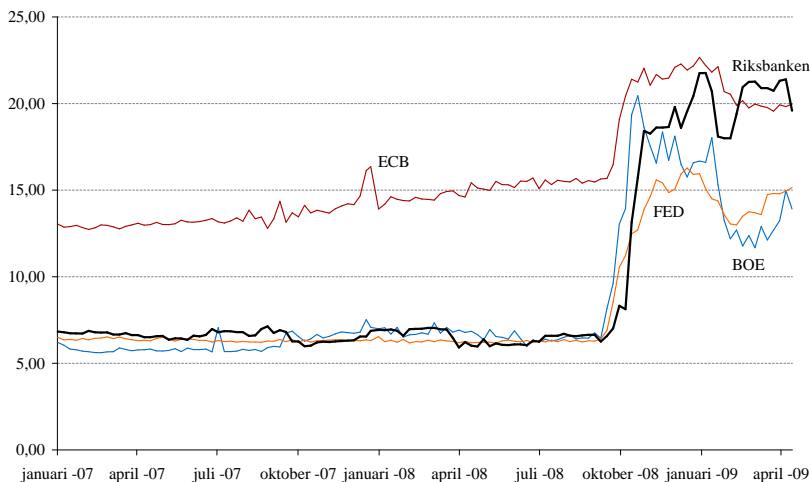


gångar ökar bankernas tillgång till betalningsmedel (likviditet). Då ökar även den monetära basen, dvs. summan av mängden utestående sedlar och mynt samt bankernas inlåning (reserver) i centralbanken.

Diagram 20 visar Riksbankens och andra centralbankers balansomslutning i procent av BNP från januari 2007 fram till april 2009. Som framgår av diagrammet har ökningarna i balansomslutningarna från hösten 2008 varit omfattande i såväl Federal Reserve (Fed), ECB och Bank of England. ECB har i utgångsläget en betydligt högre balansomslutning i procent av BNP jämfört med övriga centralbanker. Relativt sett har Riksbanken ökat balansomslutningen mest av de fyra centralbankerna. I slutet av april utgjorde Riksbankens balansomslutning drygt 20 % av BNP att jämföras med Fed och Bank of England där balansomslutningen i april låg på ca 15 % av BNP.

### Diagram 20. Centralbankers balansomslutning

Procent av BNP



Källa: Riksbanken.

Anm.: FED står för amerikanska centralbanken, Federal Reserve. BOE står för Bank of England och ECB står för Europeiska centralbanken.

IMF konstaterar i sin senaste stabilitetsrapport från april 2009 att det under finanskrisen blivit allt vanligare att centralbanker expanderar sina balansräkningar kraftigt. Detta ställer enligt IMF höga krav på att utveckla lämpliga "exit-strategier" när väl förhållandena i ekonomin förbättras.

Konjunkturinstitutet har gjort en fördjupad analys av centralbankernas balansräkningar i USA och Sverige under finanskrisen (Konjunkturläget mars 2009). Feds upplåsta balansräkning har lett till att det i vissa fall har uttryckts en oro för kommande hög inflation om inte balansomslutningen kan minskas i snabb takt då den aggregerade efterfrågan i den amerikanska ekonomin väl stiger igen. För närvarande är dock denna risk liten enligt KI, vilket beror på att de reserver som Fed hittills krediterat banksystemet inte tillförts ekonomin i övrigt. Den monetära basen ökade

kraftigt under hösten 2008, men penningmängden (som t.ex. M1 och M2) ökade bara måttligt. Inte heller i Sverige har Riksbankens kraftigt ökade balansräkning medfört någon större ökning i penningmängden, enligt KI.<sup>2</sup>

### *Effekter av Riksbankens åtgärder*

Vad kan då sägas om effekterna av Riksbankens åtgärder för finansiell stabilitet? En effektbedömning kompliceras av att Riksbankens åtgärder inte kan ses isolerat eftersom exempelvis kreditmarknadernas funktionssätt också påverkas av statens åtgärder i övrigt samt av andra regeringars och centralbankers åtgärder. Kreditmarknaderna påverkas också i allt högre grad av den tilltagande globala lågkonjunkturen.

