



Redogörelse för penning- politiken

2012

Redogörelse för penningpolitiken 2012

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

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

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

Huvuddragen i rapporten sammanfattas i kapitel 1. Kapitel 2 redogör för den penningpolitik som bedrivits under året, medan kapitel 3 undersöker måluppfyllelsen 2012. Kapitel 4 analyserar träffsäkerheten i prognoserna och kapitel 5 studerar om räntebesluten under 2012 var förutsägbara och vad enkäter och marknadsprissättning indikerade om förväntad penningpolitik framöver. Rapporten innehåller också ett antal fördjupningar om bland annat inflationens utveckling i ett mer långsiktigt perspektiv och Riksbankens utvecklingsarbete.

Rapporten kallades tidigare Underlag för utvärdering av penningpolitiken. Redogörelsen för penningpolitiken 2012 finns, liksom tidigare rapporter, tillgänglig på Riksbankens webbplats www.riksbank.se. Där går det att utan kostnad beställa en tryckt version av rapporten eller ladda ned den i pdf-format.

För att prenumerera på rapporten kontakta Riksbanken.

E-post: kontorsservicecenter@riksbank.se

Adress: Sveriges riksbank, 103 37 Stockholm

Telefon: 08-787 00 00

Mer information om Riksbanken finns på: www.riksbank.se.

Penningpolitiken i Sverige¹

PENNINGPOLITISK STRATEGI

- Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har preciserat detta som ett mål för inflationen som innebär att den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent.
- Samtidigt som penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas flexibel inflationsmålspolitik. Det innebär inte att Riksbanken gör avkall på att inflationsmålet är överordnat.
- Det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen och realekonomin. Därför vägleds penningpolitiken av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Riksbanken publicerar bland annat en bedömning av hur reporäntan kommer att utvecklas framöver. Denna så kallade räntebana är en prognos, inte ett löfte.
- Vid varje penningpolitiskt beslutstillfälle gör direktionen en bedömning av vilken bana för reporäntan som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. Avvägningen handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen runt inflationsmålet och stabiliseringen av real ekonomin.
- Det finns inget generellt svar på frågan hur snabbt Riksbanken siktar på att föra tillbaka inflationen till 2 procent om den avviker från målet. En snabb återgång kan i vissa lägen få effekter på produktion och sysselsättning som inte är önskvärda, medan en långsam återgång kan försvaga trovärdigheten för inflationsmålet. I allmänhet har strävan varit att räntan och räntebanan anpassas så att inflationen förväntas vara någorlunda nära målet om två år.
- I Riksbankens uppdrag ingår enligt riksbankslagen även att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Risker förknippade med utvecklingen på de finansiella marknaderna vägs in i räntebesluten. När det gäller att förebygga en obalanserad utveckling av tillgångspriser och skuldsättning spelar dock framför allt ett väl fungerande regelverk och en effektiv tillsyn en central roll. Penningpolitiken är enbart ett komplement.
- I vissa lägen, som under den finansiella krisen 2008-2009, kan reporäntan och räntebanan behöva kompletteras med andra åtgärder för att främja den finansiella stabiliteten och säkerställa att penningpolitiken får genomslag på ett effektivt sätt.
- Riksbanken strävar efter att dess kommunikation ska vara öppen, saklig, begriplig och aktuell. Det gör det lättare för ekonomins aktörer att fatta bra ekonomiska beslut. Penningpolitiken blir också lättare att utvärdera.

BESLUTSPROCESSEN

Direktionen håller normalt sex penningpolitiska möten under ett år då man fattar beslut om reporäntan. I samband med tre av dessa möten publiceras en penningpolitisk rapport och i samband med de tre andra mötena publiceras en penningpolitisk uppföljning. Ungefär två veckor efter varje penningpolitiskt möte publiceras ett protokoll där det går att följa den diskussion som ledde fram till det aktuella räntebeslutet och se hur de olika direktionsledamöterna argumenterade.

PRESENTATION AV RÄNTEBESLUT

Räntebeslutet presenteras i ett pressmeddelande kl. 9.30 dagen efter det penningpolitiska mötet. Pressmeddelandet anger också hur de enskilda direktionsledamöterna röstade och en huvudsaklig motivering till eventuella reservationer. En presskonferens hålls dagen efter det penningpolitiska mötet.

¹ En utförlig beskrivning av den penningpolitiska strategin finns i skriften *Penningpolitiken i Sverige*. Skriften finns i pdf-format på Riksbankens webbplats www.riksbank.se under rubriken Penningpolitik/Prisstabilitet.

Innehåll

- KAPITEL 1 – Sammanfattning **5**
 - Fördjupning: Om att utvärdera penningpolitik **10**
 - Fördjupning: KPI och andra inflationsmått **12**
- KAPITEL 2 – Penningpolitiken 2012 **15**
 - Fördjupning: Den ekonomiska utvecklingen 2010-2011 **27**
 - Fördjupning: Alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen **30**
 - Fördjupning: En metod för att jämföra olika penningpolitiska alternativ **32**
- KAPITEL 3 – Måluppfyllelse **35**
 - Fördjupning: Inflationens utveckling i ett mer långsiktigt perspektiv **41**
 - Fördjupning: Vilka oförutsedda störningar har påverkat KPIF-inflationen? En modellanalys **45**
- KAPITEL 4 – Prognosförmåga **49**
 - Fördjupning: Riksbankens utvecklingsarbete 2012-2013 **53**
- KAPITEL 5 – Förutsägbarhet och penningpolitiska förväntningar **55**
- APPENDIX **61**

■ KAPITEL 1 – Sammanfattning

Under 2012 blev inflationen lägre än Riksbankens mål på 2 procent och resursutnyttjandet i ekonomin var lägre än normalt. Både KPI- och KPIF-inflationen blev i genomsnitt omkring 1 procent. Att inflationen blev så låg berodde i hög grad på att den internationella konjunkturen under andra halvåret 2011 försvagades på ett sätt som överraskade Riksbanken och andra bedömare. Under 2012 sänkte Riksbanken reporäntan från 1,75 till 1 procent för att stödja den ekonomiska utvecklingen och föra inflationen tillbaka till målet.

Det fanns en hög grad av samstämmighet i olika bedömares prognoser för 2012. Även vid en jämförelse över en längre period är skillnaderna i prognosförmåga mellan olika bedömare små.

I år är det 20 år sedan Riksbanken fattade beslutet att penningpolitiken skulle inriktas på att uppfylla ett inflationsmål. Sedan inflationsmålet infördes har inflationen blivit avsevärt lägre och betydligt mer stabil jämfört med 1970- och 1980-talen.

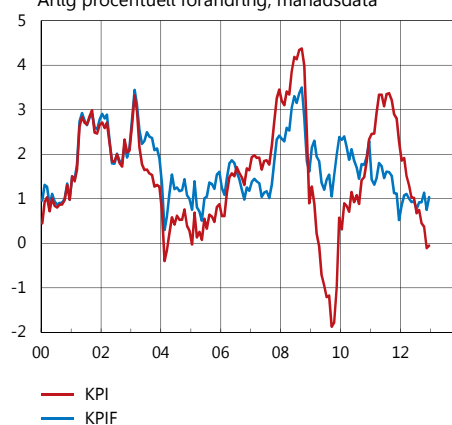
Konjunkturen försvagades och inflationen blev lägre än målet 2012

Under 2012 försvagades konjunkturen och Riksbanken sänkte reporäntan vid tre tillfällen till 1 procent vid årets slut. Inflationen blev dock lägre än Riksbankens mål om 2 procent. Både KPI- och KPIF-inflationen, det vill säga KPI med fast bostadsränta, blev i genomsnitt omkring 1 procent under 2012. Medan inflationen mätt med KPIF låg förhållandevis stabilt kring 1 procent under 2012 sjönk KPI-inflationen från 1,9 procent i januari till -0,1 procent i december, främst som en följd av att Riksbanken sänkte reporäntan (se diagram 1:1). BNP ökade med 0,8 procent och arbetslösheten steg något, från 7,8 procent 2011 till 8,0 procent. Olika mått på resursutnyttjandet som Riksbanken beräknar pekar på att resursutnyttjandet var lägre än normalt under året, vilket också motsvarar Riksbankens samlade bedömning av resursutnyttjandet.

Samtidigt har Sverige i en internationell jämförelse klarat sig relativt väl genom de senaste årens finans- och skuldkriser. Tillväxten i BNP de senaste åren har varit väsentligt högre än i många andra länder. Den bromsade dock in oväntat kraftigt i slutet av 2011 när utvecklingen i omvärlden försämrades (se diagram 1:2).

Sett i backspegeln skulle man kunna argumentera för att det låga inflationsutfallet och det förhållandevis svaga realekonomiska läget under 2012 tyder på att reporäntan tidigare hade kunnat vara något lägre. Men detta förutsätter att Riksbanken hade kunnat förutse utvecklingen av skuldkrisen som försvagade omvärldsutvecklingen och ledde till påtagligt försämrade förutsättningar för svensk BNP-tillväxt under andra halvåret 2011. Såväl Riksbanken som andra bedömare hade emellertid långt in på 2011 en mer positiv bild av utvecklingen 2012 än den som sedan skulle bli det faktiska utfallet. En än mer expansiv politik förutsätter också att en ännu lägre ränta inte hade bedömts väsentligt öka riskerna förknippade med hushållens skuldsättning, något som oroat flertalet av direktionsmedlemmarna under senare år.

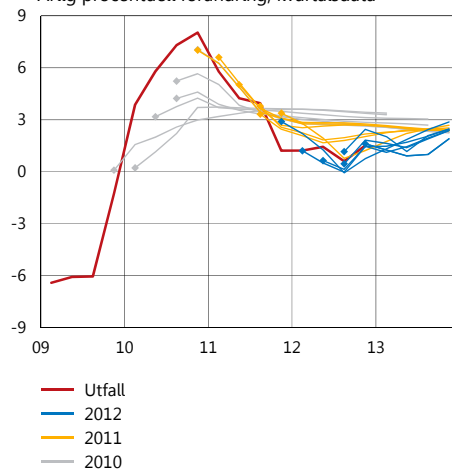
Diagram 1:1. Inflationens utvecklingen 2000-2012
Årlig procentuell förändring, månadsdata



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källa: SCB

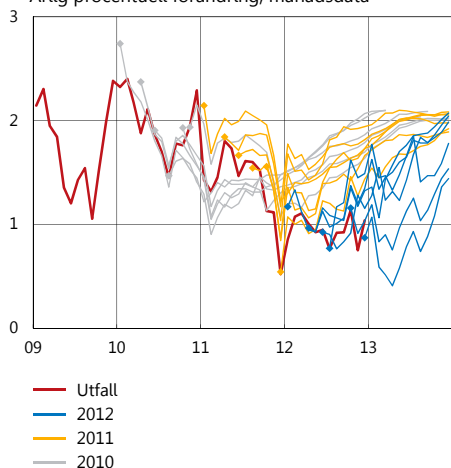
Diagram 1:2. BNP-tillväxt, utfall och prognoser
Årlig procentuell förändring, kvartalsdata



Anm. De tunna linjerna avser Riksbankens prognoser 2010-2012. Markeringarna visar startpunkten för varje prognos och kan därför avvika från senaste utfall för den tidpunkten.

Källor: SCB och Riksbanken

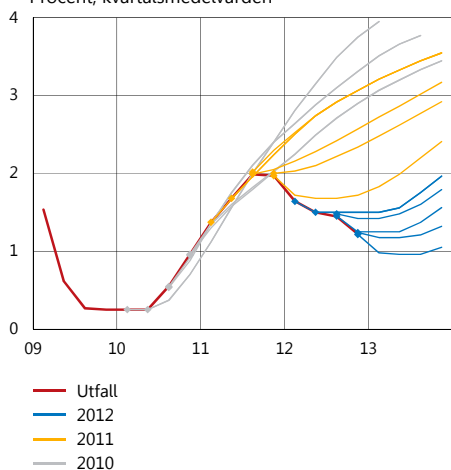
Diagram 1:3. KPIF, utfall och prognoser
Årlig procentuell förändring, månadsdata



Anm. Se anmärkningen till diagram 1:2. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

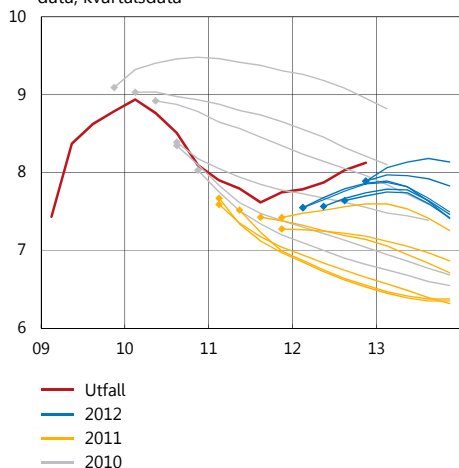
Diagram 1:4. Reporänta, utfall och prognoser
Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Se anmärkningen till diagram 1:2.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:5. Arbetslöshet, utfall och prognoser
Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data, kvartalsdata



Anm. Se anmärkningen till diagram 1:2. Arbetskraftsundersökningarna (AKU) publicerade i februari 2013 reviderad statistik för arbetsmarknadsutvecklingen 2010-2012. Se fotnot 33. Utfall avser reviderade siffror.

Källor: SCB och Riksbanken

Varför avvek inflationen från inflationsmålet 2012?