Det finns också ett ömsesidigt beroende mellan åtgärder för finansiell stabilitet och penningpolitik. Riksbankschefen framhöll i ett anförande i finansutskottet den 26 februari att många åtgärder som i huvudsak vidtas för att värna den finansiella stabiliteten samtidigt har penningpolitiska effekter. Åtgärder som leder till ökat förtroende på marknaderna bidrar exempelvis till lägre räntor och ökad tillgång till krediter. Men omvänt påverkar penningpolitiken den finansiella stabiliteten via sin inverkan på konjunkturen.

Enligt Riksbankens egen bedömning har de samlade massiva stabilitetsåtgärderna världen över haft effekt, vilket t.ex. visas av minskade riskpremier på interbankmarknaden (enligt Riksbankschefens anförande i finansutskottet den 26 februari).

Att Riksbankens åtgärder haft positiva effekter anser såväl regeringen som Finansinspektionen och Konjunkturinstitutet.

Regeringen skriver exempelvis i 2009 års ekonomiska vårproposition att det är uppenbart att Riksbankens åtgärder i form av sänkt styrränta och lånefaciliteter bidragit till att förbättra situationen på finansmarknaden.

Enligt Finansinspektionen beror den största delen av nedgången i marknadsräntorna på Riksbankens reporäntesänkningar (Effekterna av de statliga stabilitetsåtgärderna, mars 2009). Finansinspektionen påpekar också att bankerna har kunnat förbättra sina räntenetton tack vare möjligheten att i allt högre utsträckning finansiera sig till korta löptider. Att bankerna kunnat förkorta sin finansiering utan att ratinginstitut och finansiärer straffat dem genom dyrare eller utebliven finansiering, beror enligt Finansinspektionen till stor del på bankernas möjlighet att gå in i det statliga garantiprogrammet och på de lånefaciliteter som Riksbanken erbjuder.

<sup>2</sup> Tillgångssidan i Riksbankens balansräkning har ökat som en följd av Riksbankens lån i svenska kronor på längre löptider med bostadsobligationer respektive företagscertifikat som säkerheter. Tillgångssidan har också ökat som en följd av de dollarlån som erbjudits det svenska banksystemet och via lån i euro till Islands och Lettlands centralbanker. Lånen i euro till Islands och Lettlands centralbanker har finansierats genom att Riksbanken belånat valutareserven. Lånen i dollar till det svenska banksystemet finansierades genom lån av dollar från Fed mot svenska kronor. Utlåningsexpansionen har också finansierats genom inlåning från banksystemet. Inlåningen har tekniskt skett via två typer av åtgärder: finjusterande transaktioner och emission av Riksbankscertifikat.

Konjunkturinstitutet skriver att det är uppenbart att de åtgärder som vidtagits av centralbanker och regeringar har bidragit till att sänka de höga riskpremier (och följaktligen lånekostnader) som präglade de finansiella marknaderna under hösten 2008 (Konjunkturläget mars 2009).

De finansiella marknaderna påverkas utöver finanskrisen i allt högre grad av den tilltagande globala lågkonjunkturen i den reala ekonomin. Enligt Riksbanken tyder enkätundersökningar i Sverige, USA och euroområdet på att kreditvillkoren för företagen är fortsatt restriktiva (Pennyngpolitisk uppföljning, april 2009). Det är dock enligt Riksbanken svårt att uppskatta i vilken omfattning kreditåstramningen beror på problemen i den finansiella sektorn eller om kreditgivningen hämmats till följd av den globala lågkonjunkturen.

### **Riksbankens stabilitetsbedömningar före och under krisen**

Nedan citeras utdrag ur Riksbankens stabilitetsbedömningar i de fyra senaste stabilitetsrapporterna. Rapporterna är från maj 2007, december 2007, juni 2008 och november 2008. Utifrån dessa referat går det att få en bild av i vad mån Riksbankens syn förändrades under finanskrisens förlopp och i vilken utsträckning Riksbanken förutsåg händelseutvecklingen. (Kursiveringarna i citaten är utskottets egna.)

Stabilitetsrapporten maj 2007:

*Riksbanken bedömer att den finansiella stabiliteten är god.* Lönsamheten hos de svenska bankerna har fortsatt att öka och allt tyder på att deras möjligheter att klara oväntade negativa händelser är goda. Samtidigt finns ett antal risker som på sikt, i ett försämrat ekonomiskt läge, kan störa stabiliteten.

*Riksbanken ser en risk för betydande priskorrigeringar* på en rad tillgångsmarknader, däribland kreditmarknaden och marknaden för kommersiella fastigheter. De historiskt låga riskpremierna kan tyda på att investerarna inte krävt tillräcklig kompensation för risk och därmed kan ha en benägenhet att snabbt sälja sina innehav om finansiell oro uppstår.

Stabilitetsrapporten december 2007:

*Riksbanken bedömer att den finansiella stabiliteten för närvarande är god* i Sverige. Bankerna är lönsamma och kapitalstarka. Därmed är möjligheterna goda att klara oväntade negativa händelser. Men motståndskraften har minskat något under det senaste halvåret. Det beror på att riskerna har ökat för bankerna.

Sedan sommaren har de finansiella marknaderna präglats av en betydande oro som har sitt ursprung i den amerikanska marknaden för låntagare med sämre kreditvärdighet, subprime. *Sverige har också påverkats av oron, men i mindre utsträckning än många andra länder.* För svenska banker har de främsta effekterna varit att kostnaden för att finansiera sig via marknaden har ökat, att intäkterna relaterade till värdepapper minskat och att värdet på ränterelaterade tillgångar sjunkit.

Utmärkande för den internationella finansiella oron är att likviditeten har försämrats kraftigt på marknader som direkt eller indirekt har anknytning till den amerikanska subprimemarknaden. Osäkerheten har lett till att många banker samlat på sig likvida medel och priserna på kort finansiering har stigit kraftigt. Det kommer att ta tid innan förtroendet återvänt på marknaden och *det går inte att bortse från risken för att den finansiella oron förvärras.*

#### Stabilitetsrapporten juni 2008:

*Den finansiella stabiliteten i Sverige är tillfredsställande.* Efter flera år med höga vinster har de svenska bankerna goda förutsättningar att klara oväntade och negativa händelser. Men omgivande risker har ökat under det senaste halvåret.

Mest påtagligt har riskerna ökat på de internationella finansiella marknaderna. Krisen har fortsatt och den har spridit sig till nya tillgångar, marknader och aktörer. Även om det finns vissa tecken på att situationen på kreditmarknaden lättat något, kommer osäkerheten på de finansiella marknaderna sannolikt att bestå under en lång tid framöver. *Det går inte att utesluta att problemen förvärras ytterligare.*

Sverige har påverkats av oron, men i betydligt mindre grad än många andra länder. För svenska banker har vissa räntebärande tillgångar sjunkit i värde och kostnaderna för finansiering har ökat. Under hela perioden har svenska banker haft god tillgång till upplåning på marknaderna och de finansiella systemen har fungerat väl. [...]

#### Stabilitetsrapporten november 2008:

Krisen på de globala finansiella marknaderna har förvärrats väsentligt under det halvår som gått sedan den förra stabilitetsrapporten publicerades och det svenska finansiella systemet har under hösten påverkats påtagligt av den globala bristen på förtroende och likviditet. [...]