Skillnaden mellan KPI- och KPIF-inflationen kan vara betydande under perioder när reporäntan höjs eller sänks kraftigt. Så har varit fallet de senaste åren. I lägen då ränteändringar påverkar KPI mycket ger utvecklingen av KPIF-inflationen en bättre bild av den varaktiga utvecklingen av inflationen och därmed bättre vägledning för de penningpolitiska besluten.² De penningpolitiska besluten under 2010-2012 fokuserade därför i hög grad på prognoserna för inflationen mätt med KPIF.

■ Riksbanken räknade med en konjunkturåterhämtning och KPIF-inflation nära 2 procent i slutet av 2012

Under 2010 och första halvåret 2011 räknade Riksbanken med en fortsatt återhämtning under 2012. BNP-tillväxten väntades bli 2,5 till 3,5 procent (se diagram 1:2).³ I de prognoser som gjordes 2010 räknade Riksbanken samtidigt med att KPIF-inflationen skulle falla och bli omkring 1,5 procent under 2011, till följd av en snabbt ökande produktivitet och en starkare krona efter den kraftiga försvagningen 2008-2009, för att sedan börja stiga i takt med den fortgående återhämtningen (se diagram 1:3). Riksbanken räknade därför med att penningpolitiken behövde bli mindre expansiv och att reporäntan gradvis behövde höjas från den historiskt låga nivån 0,25 procent (se diagram 1:4). KPIF-inflationen skulle då bli nära 2 procent i slutet av 2012 eller början av 2013. På grund av de planerade räntehöjningarna räknade Riksbanken med att inflationen mätt med KPI skulle bli nära 3 procent i slutet av prognosperioden.

Som ytterligare skäl till att föra en mindre expansiv penningpolitik fanns det under 2010-2011 en stor osäkerhet om vad den snabba återhämtningen kunde innebära. Tillväxten blev starkare än väntat och BNP-prognoserna justerades successivt upp, framförallt i närtid (se diagram 1:2). Samtidigt utvecklades arbetsmarknaden bättre än väntat, sysselsättningen ökade och arbetslösheten föll (se diagram 1:5). Bland annat diskuterade direktionen risker för flaskhalsar i ekonomin och en snabbare ökning av inflationstakten. Direktionen såg också risker med att hålla reporäntan låg under en lång period, eftersom detta skulle kunna leda till en snabb ökning av hushållens skulder. Under första halvåret 2011 fanns också en oro för att den höga KPI-inflationen skulle få fäste i de långsiktiga inflationsförväntningarna.

² Se fördjupningen "KPI och andra inflationsmått".

³ Se kapitel 3.

■ Försämrade konjunkturutsikter under 2011 ledde till lägre inflation

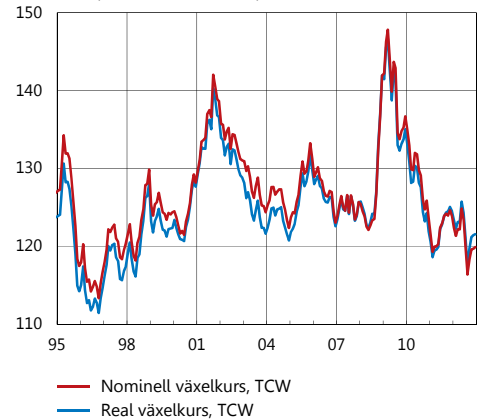
Under sommaren och hösten 2011 ändrades förutsättningarna på ett ganska påtagligt sätt. Oron kring utvecklingen av statskulden i USA och i flera länder i euroområdet tilltog och tillväxten i omvärlden blev svagare än väntat. Riksbanken reviderade successivt ned prognosen för BNP-tillväxten och sköt de planerade reporäntehöjningarna framåt i tiden (se diagram 1:2 och 1:4). I slutet av 2011 blev det allt tydligare att tillväxten bromsade in relativt kraftigt, och i december sänkte Riksbanken reporäntan. Konjunkturutsikterna fortsatte att försämrans under 2012, prognoserna för arbetslösheten reviderades upp och reporäntan sänktes i februari, september och december (se diagram 1:5 och 1:4). Sammantaget sänktes reporäntan under året från 1,75 till 1,0 procent. Prognosen för reporäntan reviderades ned.

Den svaga utvecklingen i omvärlden bidrog till en lägre inhemsk efterfrågan och ett lägre inflationstryck i svensk ekonomi vilket gjorde det svårare för företagen att höja priserna. Denna bild stöds av Riksbankens företagsundersökningar från 2012 där företagen uppger att priserna dämpades av svag efterfrågan och hård prispress.⁴ Därtill påverkade kronans utveckling inflationen. Efter en kraftig försvagning i samband med den finansiella krisen i slutet av 2008 och början av 2009 stärktes den svenska kronan och den reala växelkursen återvände mot långsiktigt mer normala nivåer (se diagram 1:6).⁵ I vilken utsträckning och hur snabbt sådana kraftiga svängningar i den nominella växelkursen påverkar konsumentpriserna är svårt att uppskatta i förväg och genomslaget kan variera över tiden, till exempel beroende på konjunkturläget. Enligt Riksbankens förväntningar skulle förstärkningen av kronan 2009-2010 ge lägre importpriser med en återhållande effekt på inflationen. Fortsatt fallande varupriser tyder nu på att kronförstärkningen kan ha dämpat inflationen under längre tid än vad Riksbanken räknade med.

Under 2010 och första halvåret 2011 bedömde Riksbanken att inflationen 2012 i genomsnitt skulle bli 1,6 procent mätt med KPIF och 2,5 procent mätt med KPI. Den främsta förklaringen till att inflationen 2012 blev väsentligt lägre kan sägas vara den försämring av omvärldskonjunkturen som inleddes under andra halvåret 2011. Det särskilt låga utfallet för KPI-inflationen hänger samman med att Riksbanken sedan december 2011 sänkt reporäntan, från 2,0 procent till 1,0 procent i december 2012.

Diagram 1:6. Konkurrensvägd nominell och real växelkurs, TCW

Index, 1992-11-18 = 100, månadsdata



Anm. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartner.

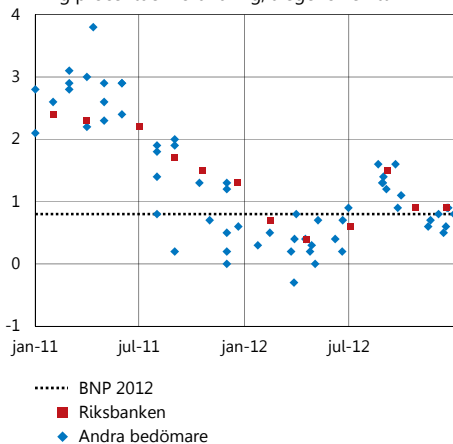
Källa: Riksbanken

⁴ I fördjupningen "Vilka oförutsedda störningar har påverkat KPIF-inflationen? En modellanalys" används Riksbankens makroekonomiska modell Ramses för att belysa faktorer bakom den oväntat låga KPIF-inflationen 2012.

⁵ Den reala växelkursen bedöms ligga nära en långsiktig nivå, i enlighet med fundamentala ekonomiska bestämningsfaktorer. Under 2012 var den reala växelkursen mätt med TCW-vikter något starkare än genomsnittet sedan 1995 men svagare än genomsnittet från 1980. Mätt med det bredare växelkursindexet KIX var den reala växelkursen däremot något svagare än genomsnittet sedan 1995.

Diagram 1:7. Prognoser 2011-2012 för BNP-tillväxten 2012

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

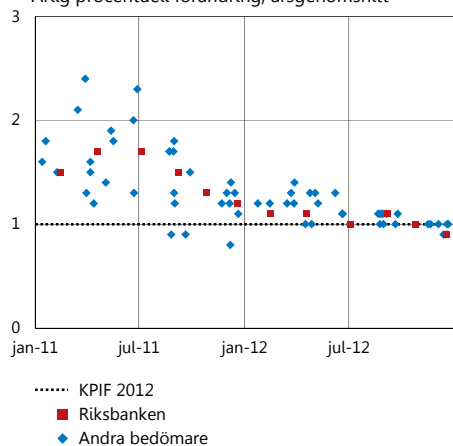


Anm. Andra bedömare är Finansdepartementet, Handels Utredningsinstitut, Konjunkturinstitutet, LO, Nordea, SEB, Svenska Handelsbanken, Svenskt Näringsliv och Swedbank.

Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

Diagram 1:8. Prognoser 2011-2012 för KPIF-inflationen 2012

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt



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

Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

Små prognoskillnader mellan olika prognosmakare

Riksbanken var inte ensam om att revidera sin syn på de ekonomiska utsikterna. När man studerar de prognoser för 2012 som Riksbanken och andra bedömare gjorde 2011-2012 finner man, såsom vanligen är fallet, en betydande grad av samstämmighet.⁶ Under första halvåret 2011 hade svenska konjunkturbedömare en förhållandevis positiv syn på den ekonomiska utvecklingen 2012. Prognoserna för BNP-tillväxten och KPIF-inflationen låg högre än vad som skulle visa sig bli det slutliga utfallet (se diagram 1:7 och 1:8), medan arbetslösheten underskattades. I enlighet med denna syn överskattades också nivån på reporäntan. Under andra halvåret reviderades prognoserna för BNP-tillväxten och KPIF-inflationen gradvis ned, i takt med att information som tydde på en svagare utveckling började komma in.

Även vid en jämförelse över en längre period är likheterna mellan prognosmakarna betydande. Riksbanken förefaller ha gjort förhållandevis goda prognoser för BNP-tillväxten, arbetslösheten och KPIF-inflationen, medan prognosernas träffsäkerhet är relativt sett sämre för reporäntan och därmed också för KPI-inflationen. Men skillnaderna i prognosförmåga mellan olika bedömare är små även sett i ett längre perspektiv och det är överlag få statistiskt säkerställda skillnader.

Fortsatta räntesänkningar men olika syn på lämplig takt

Eftersom inflationstrycket fortsatte att sjunka och tillväxtutsikterna för svensk ekonomi försämrades ytterligare fortsatte Riksbanken under 2012 att föra penningpolitiken i en mer expansiv riktning. Direktionen bedömde att en mer expansiv penningpolitik var nödvändig för att nå inflationsmålet och för att resursutnyttjandet successivt skulle normaliseras.

Inom direktionen fanns olika uppfattningar om hur mycket och i vilken takt räntan skulle sänkas och ränteprognozen revideras ned.⁷ Två ledamöter förespråkade en än mer expansiv politik. De olika bedömningarna avspeglade bland annat skillnader i synen på risker förknippade med hushållens skuldsättning, på den svenska arbetsmarknaden och penningpolitikens möjligheter att ytterligare minska arbetslösheten, samt på prognoserna för utländska styrräntor.

Riksbankens utvecklingsarbete 2012-2013

Riksbankens utvecklingsarbete speglar de frågeställningar som är av vikt för direktionens penningpolitiska ställningstaganden. De frågor som stått i fokus under 2012 rör i huvudsak två områden som varit viktiga under de senaste åren: arbetsmarknaden och betydelsen av

⁶ Se kapitel 4.

⁷ Se kapitel 2, avsnittet "Viktiga frågor i den penningpolitiska diskussionen".

den finansiella utvecklingen för penningpolitiken.⁸ Bland annat genomförde Riksbanken en fördjupad analys av arbetsmarknadens funktionssätt, fortsatte arbetet med att förstärka den finansiella analysen i prognos- och modellarbetet samt utvecklade en metod för att kvantifiera och illustrera osäkerheten i mätningarna av penningpolitiska förväntningar.

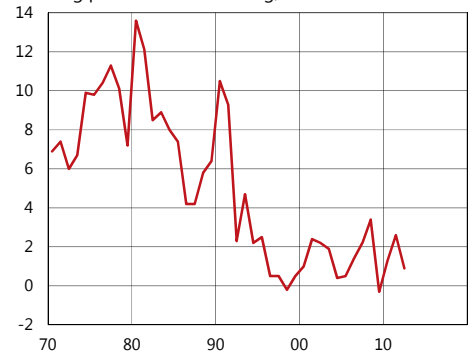
Inflationens utveckling i ett längre perspektiv

Under året analyserade Riksbanken även den långsiktiga måluppfyllelsen.⁹ Det är nu tjugo år sedan Riksbanken fattade beslutet att införa ett inflationsmål. Inflationsmålpolitiken betraktas vanligen som en av de mer centrala komponenterna i den omläggning av den ekonomiska politiken som genomfördes i samband med 1990-talskrisen och som bidragit till att den svenska ekonomin sedan dess utvecklats relativt gynnsamt. Ett av huvudproblemen före krisen var den alltför höga svenska inflationen i förhållande till omvärlden. Under 1970- och 1980-talen varierade inflationen kraftigt och uppgick inte sällan till tvåsiffriga tal. Sedan inflationsmålet infördes har inflationen däremot varit betydligt lägre och mer stabil (se diagram 1:9). En tid efter att inflationsmålet introducerats började inflationsförväntningarna anpassa sig nedåt och förväntningarna på lång sikt har sedan slutet av 1990-talet varit väl förankrade vid inflationsmålet (se diagram 1:10).