*Likviditetsriskerna har ökat påtagligt* för de svenska bankerna i takt med att den finansiella krisen har förvärrats under hösten. Det har blivit betydligt svårare att finansiera sig på längre löptider och finansieringskostnaderna har stigit. De finansiella marknaderna har i många avseenden inte fungerat som de ska, vilket har lett till stora påfrestningar för bankerna. Detta har medfört att svenska myndigheter, i likhet med myndigheter i andra länder, har varit tvungna att vidta åtgärder för att underlätta bankernas finansiering. *Dessa åtgärder är i dag en förutsättning för att stabiliteten i det svenska finansiella systemet ska vara tillfredsställande.* [...]

I bedömningen såväl från maj 2007 som från december 2007 bedömer Riksbanken att den finansiella stabiliteten är god. Senare i juni 2008 har bedömningen ändrats till att den finansiella stabiliteten är ”tillfredsställande”. Ett halvår senare i stabilitetsrapporten från november 2008 tvingas Riksbanken konstatera att krisen förvärrats väsentligt sedan förra rapporttillfället. Myndigheternas, inklusive Riksbankens, åtgärder är nu en förutsättning för stabiliteten i det svenska finansiella systemet.

Det man kan konstatera är att Riksbanken i maj 2007, innan finanskrisen bröt ut på allvar i den globala ekonomin under sommaren, varnade för betydande priskorrigeringar till följd av att investerarna inte krävt tillräcklig kompensation för risk. Som framgått ovan i avsnittet om finanskrisens utveckling visade sig Riksbankens varningar på detta område vara högst befogade.

I december 2007 konstaterar Riksbanken att det kommer att ta tid innan förtroendet återvänt på marknaden och att ”det går inte att bortse från risken att den finansiella oron förvärras”. Ett halvår senare i juni 2008 anger Riksbanken att det finns vissa tecken på att situationen på kreditmarknaden lättat något men att osäkerheten sannolikt kommer att bestå under lång tid framöver. Riksbankens bedömning gjordes här under en period med sjunkande riskpremier på interbankmarknaden och ökat förtroende hos finansiella institut, en utveckling som dock i efterhand visade sig vara av tillfällig natur. I likhet med vad man skrev i december 2007 skriver dock Riksbanken även i stabilitetsbedömningen från juni 2008 att ”det går inte att utesluta att problemen förvärras ytterligare”. Riksbanken förutsåg således att krisen kunde förvärras ytterligare, men man bedömde det inte som ett troligt scenario vare sig i december 2007 eller i juni 2008.

Utöver de bedömningar som framgår av referaten ovan lyfte Riksbanken fram utvecklingen i de baltiska länderna som en väsentlig risk i samtliga stabilitetsrapporter från maj 2007 till november 2008. Riksbankens bedömning var dock att de svenska bankernas marginaler var tillräckligt stora för att hantera stora kreditförluster till följd av försämringar i baltländernas ekonomier. Som framgått i beskrivningen av Riksbankens åtgärder ovan har Riksbanken därefter ingått låneavtal med såväl Lettland (december 2008) och Estland (februari 2009) i syfte att värna den finansiella stabiliteten. IMF visar i sin stabilitetsrapport från april 2009 att inget annat land är så exponerat i baltländerna som Sverige. Enligt IMF ligger hela 79 % av Estlands utlandslån hos svenska banker; i Litauen gäller det 64 % och i Lettland 59 %.

### **Finansutskottets ställningstagande**

I slutet av september 2008 drog den internationella finanskrisen med full styrka in i den svenska ekonomin och det svenska finansiella systemet. Finansinstitutens kreditvärdighet ifrågasattes, delar av finansmarknaderna upphörde att fungera, interbankräntorna steg dramatiskt och bankerna fick svårt att finansiera sin verksamhet.

Som utskottet tidigare framhållit under avsnittet Utvärdering av penningpolitiken 2006–2008 och som också framgår av beskrivningen ovan var Riksbanken snabb med att anpassa både räntepolitiken och Riksbankens övriga verksamhet till den nya mycket allvarliga utvecklingen. Riksbanken tog omgående på sig sin viktiga roll som s.k. lender of last resort i den svenska ekonomin. För att motverka bankernas växande finansieringssvå-

righeter utökade Riksbanken möjligheterna för bankerna att låna i både kronor och dollar i Riksbanken. Dollarutlåningen finansierade Riksbanken genom att låna dollar av den amerikanska centralbanken Federal Reserve. Även andra åtgärder vidtogs för att begränsa den akuta krisens effekter. På några få månader mer än tredubblades Riksbankens balansräkning. I mitten av maj 2009 uppgick Riksbankens utlåning till bankerna till sammanlagt knappt 400 miljarder kronor, varav 183 miljarder i kronutlåning och 197 miljarder kronor i dollarutlåning (motsvarande ca 25 miljarder dollar).

Hittills, fram till mitten av maj 2009, har Riksbanken sänkt sin styrränta 4,25 procentenheter för att dämpa produktions- och inflationsnedgången. Den första räntesänkningen genomfördes gemensamt med ett antal andra centralbanker i början av oktober 2008, endast en månad efter att banken höjt styrräntan med 0,25 procentenheter till 4,75 %. Agerandet understryker enligt utskottets mening Riksbankens snabba anpassning till en ny och dramatiskt förändrad omvärld.

Enligt utskottets mening innebär räntesänkningarna en välkommen stimulans av aktiviteten i den svenska ekonomin. Det är svårt att beräkna effekterna av ränteförändringar, men uppskattningar som gjorts tyder på att stimulanseffekten av de senaste månadernas räntesänkningar är mycket omfattande.

Som framgår av beskrivningen ovan har de finansiella marknaderna stabiliserats en del under de senaste månaderna. Den s.k. TED-spreaden, dvs. skillnaden mellan interbankräntor och statsskuldsväxelräntor, har både internationellt och i Sverige sjunkit ned till de nivåer som noterades strax innan situationen på marknaderna dramatiskt försämrades i höstas. Det är utskottets fasta övertygelse att Riksbankens agerande, i kombination med de åtgärder som vidtagits av regeringen och riksdagen, bidragit till den svenska utvecklingen i detta avseende.

Att det skett en viss stabilisering på marknaderna innebär emellertid inte att det går att blåsa faran över. Tvärtom finns det enligt utskottets mening anledning att hålla en fortsatt hög beredskap för ytterligare åtgärder, inte minst med tanke på den pågående kraftiga nedgången i såväl den svenska som stora delar av den internationella ekonomin. Däremot kan det enligt utskottets mening finnas anledning för Riksbanken och andra centralbanker att börja planera för en mer normal finansiell situation, där marknaderna återges den kreditgivande roll som centralbankerna tagit på sig under det senaste halvåret och där penningpolitiken anpassas mot en mer stabil omgivning.

Utskottet har tidigare, t.ex. i betänkande 2007/08:FiU24, uttryckt sin uppskattning över Riksbankens stora öppenhet gentemot allmänheten och marknaderna om sina åtgärder och beslut. Den skapar förtroende och lägger grunden för en effektiv penningpolitik. Riksbankens öppenhet har enligt utskottets mening bekräftats under finanskrisen. Banken har genomgående

på ett tydligt och transparent sätt informerat om krisens utveckling och om vilka mått och steg som vidtagits för att hantera situationen och mildra krisens effekter.