Exakt hur hög inflationen varit under perioden med inflationsmålet beror på hur den beräknas. Om man beräknar den genomsnittliga inflationen med KPI från det att inflationsmålet började gälla 1995 uppgår den till 1,4 procent.¹⁰ En stor del av målavvikelsen beror på att KPI-inflationen blivit lägre på grund av att boräntorna sjunkit, vilket speglar en trendmässig nedgång i det allmänna ränteläget sedan mitten av 1990-talet. Mätt med KPIF uppgick inflationen till 1,8 procent 1995-2012. Andra orsaker, som dämpat både KPI- och KPIF-inflationen, är att tillväxten i produktiviteten periodvis varit överraskande stark och att priserna på importerade varor varit oväntat låga.

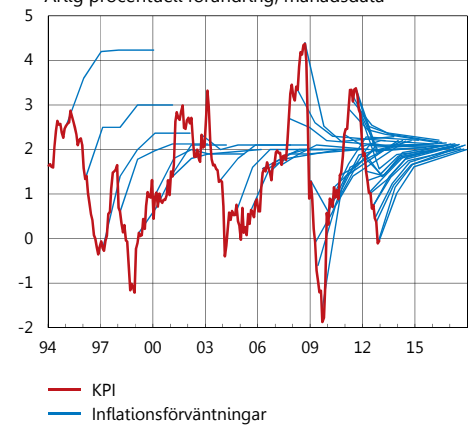
Det är en bedömningsfråga i vilken mån detta utfall ska tolkas som att inflationsmålpolitiken har varit framgångsrik. Men med tanke på hur hög och varierande inflationen var tidigare framstår inflationsmålpolitiken som lyckosam. Även om inflationen i genomsnitt inte nått exakt 2 procent, har den blivit rimligt nära målet och betydligt mer stabil.

Diagram 1:9. KPI sedan 1970
Årlig procentuell förändring, årsdata



Källa: SCB

Diagram 1:10. Inflationsförväntningar hos penningmarknadens aktörer
Årlig procentuell förändring, månadsdata



Anm. Inflationsförväntningar hos penningmarknadens aktörer på ett, två och fem års sikt.

Källor: SCB och TNS SIFO Prospera

⁸ Se fördjupningen "Riksbankens utvecklingsarbete 2012-2013".

⁹ Se fördjupningen "Inflationens utveckling i ett mer långsiktigt perspektiv".

¹⁰ Denna beräkning och motsvarande beräkning för KPIF tar hänsyn till att definitionen på KPI ändrades 2005, det vill säga att den anger genomsnittet av inflationen i realtid.

■ Om att utvärdera penningpolitik

Det är viktigt att penningpolitiken utvärderas regelbundet så att riksdagen och allmänheten kan försäkra sig om att Riksbanken gör ett bra arbete. Utvärderingar av penningpolitiken blir också värdefulla underlag för Riksbanken när den ska utveckla och förbättra sin analys.

Vad penningpolitiken kan göra

När penningpolitiken utvärderas är det viktigt att utgå ifrån en realistisk uppfattning om vad penningpolitiken kan åstadkomma. Penningpolitiken kan se till att inflationen över ett antal år är i linje med inflationsmålet. Detta är skälet till att de flesta centralbanker har prisstabilitet som sitt huvudsakliga mål. Penningpolitiken kan också under mer begränsade perioder påverka realekonomiska variabler, såsom produktion och sysselsättning. Däremot är det inte möjligt att med en systematiskt expansiv penningpolitik göra så att exempelvis tillväxten eller sysselsättningen blir varaktigt hög. Penningpolitiken kan således i den bemärkelsen inte "skapa" sysselsättning eller tillväxt.

Penningpolitik handlar normalt om att hitta en lämplig avvägning mellan att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och hålla ekonomin i övrigt i balans. I Riksbankens uppdrag ingår enligt riksbankslagen även att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Risker förknippade med utvecklingen på de finansiella marknaderna kan därför också behöva vägas in i räntebesluten.¹¹

Avvikelser mellan mål och utfall är naturliga

En jämförelse av utfallet för inflationen med inflationsmålet visar inte nödvändigtvis hur väl penningpolitiken bedrivits. Riksbanken kan medvetet välja att tillfälligt låta inflationen avvika från målet i sin strävan att samtidigt hålla inflationen stabil och ekonomin i övrigt i balans. Exempelvis kan Riksbanken avstå från att snabbt föra inflationen tillbaka till inflationsmålet om detta bedöms få alltför stora negativa effekter på realekonomin. Så kan bli fallet efter en störning som pressar upp inflationen men dämpar aktiviteten i ekonomin. Sådana medvetna avvikelser är möjliga att göra så länge förtroendet för inflationsmålet inte rubbas, det vill säga så länge inflationsförväntningarna på några års sikt är väl förankrade vid målet.

En annan omständighet som man måste beakta om KPI-inflationen avviker från målet är att då reporäntan höjs eller sänks kraftigt uppstår stora men övergående effekter på KPI-inflationen. Skälet är att förändringar i reporäntan har en direkt inverkan på hushållens räntekostnader för bolån. I sådana situationer ger ett inflationsmått som är rensat för de direkta effekterna av ränteförändringar bättre vägledning för de penningpolitiska besluten och för analyser av hur väl avvägd penningpolitiken har varit.¹²

En avvikelse mellan utfall och mål kan också bero på att de prognoser som penningpolitiken baserats på inte varit tillräckligt bra.

¹¹ Se även beskrivningen av Penningpolitiken i Sverige på sidan 2 i denna rapport.

¹² Se fördjupningen "KPI och andra inflationsmått".

En analys av kvalitén på prognoserna är ett viktigt inslag i en utvärdering av penningpolitiken, exempelvis kan Riksbankens prognoser jämföras med andra bedömares prognoser.

Ytterligare en förklaring till avvikelser mellan mål och utfall är att ekonomin ständigt påverkas av oväntade störningar. Detta gör att även välgrundade och genomarbetade prognoser ofta slår fel. Det kan därför vara mer rättvisande att analysera om räntebesluten framstår som rimliga givet den information som fanns tillgänglig då besluten fattades än att studera läget i efterskott, när utfallet väl är känt. I ett nästa steg kan utfallen för inflationen jämföras med inflationsmålet, det vill säga penningpolitiken utvärderas med facit i hand. Analysen kan då bland annat identifiera de störningar som orsakat en eventuell målavvikelse.

Penningpolitiken ska vara förutsägbar

I en utvärdering kan det också finnas skäl att analysera hur förutsägbar penningpolitiken varit. Om Riksbanken lyckas väl med sin kommunikation bör marknadsaktörer och andra relativt väl kunna förutse hur ny information kommer att påverka reporäntan. Marknadsräntorna kan då anpassa sig redan innan Riksbanken beslutar om reporäntan och ränterörelserna på marknaden i samband med besluten blir då begränsade.

■ KPI och andra inflationsmått

Det finns goda skäl att inflationsmålet ska vara formulerat i termer av KPI, men även andra mått kan vara viktiga för penningpolitiken. Ett av de mer centrala är KPIF, som är KPI med fast bostadsränta.

Inflation kan mätas på många olika sätt. En nyckelfråga är därför vilket prisindex Riksbankens inflationsmål ska avse. Behovet av ett nominellt ankare som stabiliserar den *allmänna* prisökningstakten, talar för att inflationsmålet bör vara preciserat i termer av ett brett prisindex som är väl känt för allmänheten. Detta har varit det viktigaste argumentet när Riksbanken formulerat sitt inflationsmål i termer av KPI, som Statistiska centralbyrån (SCB) beräknar och redovisar varje månad.¹³ KPI-statistiken har dessutom god kvalitet, revideras normalt inte och publiceras kort efter månadens slut. Det finns alltså mycket som talar för att ange inflationsmålet i termer av just detta index. Professorerna Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet gav också i sin utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005-2010 stöd för denna uppfattning.¹⁴ I sitt betänkande med anledning av denna utvärdering instämde finansutskottet i denna slutsats.¹⁵

Även om inflationsmålet är formulerat i termer av KPI kan andra inflationsmått vara användbara för att analysera och prognostisera inflationens utveckling. Stora och tillfälliga prisförändringar på enskilda varor och tjänster kan få betydande, men övergående, effekter på KPI-inflationen. Sådana effekter bör penningpolitiken inte reagera på. För att beskriva inflationens mer långsiktiga utveckling och för att bättre kunna förklara sin penningpolitik kan Riksbanken då välja att lyfta fram andra inflationsmått. Det finns flera sätt att beräkna sådana mått. Gemensamt för dem är att de fokuserar på den mer trendmässiga prisutvecklingen och inte tar hänsyn till prisrörelser som bedöms påverka utvecklingen av KPI tillfälligt, till exempel tillfälliga upp- och nedgångar i energipriser.¹⁶

I beräkningen av KPI ingår hushållens boendekostnader. Dessa boendekostnader beror bland annat på bolåneräntorna, vilka i sin tur påverkas när Riksbanken ändrar reporäntan. Till exempel leder en höjning av reporäntan till höjda bolåneräntor. Normalt höjer Riksbanken reporäntan för att motverka en kommande ökning av inflationen, men den direkta effekten av de högre bolåneräntorna är att KPI i stället stiger ytterligare. Det finns därför anledning att analysera inflationsmått som inte direkt påverkas av Riksbankens reporänteförändringar. Ett sådant mått är KPIF, som är KPI med fast bostadsränta (se diagram 1:1). I beräkningen av KPIF rensas således för de direkta effekterna på bolåneräntorna av förändringar i reporäntan. På längre

¹³ KPI mäter priset på en korg av varor och tjänster inklusive boendekostnader. Priserna på de olika varorna och tjänsterna i KPI vägs ihop på basis av hur stor andel av konsumtionen som de utgör. Varor som det konsumeras mycket av får alltså en stor vikt i KPI.

¹⁴ Se Goodhart, Charles och Jean-Charles Rochet, "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005-2010", *Rapporter från riksdagen* 2010/11: RFR5.

¹⁵ Se Finansutskottets betänkande 2012/13:FIU12 "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005-2010", Sveriges riksdag.

¹⁶ Se Hansson, Jesper, Jesper Johansson och Stefan Palmqvist, "Varför behöver vi mått på underliggande inflation?", *Penning- och valutapolitik*, 2008:2, Sveriges riksbank.

sikt, när reporäntan har stabiliserats, sammanfaller KPI- och KPIF-inflationen.¹⁷ Men under vissa perioder, när reporäntan höjs eller sänks kraftigt, som under de senaste åren, kan skillnaden mellan KPI- och KPIF-inflationen vara betydande.

¹⁷ Se Johansson, Jesper, Stefan Palmqvist och Carina Selander, "KPI ökar snabbare än KPIF de närmaste åren", *Ekonomiska kommentarer*, nr 5 2011, Sveriges riksbank.

■ KAPITEL 2 – Penningpolitiken 2012

Den svaga utvecklingen i euroområdet försämrade tillväxtutsikterna för svensk ekonomi under 2012. Ett lågt resursutnyttjande och kostnadstryck samt en starkare krona medförde att också inflationen blev låg. Under året sänkte Riksbanken reporäntan med totalt 0,75 procentenheter och prognosen för reporäntan på ett par års sikt justerades ned. Direktionen var enig om att penningpolitiken behövde bli mer expansiv, men det fanns delade meningar om hur mycket reporäntan och repo-ränteprognosen borde sänkas.

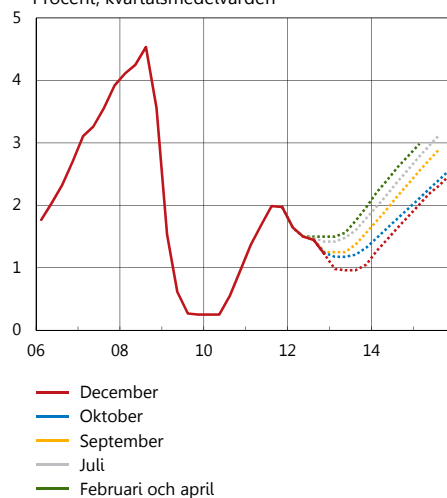
Inledning

Den redan svaga ekonomiska utvecklingen i euroområdet fortsatte att försämrans under 2012.¹⁸ Efterfrågan på svensk export, som hade bromsat in i slutet av 2011, dämpades därmed ytterligare. Omvärldsutvecklingen och den svaga exporten ledde i sin tur till att tillväxtutsikterna för hela den svenska ekonomin successivt försämrades. Trots detta överraskade den svenska BNP-tillväxten positivt under större delen av året tack vare en förhållandevis stark inhemsk efterfrågan. Även inflationen påverkades av den svagare omvärldsutvecklingen och blev låg till följd av låga kostnadsökningar i svenska företag och en starkare krona.

Mot bakgrund av det sjunkande inflationstrycket och inbromsningen i Sveriges ekonomi fortsatte Riksbanken under året att föra penningpolitiken i en mer expansiv riktning och sänkte reporäntan vid tre tillfällen med totalt 0,75 procentenheter till 1,0 procent. Prognosen för reporäntan i slutet av 2014 reviderades ned med ungefär 1 procentenhet (se diagram 2:1). Därmed blev den reala reporäntan, som kan illustrera hur expansiv penningpolitiken är, negativ under 2012 och den förväntades förbli negativ till slutet av 2014 (se diagram 2:2). Direktionen bedömde att en mer expansiv penningpolitik var nödvändig för att nå inflationsmålet och för att resursutnyttjandet successivt skulle normaliseras. Den första delen av detta kapitel redogör för dessa penningpolitiska beslut (samtliga beslut och reservationer redovisas i rutan Penningpolitiska beslut och reservationer 2012 i slutet av detta kapitel).

Inom direktionen fanns dock olika uppfattningar om hur mycket och i vilken takt reporäntan skulle sänkas. De olika bedömningarna avspeglade bland annat skillnader i synen på risker förknippade med hushållens skuldsättning, synen på den svenska arbetsmarknaden och penningpolitikens möjligheter att ytterligare minska arbetslösheten. Detta och andra viktiga frågor i den penningpolitiska diskussionen behandlas i den andra delen av detta kapitel.

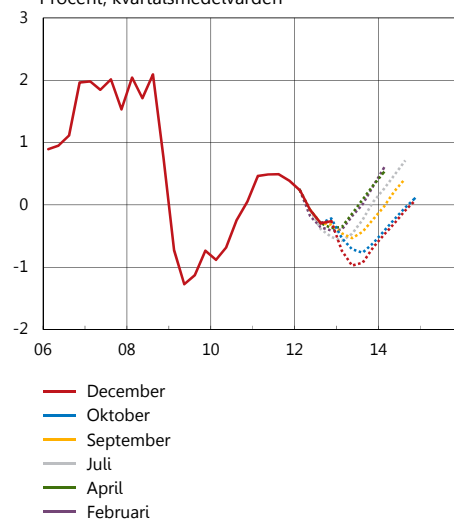
Diagram 2:1. Reporänta, prognoser 2012
Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Ränteprognoserna från februari och april ligger så nära varandra att de illustreras med en gemensam streckad linje.

Källa: Riksbanken

Diagram 2:2. Real reporänta, prognoser 2012
Procent, kvartalsmedelvärden

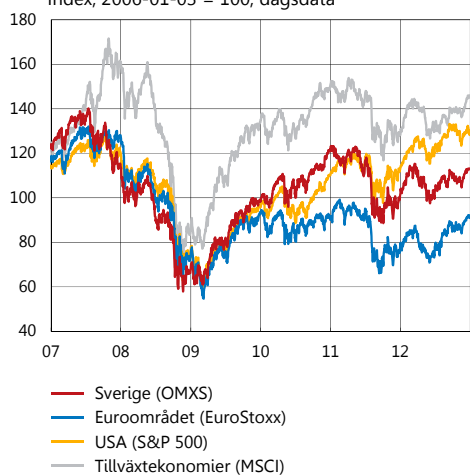


Anm. Den reala reporäntan är beräknad som ett medelvärde av Riksbankens reporänteprognos för det kommande året minus inflationsprognos (KPIF) för motsvarande period.

Källa: Riksbanken

¹⁸ Som bakgrund till översikten se fördjupningen "Den ekonomiska utvecklingen 2010–2011".

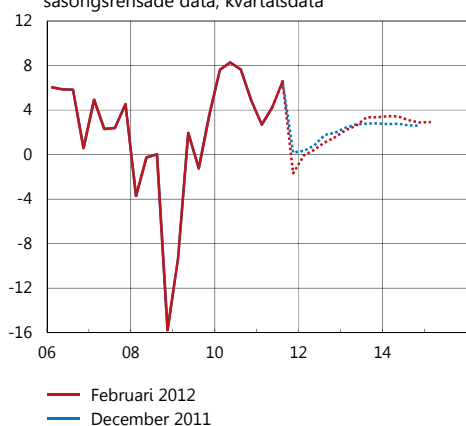
Diagram 2:3. Börsutveckling
Index, 2006-01-03 = 100, dagsdata



Källor: Morgan Stanley Capital International, Reuters EcoWin, Standard & Poor's och STOXX Limited

Diagram 2:4. BNP-prognoser i december 2011 och februari 2012

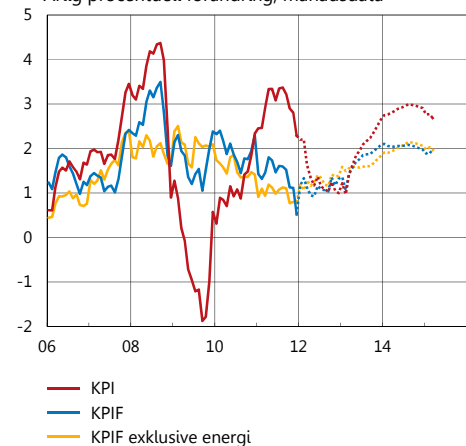
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data, kvartalsdata



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:5. Inflationsprognoser i februari 2012

Årlig procentuell förändring, månadsdata



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Penningpolitiska beslut under 2012

■ Skuldkrisen i Europa dämpade utsikterna för svensk tillväxt i början av året – reporäntan och räntebanan sänktes i februari

Inför det penningpolitiska beslutet i februari ställdes Riksbankens direktions bild av den ekonomiska utvecklingen i omvärlden. Tillväxten i världsekonomin som helhet bedömdes bli fortsatt god de kommande åren, driven av framför allt snabbväxande ekonomier såsom de så kallade BRIC-länderna (Brasilien, Ryssland, Indien och Kina). Tillväxten i euroområdet bedömdes samtidigt bli svag, och svagare än vad som väntades i december 2011. Det fanns dock i början av 2012 vissa tecken på att den oro som sedan sommaren 2010 påverkat utvecklingen på de finansiella marknaderna, till följd av statsfinansiella problem i vissa länder i euroområdet, hade minskat. Exempelvis hade börskurserna stigit (se diagram 2:3).

En förklaring till att den finansiella oron minskade var att Europeiska centralbanken (ECB) i december 2011 beslutade att erbjuda banker i euroområdet lån med tre års löptid. Dessutom gjordes vissa framsteg i hanteringen av skuldkrisen i euroområdet i och med att Europeiska rådet i januari 2012 beslutade om den så kallade finanspakten, vars syfte är att ytterligare stärka den finanspolitiska disciplinen och samordningen bland euroländerna. Riksbanken bedömde att den mest akuta fasen av den europeiska skuldkrisen skulle bedarra under årets lopp.

Den svenska ekonomin hade till och med tredje kvartalet 2011 visat tecken på att stå emot den europeiska skuldkrisen förhållandevis väl. Men under hösten började tecken på en försvagad konjunktur bli tydliga, och i slutet av 2011 och början av 2012 kom signaler om att en kraftig nedgång hade skett under fjärde kvartalet 2011. Bland annat visade månadsstatistiken att den svenska exporten minskade. Tillväxtutsikterna för Sveriges ekonomi bedömdes ha försämrats sedan december 2011 (se diagram 2:4). Arbetslösheten väntades också stiga något under 2012. Riksbanken bedömde att det svenska resursutnyttjandet skulle vara lägre än normalt under 2012 och 2013 och lägre än i tidigare bedömningar, men närma sig en normal nivå inom tre år.

Till bilden av den svenska ekonomin i början av 2012 hörde också att inflationstrycket var lågt. De senaste årens måttliga kostnadsutveckling i företagen och förstärkning av kronan ansågs ligga bakom den låga inflationen. Inflationen mätt med KPIF bedömdes dock stiga gradvis under 2013 i takt med att konjunkturutvecklingen förbättrades och resursutnyttjandet steg (se diagram 2:5).

Mot bakgrund av de försämrade konjunkturutsikterna och det låga inflationstrycket i den svenska ekonomin beslutade Riksbankens direktions att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till

1,50 procent vid det penningpolitiska mötet i februari. Dessutom sänktes prognosen för den framtida reporäntan.¹⁹

■ Oförändrade konjunktur- och inflationsutsikter i april – reporäntan och räntebanan oförändrade

Inför det penningpolitiska mötet i april konstaterades att bilden av utvecklingen i omvärlden var i stort sett oförändrad sedan i februari. Riksbanken bedömde alltjämt att skuldskrisen i Europa skulle hanteras gradvis men att de fortsatt svaga utsikterna för euroområdet skulle försämra förutsättningarna för den svenska exporten framöver.

Utfallet för fjärde kvartalet 2011, som blev tillgängligt inför det penningpolitiska mötet i april, visade att tillväxten hade blivit betydligt sämre än väntat (se diagram 2:6). Å andra sidan tydde bland annat Konjunkturinstitutets barometerindikator och detaljhandelsindex på en förbättrad utveckling i den svenska ekonomin under inledningen av 2012 (se diagram 2:7). Riksbankens samlade bedömning var att utsikterna för den svenska konjunkturen var ungefär oförändrade sedan februari.

Riksbanken konstaterade samtidigt att inflationen fortfarande var låg. KPIF-inflationen bedömdes förbli låg det kommande året, men ett tilltagande kostnadstryck och ett normaliserat resursutnyttjande väntades bidra till att inflationen mätt med KPIF gradvis skulle närma sig 2 procent under 2013.

Mot bakgrund av att konjunktur- och inflationsutsikterna i stort sett var desamma som i februari beslutade Riksbankens direktion i april dels att behålla reporäntan oförändrad på 1,5 procent, dels att lämna prognosen för reporäntan oförändrad (se diagram 2:1).

■ God svensk tillväxt i en osäker internationell miljö – reporäntebanan sänktes ändå i juli

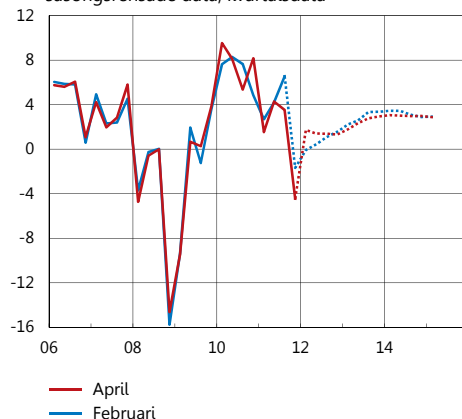
Under våren ökade osäkerheten i euroområdet till följd av den statsfinansiella situationen och problemen i banksektorn. Oron på de finansiella marknaderna tilltog därför igen, vilket bland annat avspeglades i att aktiekurserna på börserna världen över sjönk (se diagram 2:3). Spanien var ett av de länder som fortsatte att brottas med problem i banksektorn och de offentliga finanserna. Den ökade oron för situationen i Spanien satte även fokus på situationen i Italien, vilket bland annat ledde till att räntorna på statsobligationer i både Spanien och Italien steg (se diagram 2:8).

Den förnyade oron på de finansiella marknaderna väntades leda till stramare kreditförhållanden och sämre förtroende hos hushåll och företag, och därmed svagare konsumtion och investeringar. Sammantaget bedömdes förutsättningarna för tillväxt i euroområdet ha försämrats sedan Riksbankens bedömning i april.

Nationalräkenskaperna för första kvartalet indikerade dock att tillväxten i den svenska ekonomin hade varit betydligt högre än

Diagram 2:6. BNP-prognoser i februari och april 2012

Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongsrensade data, kvartalsdata



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:7. Barometerindikatorn

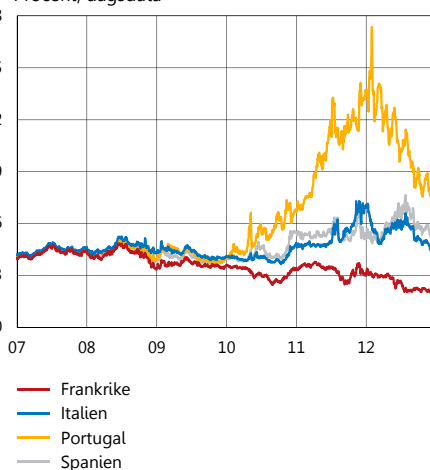
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10, månadsdata



Anm. Data efter streckad lodrätt linje markerar utfallet efter april 2012.

Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 2:8. Statsobligationsräntor, 10 års löptid

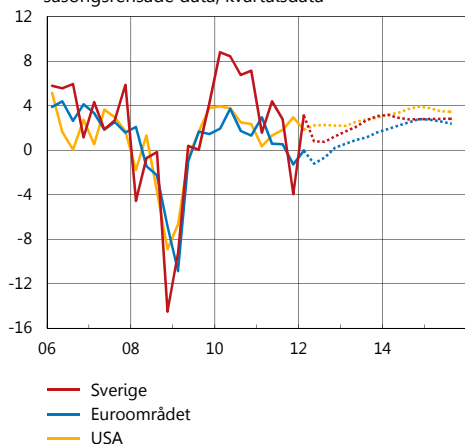


Källa: Reuters EcoWin

¹⁹ Modellbaserade analyser som togs fram till februari mötet och som visar effekter av olika antaganden om växelkursens utveckling och omvärldens tillväxt finns i fördjupningen "Alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen".

Diagram 2:9. BNP-prognoser i juli 2012

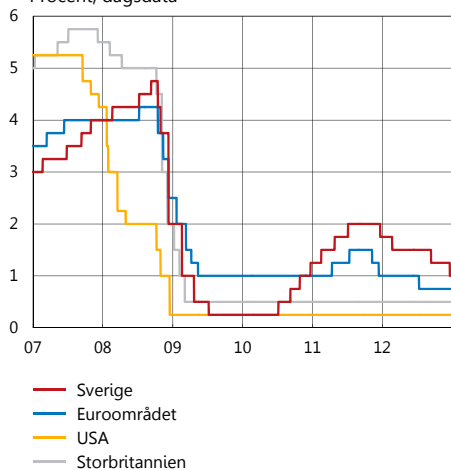
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data, kvartalsdata



Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, SCB och Riksbanken

Diagram 2:10. Styrrentor

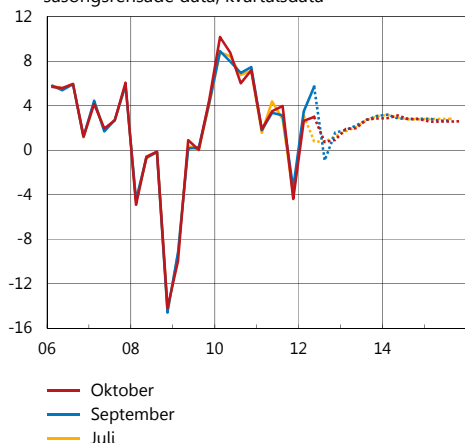
Procent, dagsdata



Källa: Reuters EcoWin

Diagram 2:11. BNP-prognoser i juli, september och oktober 2012

Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data, kvartalsdata



Källor: SCB och Riksbanken

väntat under inledningen av året. En starkare inhemsk efterfrågan tycktes ha kompenserat för svag omvärldsefterfrågan. Den svagare utvecklingen i euroområdet bedömdes ändå medföra att tillväxten på de svenska exportmarknaderna skulle dämpas framöver (se diagram 2:9).