Utskottet vill avsluta med att kommentera statistiken över kreditgivningen i den svenska ekonomin. Statistiska centralbyråns (SCB) finansmarknadsstatistik (Finansinspektionen har ansvaret för den officiella finansmarknadsstatistiken men den publiceras och distribueras av SCB) visar att bankernas och övriga finansinstituts utlåning till svenska icke-finansiella företag varit relativt stabil under det senaste året. Detta är enligt utskottets mening en ytterligare indikation på att Riksbankens, regeringens och riksdagens olika åtgärder fått effekt och att finanskrisen sannolikt inte har lett till någon övergripande kreditåtstramning i den svenska ekonomin. Där emot har det från olika håll kommit indikationer på att kreditgivningen till mindre och medelstora företag sjunkit och att dessa företagsgrupper fått känna av en åtstramning av kreditgivningen under de senaste månaderna.

Utskottet kan i detta sammanhang konstatera att det saknas en samlad och genomarbetad officiell statistik över utlåningen uppdelad på t.ex. olika företagsstorlekar. Detta är otillfredsställande, enligt utskottets mening. Det finns ett behov av denna typ av uppgifter, speciellt i den situation som den svenska ekonomin för tillfället befinner sig i. Utskottet kommer därför att undersöka möjligheterna att utvidga dagens statistik till att omfatta även denna typ av mer detaljerade uppgifter om utlåningen. Utskottet avser att återkomma till frågan under hösten 2009.

## Reservationer

Utskottets förslag till riksdagsbeslut och ställningstaganden har föranlett följande reservationer. I rubriken anges vilken punkt i utskottets förslag till riksdagsbeslut som behandlas i avsnittet.

### 1. Utvärdering av penningpolitiken 2006–2008, punkt 1 (v) av Ulla Andersson (v).

#### *Förslag till riksdagsbeslut*

Jag anser att förslaget till riksdagsbeslut under punkt 1 borde ha följande lydelse:

Riksdagen godkänner vad som anförs i reservationen.

#### *Ställningstagande*

Vänsterpartiet anser att det är bra att riksdagen och finansutskottet utvärderar den svenska penningpolitiken, både genom externt utlagda utvärderingar och genom utskottets årliga utvärderingar.

Vänsterpartiet har emellertid flera grundläggande invändningar mot det svenska penningpolitiska ramverket och den rådande penningpolitiska regimen. De viktigaste invändningarna beskrivs i punkterna nedan.

- **Synen på sysselsättning och arbetslöshet.** Det i lag fastställda målet för penningpolitiken är att Riksbanken ska upprätthålla ett fast penningvärde, vilket Riksbanken definierat som ett inflationsmål på 2 % med ett toleransintervall på  $\pm 1$  %. Något kompletterande mål för t.ex. BNP eller sysselsättningen finns inte eftersom sådana mål inte anses vara förenliga med EU:s regelverk. En annan anledning till varför det inte finns något kompletterande mål är att penningpolitiken inte anses kunna påverka tillväxten och sysselsättningen på ett bestående sätt. Detta resonemang vilar på teorin om en naturlig arbetslöshetsnivå eller s.k. jämviktsarbetslöshet. Det centrala i den teorin är att ekonomin strävar mot en naturlig arbetslöshetsnivå och att försök att pressa ned arbetslösheten under den nivån enbart leder till ökad inflation. Nivån på den naturliga arbetslösheten bestäms, enligt teorierna, av arbetsmarknadens funktionssätt. Förenklat innebär detta att ju mer avreglerad arbetsmarknaden är, desto bättre fungerar den. Vänsterpartiet anser att resonemangen om jämviktsarbetslösheten vilar på en såväl teoretiskt som empiriskt bräcklig grund. Är det verkligen korrekt att beskriva arbetsmarknaden som en marknad som hela tiden konvergerar mot ett jämviktsläge? I själva verket består ju arbetsmarknaden av en mängd olika delmarknader med skiftande ”priser” och olikartade utbuds- och efterfrågeförhållanden. Vi anser att det är mer adekvat att beskriva