Vid det penningpolitiska mötet i juli bedömde Riksbankens direktion att den förhållandevis starka svenska utvecklingen motiverade att lämna reporäntan oförändrad på 1,5 procent, men ansåg samtidigt att den svenska tillväxten skulle bli något svagare under resten av året vilket motiverade en nedjustering av prognosen för reporäntan (se diagram 2:1).²⁰

■ Lägre inflationstryck och dämpad tillväxt – reporäntan och räntebanan sänktes i september

Under sommaren fortsatte utvecklingen i euroområdet att präglas av skuldskrisen och indikatorer pekade på en fortsatt svag ekonomisk utveckling i linje med Riksbankens prognos i juli. ECB hade i juli sänkt sin styrrenta med 0,25 procentenheter till 0,75 procent (se diagram 2:10). Läget på de finansiella marknaderna hade dock förbättrats något. Räntorna på statsobligationer utgivna av de skuldtungda länderna i Europa var alltjämt höga men hade sjunkit en del i samband med att ECB hade signalerat beredskap att vidta åtgärder om problemen i dessa länder skulle förvärras (se diagram 2:8).

Liksom vid de tidigare penningpolitiska besluten under året ställdes Riksbankens direktion i början av september inför avvägningen mellan å ena sidan en vacklande ekonomi i euroområdet och dess negativa inverkan på den svenska exporten och å andra sidan en svensk ekonomi som uppvisade oväntat god motståndskraft (se diagram 2:11).

Jämfört med utsikterna i juli talade flera faktorer för att inflationstrycket framöver skulle bli lägre. Framför allt hade kronan förstärkts under sommaren (se diagram 2:12). Även om Riksbanken under en längre tid hade räknat med att kronan skulle stärkas, bland annat till följd av att den ekonomiska utvecklingen i Sverige var stark i förhållande till andra länder, kom denna förstärkning snabbare än väntat. Dessutom tydde de preliminära nationalräkenskaperna för andra kvartalet på att produktiviteten var betydligt högre än väntat. Riksbanken bedömde därför att den oväntat starka BNP-tillväxten under första halvåret inte skulle bidra till högre inflationstryck. Mot denna bakgrund reviderades Riksbankens inflationsprognos för 2013-2014 ned jämfört med bedömningen i juli (se diagram 2:13). Arbetsmarknaden hade utvecklats något bättre än väntat, men indikatorerna pekade på en försvagning framöver. Riksbankens prognos för arbetslösheten var därför i stort sett oförändrad jämfört med prognosen i juli.

²⁰ Modellbaserade analyser som togs fram till julimötet och som visar effekter av att skuldskrisen fördjupas respektive att den finansiella oron avtar snabbare redovisas i fördjupningen "Alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen".

För att motverka effekterna av det lägre inflationstrycket beslutade Riksbankens direktion i september att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,25 procent. Även prognosen för reporäntan justerades ned för hela prognosperioden (se diagram 2:1).

■ Trögare återhämtning på arbetsmarknaden och lägre inflationstryck – räntebanan sänktes i oktober

Inför det penningpolitiska mötet i oktober konstaterades att ekonomin i omvärlden hade utvecklats i linje med bedömningen i september. På de finansiella marknaderna hade oron avtagit ytterligare något, bland annat till följd av nya åtgärder från ECB. Exempelvis beslutade ECB om att under vissa villkor köpa obligationer utgivna av länder som beviljats finansiella stödprogram. Trots detta kvarstod en betydande osäkerhet om hur de långsiktiga problemen i euroområdet skulle lösas. Euroområdets tillväxt väntades bli fortsatt svag framöver, vilket dämpade utsikterna för den svenska exporten.

När det gäller den ekonomiska utvecklingen i Sverige visade reviderade nationalräkenskaper i september att BNP-tillväxten under första halvåret var svagare än vad den tidigare, preliminära statistiken antydde. Men även efter revideringen kvarstod bilden av en relativt stark svensk tillväxt under första halvåret. Riksbankens bedömning av BNP-tillväxten framöver var emellertid i stort sett densamma som i september (se diagram 2:11).

Sysselsättningens utveckling hade varit relativt god under året och förväntades fortsätta att utvecklas positivt. Ändå förväntades arbetslösheten stiga eftersom antalet personer i arbetskraften väntades öka mer än antalet sysselsatta. Dessutom fanns tecken på att matchningen på arbetsmarknaden hade försämrats, det vill säga att det blivit svårare för de arbetssökande att hitta de lediga jobben.

Återhämtningen på arbetsmarknaden bedömdes således dröja längre än tidigare väntat (se diagram 2:14). Upprevideringen av Riksbankens prognos för arbetslösheten avspeglade både ett försvagat konjunkturläge och försämrad matchning. I förhållande till bedömningen i september väntades inflationen under det kommande året nu bli något lägre (se diagram 2:13). Detta berodde främst på lägre energipriser.

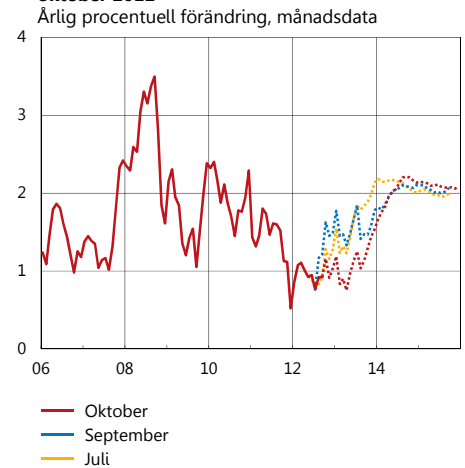
Vid det penningpolitiska mötet i oktober beslutade Riksbankens direktion att göra en förhållandevis stor nedjustering av prognosen för reporäntan (se diagram 2:1), som motiverades av det lägre inflationstrycket och av den sämre förväntade utvecklingen av arbetslösheten. Reporäntan bedömdes behöva vara låg under en längre tid för att stimulera ekonomin och få en inflation i linje med målet. Reporäntan lämnades samtidigt oförändrad på 1,25 procent. Eftersom penningpolitiken påverkar ekonomin med en viss fördröjning skulle en omedelbar sänkning av reporäntan troligtvis få små effekter på den låga inflationen och konjunkturen det närmaste året. Om såväl prognosen för reporäntan som reporäntan sänktes skulle däremot

Diagram 2:12. Konkurrensvägd nominell växelkurs, TCW



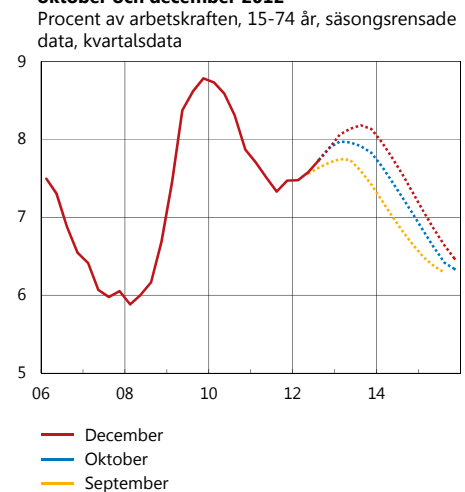
Anm. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartner.
Källa: Riksbanken

Diagram 2:13. KPIF, prognoser i juli, september och oktober 2012



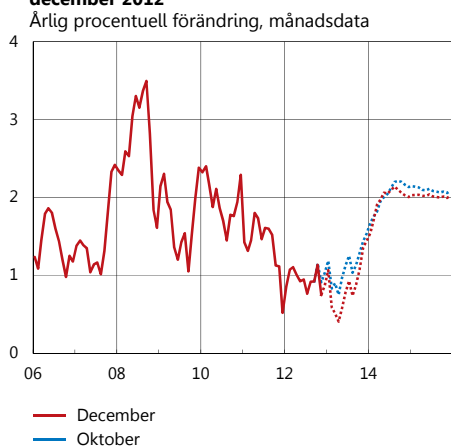
Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:14. Arbetslöshet, prognoser i september, oktober och december 2012



Anm. Utfall avser data före Arbetskraftsundersökningarna (AKU) publicerade reviderad statistik för arbetsmarknadsutvecklingen 2010-2012. Se fotnot 33 för ytterligare information.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:15. KPIF, prognoser i oktober och december 2012



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källor: SCB och Riksbanken

inflationen mätt med KPIF riskera att hamna över målet några år senare.²¹

■ Tydlig inbromsning i svensk ekonomi i slutet av året – reporäntan och räntebanan sänktes i december

Utvecklingen i omvärlden fortsatte att tynga den svenska ekonomin i slutet av året. Osäkerheten kring utvecklingen i euroområdet var fortsatt mycket stor men situationen på de finansiella marknaderna hade stabiliserats och var i stort sett oförändrad sedan slutet av oktober.

De negativa effekterna av den svaga utvecklingen i omvärlden på den svenska ekonomin visade sig vara större än vad Riksbanken tidigare hade räknat med. Enligt nationalräkenskaperna hade den svenska ekonomin visserligen vuxit snabbare under tredje kvartalet än vad Riksbanken antog i oktober. Men det framgick tydligt att såväl exporten som viktiga delar av den inhemska efterfrågan, såsom hushållens konsumtion och företagets investeringar, utvecklades svagare än förväntat. Konjunkturinstitutets barometerindikator pekade på att förtroendet för den ekonomiska utvecklingen framöver föll på bred front (se diagram 2:7). Även läget på arbetsmarknaden hade försämrats och antalet varsel om uppsägningar hade ökat relativt snabbt. Riksbanken bedömde sammantaget att BNP skulle öka långsammare och arbetslösheten skulle bli högre än vad som hade förväntats i oktober (se diagram 2:14). Samtidigt väntades inflationen bli lägre (se diagram 2:15). I första hand berodde nedjusteringen av inflationsprognosen på lägre energipriser. Det sämre arbetsmarknadsläget tillsammans med de avtalskrav som i november presenterades i de centrala löneförhandlingarna talade också för måttliga löneökningar och en låg inflation 2013-2015.

Mot bakgrund av det lägre inflationstrycket och de svagare konjunkturutsikterna beslutade Riksbankens direktion i december att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,0 procent. Samtidigt justerades prognosen för reporäntan ned (se diagram 2:1).

Viktiga frågor i den penningpolitiska diskussionen 2012

Riksbankens direktion var enig om att det låga inflationstrycket och de försvagade konjunkturutsikterna motiverade en mer expansiv penningpolitik. Direktionen bedömde att en mer expansiv penningpolitik var nödvändig för att nå inflationsmålet och för att bidra till att resursutnyttjandet successivt normaliserades. Det rådde dock delade meningar om hur mycket reporäntan och reporänteprognosen borde sänkas. Två direktionsledamöter förordade konsekvent en ännu mer expansiv politik för att inflationsprognoserna snabbare skulle närma sig målet och för att prognoserna för arbetslösheten skulle bli lägre (samtliga beslut och reservationer redovisas i rutan

²¹ Modellbaserade analyser som togs fram till oktobermötet och som visar hur olika drivkrafter bakom BNP-tillväxten påverkar inflationen finns i fördjupningen "Alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen".

Penningpolitiska beslut och reservationer 2012). Flertalet i direktionen hade dock en annan syn på vad som var lämplig penningpolitik och vilka risker som behövde beaktas.

De olika uppfattningarna avspeglade bland annat skillnader i synen på risker förknippade med hushållens skuldsättning, synen på den svenska arbetsmarknaden och penningpolitikens möjligheter att ytterligare minska arbetslösheten. Det fanns också olika uppfattningar om huruvida penningpolitikens genomslag på ekonomin hade förändrats under de senaste årens kriser och vad ett långsammare genomslag i så fall skulle innebära för hur aktiv penningpolitiken bör vara. Inom direktionen fanns också delvis skilda bedömningar av till exempel tillväxtutsikterna i euroområdet och utvecklingen av utländska styrräntor.

■ Utvecklingen på den svenska arbetsmarknaden

Läget på arbetsmarknaden ingår som en viktig del i bedömningen av resursutnyttjandet i ekonomin och är en av indikatorerna på inflationstrycket. På kort sikt kan penningpolitiken, genom att stimulera ekonomin, bidra till att minska den del av arbetslösheten som beror på en sviktande konjunktur. Nivån på den långsiktigt hållbara arbetslösheten bestäms däremot av strukturella faktorer, såsom demografiska förhållanden och arbetsmarknadens regler och funktions sätt.²² Penningpolitiken kan därmed inte varaktigt minska den faktiska arbetslösheten under den långsiktigt hållbara nivån.

Ett centralt inslag i analysen av den svenska arbetsmarknadens funktions sätt är att bedöma hur demografiska förändringar och regeringens reformer sedan 2006 påverkat nivån på den långsiktigt hållbara arbetslösheten.²³ Riksbankens analyser under 2012 visade att osäkerheten om nivån på den långsiktiga arbetslösheten är betydande och utmynnade i slutsatsen att den långsiktigt hållbara arbetslösheten kan ligga i intervallet 5-7,5 procent.²⁴ Det är bland annat osäkert hur den långsiktigt hållbara arbetslösheten påverkas av att nya grupper med svagare ställning på arbetsmarknaden träder in i arbetskraften. Dessa nya grupper kan ha väsentligt svårare att hitta ett arbete än de som tidigare har befunnit sig i arbetskraften.

Penningpolitiken blev som nämnts mer expansiv under loppet av året. Det fanns dock olika åsikter om hur mycket en lägre ränta skulle kunna bidra till att minska arbetslösheten. Flera ledamöter i direktionen ansåg att penningpolitikens möjligheter i detta avseende var begränsade. De menade dels att penningpolitiken redan var tydligt expansiv och därmed bidrog till en förbättring på arbetsmarknaden, dels att även med en mer expansiv politik skulle det vara svårt att uppnå en väsentligt lägre arbetslöshet under de närmaste åren på grund av en mindre effektiv matchning mellan lediga platser och arbetssökande. Strukturella problem av detta slag kan penningpolitiken inte rå på.

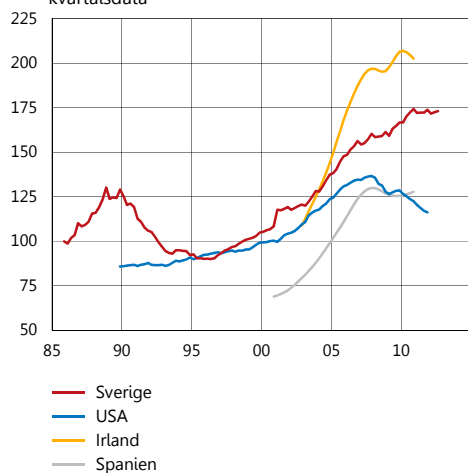
²² Nivån på den långsiktigt hållbara arbetslösheten går dock inte att observera utan måste skattas.

²³ Se fördjupningen "Riksbankens utvecklingsarbete 2012-2013".

²⁴ Enligt vice riksbankschef Lars E.O. Svenssons preliminära bedömning uppgår den långsiktigt hållbara arbetslösheten till ungefär 5,5 procent. Se *Penningpolitiskt protokoll* juli 2012, appendix 2.

Diagram 2:16. Hushållens skulder

Totala skulder som andel av disponibel inkomst, kvartalsdata



Anm. Data för Irland och Spanien kommer från Eurostat, för USA från Bank of England och för Sverige från Riksbanken. När Eurostat beräknar skuldkvoten så justeras den disponibla inkomsten för förändringar i hushållens pensionssparande. Justeringen innebär generellt att den disponibla inkomsten ökar, vilket leder till att skuldkvoten blir lägre.

Källor: Bank of England, Eurostat och Riksbanken

Andra ledamöter ansåg däremot att en mer expansiv penningpolitik skulle kunna pressa ned arbetslösheten, trots tecken på försämrad matchning på arbetsmarknaden och en större andel oerfarna bland de arbetslösa. Denna uppfattning motiverades med att matchningen för oerfaren arbetskraft och sysselsättningen för utsatta grupper tycks vara mer konjunkturkänslig än för andra grupper på arbetsmarknaden. En mer expansiv penningpolitik skulle också enligt dessa ledamöter kunna minska långtidsarbetslösheten och minska tendensen för arbetslösheten att bita sig fast.

Diskussionen om utvecklingen på arbetsmarknaden kan dock inte ses isolerat från andra överväganden. De olika uppfattningarna om hur expansiv penningpolitiken borde vara återspeglade också skillnader i synen på risker relaterade till hushållens skuldsättning och i vad mån penningpolitiken kan och bör användas till att begränsa dessa risker.

■ Huspriser och hushållens skuldsättning

Flera ledamöter i direktionen menade att risker förknippade med hushållens skuldsättning var tillräckligt stora för att behöva vägas in i de penningpolitiska besluten. Visserligen ökade utlåningen till hushållen i allt långsammare takt till följd av bland annat införandet av bolånetaket och den penningpolitik som förts under senare år. Men hushållens skuldkvot var fortfarande på en hög nivå i såväl ett historiskt som ett internationellt perspektiv (se diagram 2:16).

Två ledamöter menade däremot att nivån på hushållens skuldkvot inte motiverade en stramare penningpolitik än vad som följer av målsättningen att stabilisera inflationen kring inflationsmålet och arbetslösheten kring en långsiktigt hållbar nivå. Dels hade skuldkvoten stabiliserats till följd av att uppgången i bostadspriser och hushållskrediter dämpats, dels hanteras eventuella risker förknippade med hushållens skuldsättning bättre med andra medel än reporäntan, såsom bolånetak, ränteavdragsregler och riskvikter på bolån. En av dem framhöll att forskningslitteraturen ger stöd för att penningpolitiken normalt endast har mycket små kortsiktiga effekter på skuldsättningen och – under förutsättning att inflationen är låg och stabil – inga långsiktiga effekter på skuldsättningen. Båda ansåg att en penningpolitik som inte inriktas på att stabilisera inflationen kring inflationsmålet och arbetslösheten kring en långsiktigt hållbar nivå riskerar att bli otydlig och leda till att inflationsförväntningarna börjar sjunka.

De flesta i direktionen ansåg emellertid att det fanns en risk för att en ännu mer expansiv politik skulle leda till en återgång till snabbare skulduppbyggnad och fortsatta prisökningar på bostadsmarknaden som inte skulle vara långsiktigt hållbara. På samma sätt som i många andra länder skulle detta i ett senare skede kunna leda till kraftiga prisfall på bostadsmarknaden. Om hushållen i en sådan situation ökar sitt sparande för att återställa sin förmögenhet kan detta få allvarliga följder för ekonomin i form av en längre period

med svag efterfrågan, hög arbetslöshet och en inflation under målet. Genom att hålla räntan något högre bedömde man i någon mån kunna minska risken för en sådan utveckling och därigenom öka förutsättningarna för en bättre målpuppfyllelse sett i ett längre perspektiv. Synen att penningpolitiken skulle ha enbart begränsade effekter på bostadspriser och hushållens skuldsättning ifrågasattes också. Man menade att penningpolitikens genomslag på bostadspriser och hushållens skuldsättning varierar över tiden. Genomslaget kan bero bland annat på hur tydlig centralbanken är om de risker som man ser med bostadspriser och hushållens skuldsättning. Genom att centralbanken signalerar att den upplever en viss utveckling som bekymmersam kan det vara möjligt att påverka beteenden utan att styrräntan behöver höjas särskilt mycket. Flertalet direktionsmedlemmar menade också att även om andra medel kan vara bättre lämpade än reporäntan för att hantera problem med hög skuldsättning bland hushållen, så saknas fortfarande ett ramverk som klargör hur och av vem sådana medel ska användas.

■ **Har penningpolitikens genomslag blivit långsammare?**

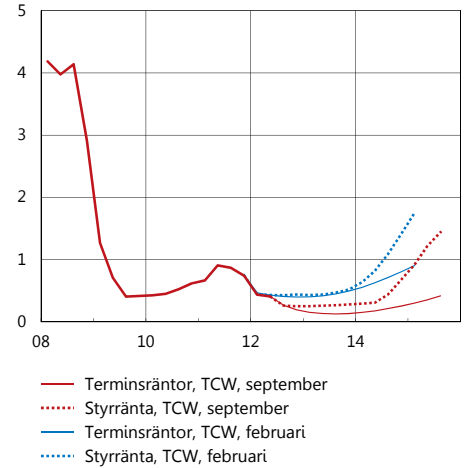
Till den penningpolitiska diskussionen hörde även frågan om penningpolitikens genomslag på den svenska ekonomin hade blivit långsammare till följd av den rådande krisen och vad detta i så fall skulle innebära för hur aktiv penningpolitiken bör vara. Några ledamöter menade att det låga förtroendet bland ekonomins aktörer framför allt hängde samman med utvecklingen i omvärlden. Det var högst osäkert hur stor effekt en räntesänkning skulle få på företagets investeringar. Detta ansågs även gälla effekter på hushållens konsumtion. En mer expansiv penningpolitik skulle i så fall få ett fördröjt genomslag som skulle komma först i slutet av prognosperioden när inflationen ligger nära målet och resursutnyttjandet nära det normala. Andra ledamöter ansåg istället att mindre effekter snarare var skäl till större och tidigare räntesänkningar. De menade att om dessa större räntesänkningar skulle riskera att leda till en alltför hög inflation kan i så fall penningpolitiken stramas åt i ett senare skede.

■ **Utländska styrräntor och effekter på växelkurs och inflation**

Riksbankens prognoser för de utländska styrräntorna var ett återkommande ämne i den penningpolitiska diskussionen. Några ledamöter var kritiska till att prognoserna låg högre än penningpolitiska förväntningar uppskattade från prissättningen på terminsmarknaden, även om denna avvikelse uppstod först mot slutet av prognosperioden (se diagram 2:17). Enligt dessa ledamöter skulle lägre prognoser för de utländska styrräntorna även förhållandevis långt fram i tiden leda till prognoser om en starkare krona och lägre inflation, vilket i sin tur skulle tala för en lägre bana för reporäntan än i Riksbankens prognos. De menade att i den mån prognoserna avviker från de penningpolitiska förväntningarna enligt terminsprissättningen bör det tydliggöras på vilka grunder denna avvikelse bedöms vara

Diagram 2:17. Styrränteprognoiser och terminräntor för omvärlden, februari och september 2012

Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Terminalsräntor från den 8 februari 2012 och den 31 augusti 2012. Terminalsräntorna är justerade för genomsnittliga riskpremier motsvarande en räntepunkt per månads löptid.

Källor: Nationella källor, Reuters EcoWin och Riksbanken

motiverad. Andra ledamöter menade att prognoserna för utländska styrräntor var rimliga givet svårigheterna att uppskatta penningpolitiska förväntningar från terminsprissättningen och deras betydelse för växelkursutvecklingen. Några ansåg också att eftersom det var först mot slutet av prognosperioden, flera år framåt i tiden, som Riksbankens prognos för de utländska styrräntorna skilde sig i någon väsentlig utsträckning från prissättningen på terminsmarknaderna, så var denna avvikelse inte särskilt viktig för prognosen.

■ Alternativa räntescenarier

Några ledamöters uppfattning att en lägre räntebana skulle ha utgjort en bättre avvägd penningpolitik under året kan illustreras med hjälp av de alternativa räntescenarier som gjordes med den makroekonomiska modellen Ramses och publicerades i de penningpolitiska rapporterna. Analysen syftade till att belysa effekterna av en annan penningpolitik än den som beskrevs i huvudscenariot. Enligt dessa alternativscenarier skulle en lägre räntebana ha medfört att KPIF-inflationen skulle ha nått 2 procent något snabbare än i huvudscenariot och resursutnyttjandet skulle ha normaliserats något tidigare.

Flertalet i direktionen ansåg dock att det inte gick att välja räntebana enbart utifrån informationen i dessa scenarier. Scenarierna speglar inte alla de faktorer som vägs in i de penningpolitiska besluten, till exempel faktorer som ligger utanför den modell som använts för analysen av räntescenarierna eller risker som kan vara svåra att siffrsätta i prognosarbetet (se fördjupningen "En metod för att jämföra olika penningpolitiska alternativ").

Penningpolitiska beslut och reservationer 2012

15 februari Reporäntan sänktes med 0,25 procentenheter till 1,50 procent. Räntebanan justerades ned. Den nya räntebanan innebär att räntan skulle ligga kvar på 1,50 procent till och med första kvartalet 2013 för att därefter gradvis höjas till 3 procent i slutet av prognosperioden.

Vice riksbankscheferna Karolina Ekholm och Lars E. O. Svensson reserverade sig mot beslutet att sänka reporäntan till 1,50 procent och mot räntebanan i den penningpolitiska rapporten. De förordade båda en sänkning av reporäntan till 1,25 procent och betydligt lägre räntebanor än den i penningpolitiska rapporten. De hävdade att deras respektive lägre räntebana skulle ge en bättre avvägd penningpolitik med en KPIF-inflation närmare 2 procent och en snabbare minskning av arbetslösheten mot en långsiktigt hållbar nivå. De menade dessutom att prognosen för utländska styrräntor var alltför hög. Svensson ansåg även att prognoserna för tillväxten i euroområdet och resursutnyttjandet i Sverige var alltför höga.

17 april Reporäntan lämnades oförändrad på 1,50 procent. Prognosen för reporäntan lämnades oförändrad.

Vice riksbankscheferna Karolina Ekholm och Lars E. O. Svensson

reserverade sig mot beslutet om oförändrad reporänta och mot räntebanan i den penningpolitiska rapporten. De förordade båda en sänkning av reporäntan till 1,25 procent och betydligt lägre räntebanor. De hävdade att deras respektive lägre räntebana skulle ge en bättre avvägd penningpolitik med en KPIF-inflation närmare 2 procent och en snabbare minskning av arbetslösheten mot en långsiktigt hållbar nivå. Svensson ansåg dessutom att prognoserna för utländska styrräntor och tillväxten i euroområdet var alltför höga.