arbetsmarknaden som en fortlöpande och dynamisk process som inte nödvändigtvis låter sig beskrivas i en enkel jämviktsmodell. Teorierna om jämviktsarbetslöshet kan t.ex. inte förklara varför Sverige under i stort sett hela efterkrigstiden fram till 1990-talskrisen hade en lägre arbetslöshet än Förenta staterna, trots att Sverige under perioden hade en mer reglerad arbetsmarknad än Förenta staterna med högre minimilöner, högre ersättningar i arbetslöshetsförsäkringen och starkare anställningsskydd. Teorierna kan inte heller förklara varför den svenska jämviktsarbetslösheten enligt Konjunkturinstitutets (KI) beräkningar låg på drygt 3 % under 1980-talet, medan den nu ligger på ca 6,5 %, trots att det sedan 1980-talet skett betydande förändringar på arbetsmarknaden vilka enligt teorierna snarare borde sänka än höja nivån på jämviktsarbetslösheten. De senaste 30 årens erfarenheter visar entydigt att stora fall i produktion och sysselsättning får bestående effekter. Om arbetslösheten ökar kraftigt tenderar den strukturella arbetslösheten att stiga. Riksbankens penningpolitik vilar på föreställningen att finans- och penningpolitiska beslut inte har några bestående effekter på produktionen och sysselsättningen. Detta synsätt är uppenbart felaktigt.

- **Den penningpolitiska regimen ger stabilitetsproblem.** Även om man tror på teorierna om jämviktsarbetslöshet är den nuvarande utformningen av penningpolitiken problematisk, enligt Vänsterpartiets uppfattning. Under den nuvarande penningpolitiska regimen, med rörlig växelkurs, har Riksbanken i normalfallet huvudansvaret för stabiliseringspolitiken. Problemet är att en penningpolitik som enbart vägleds av ett inflationsmål saknar mekanismer för att stabilisera ekonomin kring fullt resursutnyttjande. Det kan ofta uppkomma lägen där utvecklingen i den reala ekonomin motiverar en annan penningpolitik än den som följer av en strikt tillämpning av inflationsmålet. Detta framgick med all önskvärd tydlighet i inledningen av den nu pågående ekonomiska och finansiella krisen. Trots att det under sommaren 2008 stod helt klart att den svenska ekonomin stod inför en tydlig konjunkturavmattning valde Riksbanken att höja reporäntan både i juli och i september med hänvisning till att inflationen översteg inflationsmålet.
- **Styrningen av Riksbanken måste demokratiseras.** Kombinationen av ett ensidigt mål om prisstabilitet och en lagstadgad oberoende riksbank medför att finanspolitiska åtgärder för att öka sysselsättningen ofta riskerar att motverkas av Riksbanken genom räntehöjningar. Riksbankens motiv är att ökad sysselsättning riskerar att hota inflationsmålet. Detta leder till ett olyckligt dubbelkommando i den ekonomiska politiken. Vänsterpartiet anser att besluten om räntan måste underställas riksbanksfullmäktige så att man får till stånd en samverkande finans- och penningpolitik som understöder det övergripande målet om full sysselsättning.

Jag föreslår att riksdagen godkänner vad jag har anfört om utformningen av den svenska penningpolitiken. Mot bakgrund av den grundläggande kritik mot den nuvarande penningpolitiska regimen som jag framfört ovan finner jag ingen anledning att framföra konkreta synpunkter på utskottets utvärdering 2006–2008.

## **2. Finanskrisen och Riksbankens åtgärder för att värna den finansiella stabiliteten, punkt 2 (v)**

av Ulla Andersson (v).

### *Förslag till riksdagsbeslut*

Jag anser att förslaget till riksdagsbeslut under punkt 2 borde ha följande lydelse:

Riksdagen godkänner vad som anförs i reservationen.