3 juli Reporäntan lämnades oförändrad på 1,50 procent. Prognosen för reporäntan justerades ned. Enligt den nya prognosen skulle räntan ligga kvar på 1,50 procent till tredje kvartalet 2013 för att därefter gradvis höjas till 3,1 procent i slutet av prognosperioden. Vice riksbankscheferna Karolina Ekholm och Lars E. O. Svensson reserverade sig mot beslutet om oförändrad reporänta och mot räntebanan i den penningpolitiska rapporten. De förordade båda en sänkning av reporäntan till 1,0 procent och betydligt lägre räntebanor än den i den penningpolitiska rapporten. De motiverade sina reservationer på samma sätt som i april.

6 september Reporäntan sänktes med 0,25 procentenheter till 1,25 procent. Prognosen för reporäntebanan justerades ned. Enligt den nya prognosen skulle reporäntan ligga kvar på 1,25 procent fram till mitten av 2013 för att därefter gradvis höjas till 2,9 procent i slutet av prognosperioden. Vice riksbankschef Karolina Ekholm reserverade sig mot räntebanan och förordade en betydligt lägre räntebana. Vice riksbankschef Lars E. O. Svensson reserverade sig mot den penningpolitiska uppföljningen och beslutet om reporäntan och räntebanan i den penningpolitiska uppföljningen. Han förordade en sänkning av reporäntan till 1,0 procent och en betydligt lägre räntebana i linje med sina tidigare förslag under året. Ekholm och Svensson motiverade sina reservationer på samma sätt som i april och juli.

26 oktober Reporäntan lämnades oförändrad på 1,25 procent. Prognosen för reporäntebanan justerades ned. Enligt den nya prognosen var det mer sannolikt att räntan skulle sänkas än höjas den närmaste tiden. Jämfört med prognosen i september väntades räntan dessutom börja höjas senare och i en långsammare takt. Mot slutet av prognosperioden beräknades räntan uppgå till cirka 2,6 procent. Vice riksbankschef Karolina Ekholm reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan oförändrad och mot räntebanan i den penningpolitiska rapporten. Hon förordade en sänkning av reporäntan till 1,0 procent och en betydligt lägre räntebana. Vice riksbankschef Lars E. O. Svensson reserverade sig mot den penningpolitiska rapporten och beslutet om reporäntan och räntebanan i den penningpolitiska rapporten. Han förordade en sänkning av reporäntan till 0,75 procent och en betydligt lägre räntebana. Ekholm och Svensson motiverade sina reservationer på samma sätt som i april, juli och september.

17 december Reporäntan sänktes med 0,25 procentenheter till 1,0 procent. Räntebanan justerades ned. Enligt den nya räntebanan skulle reporäntan ligga kvar på 1,0 procent fram till slutet av 2013 för att därefter gradvis höjas till 2,5 procent i slutet av prognosperioden. Vice riksbankschef Karolina Ekholm reserverade sig mot räntebanan i den penningpolitiska uppföljningen och förordade en betydligt lägre räntebana. Vice riksbankschef Lars E. O. Svensson reserverade sig mot den penningpolitiska uppföljningen samt beslutet om reporäntan och räntebanan. Han förordade en sänkning av reporäntan till 0,75 procent och en betydligt lägre räntebana. Ekholm och Svensson motiverade sina reservationer på samma sätt som i april, juli, september och oktober. Vid sidan av detta anförde Svensson att prognosen för svensk inflation i den penningpolitiska uppföljningen var för hög. Han ansåg dessutom att hans lägre räntebana inte märkbart skulle påverka eventuella risker med hushållens skuldsättning eftersom penningpolitiken normalt endast har mycket små kortsiktiga effekter på skuldsättningen och med låg och stabil inflation inga långsiktiga sådana effekter.

■ Den ekonomiska utvecklingen 2010-2011

Återhämtningen efter den globala finanskrisen fortsatte under 2010 och första halvan av 2011. I Sverige var tillväxten högre än på många andra håll och reporäntan höjdes från de mycket låga nivåerna i samband med krisen. Under andra halvåret 2011 försämrades de internationella konjunkturutsikterna. Detta väntades dämpa tillväxten även i Sverige och reporäntan sänktes därför i slutet av året.

Den internationella konjunkturen förbättrades under 2010

Under 2010 fortsatte konjunkturer i omvärlden att förbättras och världshandeln ökade. Utvecklingen skilde sig dock fortfarande mycket åt mellan olika regioner. Asien stod även fortsättningsvis för en stor del av efterfrågeökningen.

Återhämtningen fick dock fortfarande stöd av omfattande ekonomisk-politiska åtgärder från regeringar och centralbanker runt om i världen, vilket medförde att budgetunderskotten växte i ett antal länder. Under våren tilltog oron för de statsfinansiella problemen i vissa länder i euroområdet och räntorna på statsobligationer utgivna av dessa länder steg (se diagram 2:18). Oron accelererade när Grekland, och så småningom även Irland och Portugal, fick svårt att låna på de internationella obligationsmarknaderna och tvingades ta hjälp av EU och Internationella valutafonden (IMF).

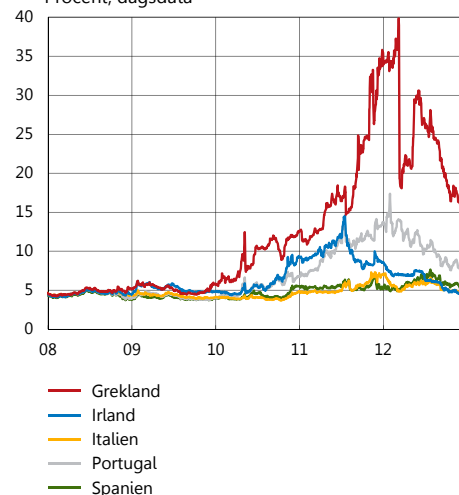
Under hösten fortsatte de finansiella marknaderna att präglas av de statsfinansiella problemen i euroområdet. I USA stärktes konjunkturer under början av året men under sommaren kom tecken på att den amerikanska ekonomin inte hade utvecklats lika starkt som man tidigare trott och osäkerheten var stor om den fortsatta utvecklingen.

Stark återhämtning i den svenska ekonomin 2010

Under 2010 ökade svensk BNP med 6,6 procent. Uppgången var bred och samtliga delar av försörjningsbalansen utvecklades starkt. Ökningen berodde huvudsakligen på att världshandeln återhämtade sig och att konjunkturer i omvärlden stärktes, vilket gynnade svensk export och svenska investeringar. Exporten fick även draghjälp av att kronan var mycket svag under 2009 och delar av 2010 (se diagram 2:12). Även den inhemska efterfrågan utvecklades väl och framtidstron var stark hos både hushåll och företag. BNP-tillväxten var betydligt högre i Sverige än i USA och euroområdet.

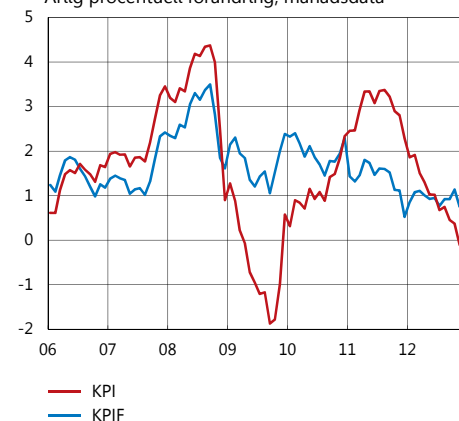
Inflationen mätt med KPI, som sjunkit snabbt under 2009 till följd av Riksbankens räntesänkningar i samband med krisen, steg och uppgick till 1,2 procent under året. Höjningarna av reporäntan under andra halvåret bidrog till uppgången i KPI. Mätt med KPIF, det vill säga KPI med fast bostadsränta, var inflationen i genomsnitt 2,0 procent under 2010 (se diagram 2:19).

Diagram 2:18. Statsobligationsräntor, 10 års löptid
Procent, dagsdata



Källa: Reuters EcoWin

Diagram 2:19. KPI och KPIF
Årlig procentuell förändring, månadsdata



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källa: SCB

Fram till slutet av juni 2010 lämnade Riksbanken reporäntan oförändrad på 0,25 procent. Under andra halvåret började Riksbanken höja reporäntan; den höjdes med 0,25 procentenheter vid fyra tillfällen. Till normaliseringen av penningpolitiken hörde också att de extraordinära lånen med fast ränta förföll under året utan att Riksbanken ersatte dem med nya lån med låg och fast ränta.

Förhållandevis god tillväxt i världsekonomin 2011

I början av 2011 fortsatte återhämtningen i omvärlden som helhet, men det fanns fortfarande regionala skillnader. Tillväxtekonomierna i Asien växte i snabb takt och bidrog till att energi- och råvarupriserna steg på världsmarknaden. Även i euroområdet steg den ekonomiska aktiviteten och inflationen, vilket ledde till att ECB höjde styrräntan för första gången på två år (se diagram 2:10). Det fanns dock en osäkerhet kring hållbarheten i statsfinanserna hos flera europeiska länder. I USA förbättrades konjunktutsikterna under våren, men det visade sig att BNP-tillväxten blev svagare än väntat under första halvåret.

Under andra halvåret 2011 försämrades de globala tillväxtutsikterna i takt med att oron för statskultsproblematiken i USA och euroområdet ökade. De finanspolitiska åtstramningarna väntades bli omfattande och hämma utvecklingen i flera länder. De försämrade konjunktutsikterna i euroområdet bidrog till att vissa länders betalningsförmåga ifrågasattes. Statsobligationsräntorna i Grekland och Portugal ökade kraftigt och räntorna i Italien och Spanien steg till tidvis historiskt höga nivåer trots fortsatta stödköp från ECB (se diagram 2:18). Osäkerheten om framtiden ledde till ökad pessimism hos hushåll och företag. Den fick även genomslag på börserna som föll kraftigt (se diagram 2:3). Läget i den amerikanska ekonomin såg på kort sikt ljusare ut i slutet av året, men de försämrade tillväxtutsikterna i euroområdet väntades så småningom påverka USA negativt.

BNP-tillväxten starkare i Sverige än i många andra länder 2011

Under 2011 ökade svensk BNP med 3,7 procent. Uppgången var bred och berodde dels på att exporten ökade, dels på att den inhemska efterfrågan var stark. BNP-tillväxten var högre och återhämtningen gick snabbare i Sverige än i många andra länder. Denna utveckling gynnades av att Sverige hade relativt goda statsfinanser som innebar att det inte fanns behov av finanspolitiska åtstramningar. Den försämrade konjunkturen i omvärlden började dock lämna allt tydligare spår i den svenska ekonomin. I slutet av året fanns det tydliga tecken på att tillväxten bromsat in kraftigt, bland annat till följd av att efterfrågan på svenska exportvaror minskat.

KPI-inflationen uppgick i genomsnitt till 3,0 procent under 2011. Ett högre ränteläge och högre energipriser ledde till att KPI steg under första halvåret 2011. Under hösten ökade priserna på både varor och tjänster i betydligt långsammare takt och KPI-inflationen föll tillbaka. Mätt med KPIF var inflationen 1,4 procent under året (se diagram 2:19).

Under första halvåret 2011 höjde Riksbanken reporäntan från 1,25 procent vid årets inledning till 2 procent i början av juli. Besluten togs för att stabilisera inflationen nära inflationsmålet och samtidigt undvika ett för högt resursutnyttjande längre fram. Men eftersom utvecklingen i omvärlden blev svag under hösten och väntades dämpa tillväxten även i Sverige avstod Riksbanken från att genomföra ytterligare planerade räntehöjningar. I stället beslutade man i december att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter. Då hade konjunkturutsikterna i omvärlden tydligt försvagats och den svenska ekonomin börjat bromsa in. Under hösten reviderades också repo-räntebanan successivt ned.

■ Alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen

I de penningpolitiska rapporterna publiceras ett antal alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen. Syftet med dessa scenarier är att belysa en del av de aktuella risker som tas upp i den penningpolitiska diskussionen. Scenarierna baseras vanligtvis på den analys som tas fram med hjälp av Riksbankens makroekonomiska modell Ramses. I denna fördjupning beskrivs scenarier som publicerats i rapporterna under 2012.

Alternativa scenarier i februari

Inför det penningpolitiska mötet i februari analyserade Riksbanken effekterna på den svenska ekonomin av olika utvecklingar av kronkursen och av ekonomin i omvärlden. Det första scenariot fokuserade på en sämre omvärldsutveckling i kombination med en försvagning av den svenska kronan, eftersom erfarenheterna från tidigare krisperioder visar att kronan vanligtvis blivit svagare när den internationella konjunkturen vikit. En svagare växelkurs gör att svenska exportvaror blir relativt sett billigare, vilket motverkar effekterna av den svaga tillväxten i omvärlden och därmed dämpar fallet i resursutnyttjandet. När kronan blir svagare så blir också importpriserna i svenska kronor högre. Även priserna på inhemsk produktion med importerade insatsvaror ökar. Den försvagade konjunkturen innebär i sig att inflationstrycket i Sverige minskar, men effekterna från växelkursen dominerar vilket gör att inflationen blir högre än i huvudscenariot.