### *Ställningstagande*

Den faktor som utlöste finanskrisen var en bubbla på den amerikanska fastighetsmarknaden, bl.a. orsakad av de s.k. subprimelånen. De grundläggande orsakerna till finanskrisen kan dock, enligt Vänsterpartiets uppfattning, sökas i Förenta staternas långvariga sparandeunderskott och den ekonomiska nyliberalism som under de senaste 25 åren styrt den ekonomiska politiken i Förenta staterna och flertalet andra länder i västvärlden. Orsakerna beskrivs i Vänsterpartiets motion Fi26 med anledning av den ekonomiska vårpropositionen. Nedan ges en punktvis sammanfattning av de, ofta sammanhängande, faktorer som enligt Vänsterpartiet bidragit till den globala finanskrisen.

- Den ekonomiska politiken i Förenta staterna har skapat extrema inkomstskillnader i det amerikanska samhället. Bara sedan 2001 har 96 % av inkomstökningarna gått till den rikaste tiondelen av befolkningen. Arbetar- och medelklassen har endast fått mindre ökningsar, samtidigt som deras kostnader för t.ex. sjuk- och hälsovård ökat kraftigt. Detta har fått till effekt att vanliga hushåll skuldsatt sig i allt högre utsträckning, bl.a. via subprimelånen. Överklassen har fått enorma inkomsttillskott som i stor utsträckning placerats i riskfyllda finansiella instrument.
- Ett bärande element i den ekonomiska politiken har också varit tilltron till marknadernas självkorrigeringar och de tilltagande avregleringarna av marknaderna sedan mitten av 1980-talet. Avregleringarna har skapat ett mycket svagt finansiellt regelverk som bl.a. öppnat för en kraftigt ökad finansiell spekulation. Här har de s.k. skatteparadiserna spelat en roll genom att paradiserna satt press på de nationella regeringarna att avreglera och ge kapitalplaceringarna förmånliga villkor för att locka tillbaka det flyende kapitalet.

- Förutom avregleringar av marknaderna har omfattande offentliga verksamheter privatiserats eller sålts ut. En del av privatiseringarna har bidragit till ett ökat spekulativt finansiellt klimat. Samtidigt har privatiseringarna minskat demokratins omfång. I vissa fall har de undergrävt de folkvaldas möjligheter till kontroll och övervakning av de finansiella marknaderna.
- Ett annat bärande inslag i den nyliberala ekonomiska politiken är den s.k. normpolitiken. Normpolitiken innebär olika fasta ramverk som begränsar de folkvaldas handlingsfrihet i finans- och penningpolitiken. Ramverken innebär bl.a. att möjligheterna att bemöta en kraftig kreditexpansion med en penningpolitisk åtstramning eller en lågkonjunktur med t.ex. en kraftfull finanspolitisk stimulans är begränsade. Den svenska finans- och penningpolitiken tillhör de mest normstyrda i världen. På samma sätt är flertalet av medlemsländerna i EU starkt normstyrda genom bl.a. stabilitetspaktens regler.
- En faktor som bidragit till kreditbubblan och finanskrisen är belöningsystemen i de finansiella företagen. Ledningarna i finansföretagen har haft stora delar av sina löner kopplade till omsättningen i företaget, dvs. kreditvolymerna, och till kortsiktiga resultatmål. Detta har uppmuntrat till riskfylld kreditgivning och placeringar i riskfyllda värdepapper.

Enligt Vänsterpartiets uppfattning har de senaste årens enorma kreditexpansion också gynnats av en mycket expansiv penningpolitik, t.ex. i Förenta staterna där räntorna under en lång tid låg på en onaturligt låg nivå.

Finanskrisen har visat att den finansiella sektorn kan sätta hela stater och samhällen i gungning. För att motverka framtida kriser behövs en mängd olika åtgärder. Vänsterpartiet lämnar olika förslag i den ovan nämnda motionen. Förslagen kommer att behandlas i samband med utskottets behandling av 2009 års ekonomiska vårproposition.

Jag föreslår att riksdagen godkänner vad jag har anfört om de grundläggande orsakerna till den finansiella krisen.