Om växelkursen i stället stärks samtidigt som utvecklingen i omvärlden försämras blir svensktillverkade varor dyrare och de negativa effekterna på resursutnyttjandet förstärks. Inflationstrycket blir också lägre. Med en sådan utveckling av växelkursen behöver Riksbanken hålla reporäntan lägre än om växelkursen i stället försvagas.

Ett ytterligare scenario utgick från att skuldkrisen i omvärlden skulle lösas snabbare än vad som antogs i huvudscenariot och att tillväxten i omvärlden skulle bli högre, samtidigt som kronan skulle försvagas. Om resursutnyttjandet skulle öka snabbare och inflationen bli högre skulle Riksbanken behöva höja reporäntan.

Alternativa scenarier i juli

I juli belyste Riksbanken i ett alternativt scenario effekterna av en fördjupad skuldkris i Europa. Den svagare konjunkturen i omvärlden skulle då medföra att både inflationen och resursutnyttjandet i Sverige blev lägre än i huvudscenariot. I detta scenario sänktes reporäntan för att motverka de negativa effekterna på inflationen och resursutnyttjandet.

I ett annat alternativt scenario fokuserade Riksbanken på effekterna om den finansiella oron skulle avta snabbare än i huvudscenariot. Konsumenternas förtroende skulle då återvända tidigare och företagen börja investera och anställa i en snabbare takt. Resursutnyttjandet och inflationen blev i detta scenario högre än i huvudscenariot och behovet av en expansiv penningpolitik var inte lika stort.

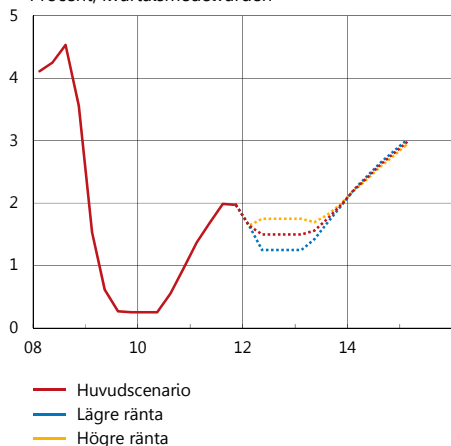
Alternativa scenarier i oktober

Inför det penningpolitiska mötet i oktober analyserade Riksbanken hur penningpolitiken bör reagera på överraskningar i BNP-tillväxten. Syftet var att visa att den penningpolitiska responsen ser olika ut beroende på vad som driver en högre (eller lägre) tillväxt. Till exempel visade preliminär statistik att BNP ökat oväntat mycket andra kvartalet. Trots detta sänkte Riksbanken reporäntan vid mötet i september. Anledningen var att denna oväntat starka tillväxt hade gått hand i hand med en oväntat hög produktivitetstillväxt och den bedömdes därmed inte driva på inflationen. Om en hög BNP-tillväxt beror på en uppgång i arbetsproduktiviteten blir nämligen kostnaderna för företagen lägre, resursutnyttjandet dämpas och inflationen minskar. För att motverka ett minskat resursutnyttjande och en alltför låg inflation behöver reporäntan då sättas lägre än i huvudscenariot.

Om i stället ökad efterfrågan ligger bakom en hög BNP-tillväxt så ökar resursutnyttjandet. Ökad efterfrågan på arbetskraft leder till högre löner och i förlängningen till högre inflation. I detta fall behöver reporäntan höjas i en snabbare takt än i huvudscenariot så att inflationen inte hamnar över målet.

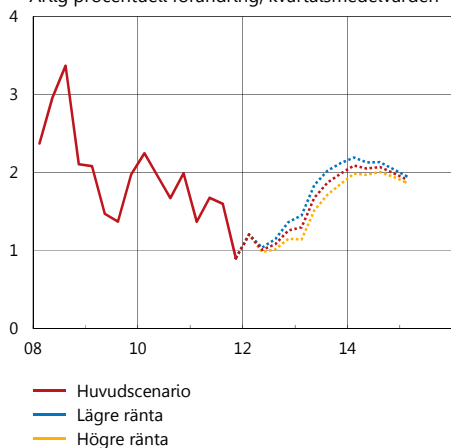
■ En metod för att jämföra olika penningpolitiska alternativ

Diagram 2:20. Olika ränteantaganden, februari 2012
Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

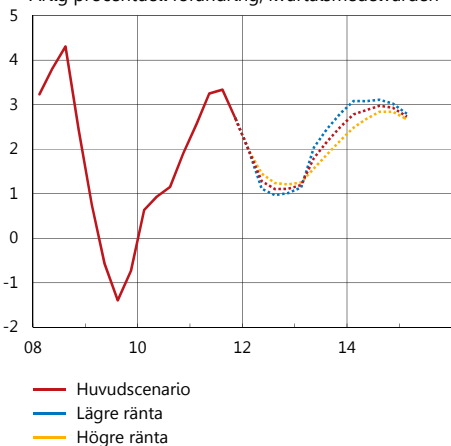
Diagram 2:21. KPIF, prognoser i februari 2012
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:22. KPI, prognoser i februari 2012
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Källor: SCB och Riksbanken

Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har preciserat detta som ett mål för KPI-inflationen på 2 procent. I likhet med de flesta andra centralbanker med inflationsmål strävar Riksbanken dessutom efter att stabilisera den reala ekonomin, det vill säga produktion och sysselsättning. Det är därför viktigt att penningpolitiska alternativ kan jämföras i båda dessa dimensioner. Den här fördjupningen presenterar en principiell metod för hur man kan göra en sådan jämförelse. Metoden har dock begränsningar som också diskuteras.

Ett överskådligt sätt att jämföra olika räntebanor

En komplikation med att utvärdera penningpolitiken i efterskott, *ex post*, är att ekonomin ständigt påverkas av oväntade störningar. Dessa kan göra att inflationen och realekonomin hamnar relativt långt ifrån vad man räknat med, trots att de prognoser som gjordes och de penningpolitiska beslut som fattades var rimliga och välgrundade. Den metod för att jämföra olika penningpolitiska alternativ som beskrivs här är i stället framåtblickande och studerar läget *ex ante*. Den syftar till att ge en bild av den beslutssituation som Riksbanken ställs inför och försöker undersöka hur välvägdga olika penningpolitiska alternativ var, givet den information som fanns att tillgå när besluten fattades.

Vid varje penningpolitiskt beslut gör Riksbankens direktion en bedömning av vilken bana för reporäntan som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. Avvägningen handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabilisering av prognosen för inflationen runt inflationsmålet och stabilisering av prognosen för realekonomin.²⁵ Stabiliseringen av realekonomin mäts i regel i termer av några olika mått på resursutnyttjandet. Det finns alltså inte någon allmänt vedertagen syn på hur resursutnyttjandet ska mätas. Riksbanken använder ett antal olika indikatorer och statistiska metoder för att bedöma resursutnyttjandet och hur det kommer att utvecklas de närmaste åren. Det kan exempelvis handla om arbetslösheten i förhållande till den nivå som bedöms vara långsiktigt hållbar, eller om så kallade BNP-, sysselsättnings- eller timgap, det vill säga respektive variablers avvikelse från sin långsiktiga trend.

Varje given räntebana, eller prognos för reporäntan, är förenlig med vissa prognosbanor för inflationen och realekonomin. I de penningpolitiska rapporterna presenteras normalt tre olika räntescenarier. Dessa scenarier är gjorda med Ramses, den makroekonomiska modell av Sveriges ekonomi som används i arbetet med underlagen för Riksbankens prognoser och penningpolitiska beslut.²⁶ Diagram 2:20 visar Riksbankens huvudscenario samt två alternativa

²⁵ Se *Penningpolitiken i Sverige* för en utförlig beskrivning av Riksbankens penningpolitiska strategi. Skriften finns i pdf-format på Riksbankens webbplats www.riksbank.se under rubriken Penningpolitik/Prisstabilitet.
²⁶ För en beskrivning av modellen se Adolfson Malin, Stefan Laséen, Lawrence Christiano, Mathias Trabandt och Karl Walentin, "Ramses II – Model Description", Occasional Paper nr 12, 2013, Sveriges riksbank.

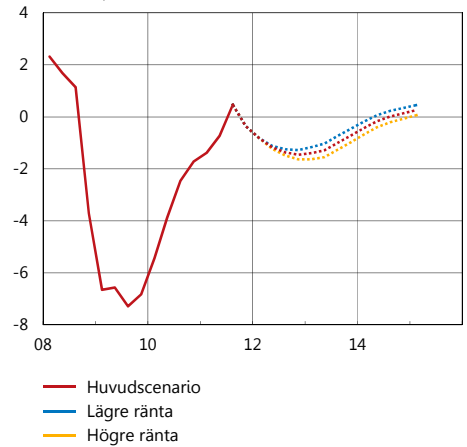
scenarier med lägre respektive högre styrränta från den penningpolitiska rapporten i februari 2012.²⁷ Diagram 2:21 visar prognoserna för KPIF baserade på de olika räntebanorna. Enligt resultaten hade den lägre räntebanan medfört att KPIF-inflationen skulle ha nått 2 procent snabbare än i huvudscenariot för att därefter ligga strax över 2 procent under 2014. Enligt samtliga räntebanor skulle KPI-inflationen i slutet av prognosperioden vara nära 3 procent (se diagram 2:22).²⁸ Diagram 2:23 och 2:24 visar prognoserna för BNP-gapet och arbetslösheten baserade på huvudscenariot och de alternativa räntebanorna. Samtliga banor innebär att resursutnyttjandet enligt båda dessa mått skulle ha minskat under 2012 och varit under sin normala nivå. Med den lägre räntebanan skulle resursutnyttjandet blivit något högre under prognosperioden och normaliserats något tidigare än i huvudscenariot.

Denna typ av diagram kan användas för att jämföra konsekvenserna av olika räntescenarier. Det är dock inte alltid uppenbart utifrån diagrammen vilken räntebana som bäst stabiliserar både inflationen och realekonomin. För att sammanfatta informationen i diagrammen och underlätta en jämförelse kan man därför beräkna så kallade "medelkvadratgap". För en viss reporäntebana beräknas då först den kvadrerade avvikelserna, "gapet", mellan inflationsmålet och inflationen enligt prognosen vid varje kvartal tre år framåt i tiden. Medelkvadratgapet för inflationen får man genom att ta medelvärdet av dessa kvadrerade avvikelser. På motsvarande sätt beräknas medelkvadratgapet för prognosen för realekonomin.

En viss reporäntebana kommer således att förknippas med två siffror – två medelkvadratgap. Dessa kan sedan ritas in som en punkt i ett diagram. Som ett exempel visas först medelkvadratgapen för arbetslöshetsgapet och inflationen mätt med KPIF.²⁹ Diagram 2:25 visar medelkvadratgapen för de tre olika räntescenarierna i den penningpolitiska rapporten i februari 2012. Ju mindre medelkvadratgapet är, desto mindre är avvikelserna mellan inflationen och inflationsmålet och desto mindre är arbetslöshetsgapet, mätt som genomsnitt över prognosperioden. En punkt i diagrammet som ligger nära origo, det vill säga långt ned och långt till vänster ("sydväst" i diagrammet), innebär alltså en god stabilisering av både inflationen och resursutnyttjandet. Enligt medelkvadratgapen i diagram 2:25 ger alternativet med en lägre ränta ett bättre resultat än övriga två alternativ om analysen baseras på arbetslöshetsgapet och inflationen mätt med KPIF.

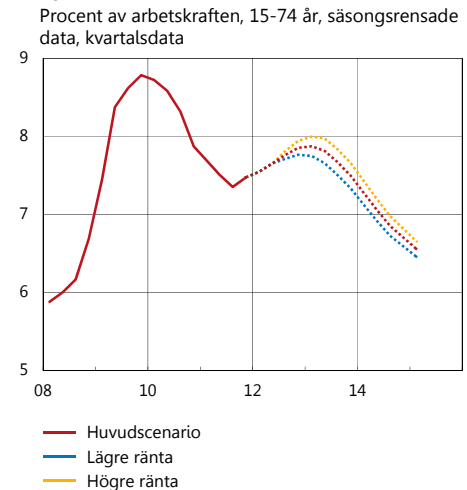
Som ett andra exempel visar diagram 2:26 medelkvadratgapen då inflationen mäts med KPI och resursutnyttjandet mäts med BNP-gapet. I detta fall går det inte att sätta något av alternativen före de två andra, eftersom inget av alternativen har medelkvadratgap

Diagram 2:23. BNP-gap, prognoser i februari 2012
Procent, kvartalsdata



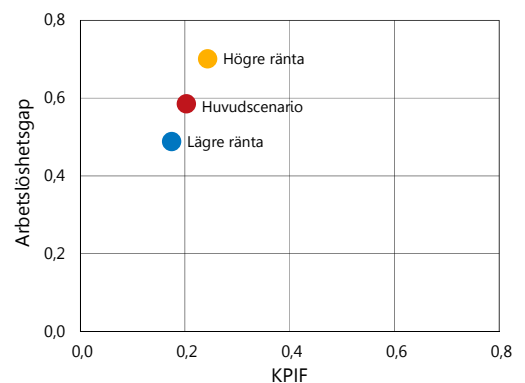
Anm. Avser BNP:s avvikelse från sin trend beräknat med en produktionsfunktion.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:24. Arbetslöshet, prognoser i februari 2012
Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongsrensade data, kvartalsdata



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:25. Medelkvadratgap för prognoser för arbetslöshetsgap och KPIF-inflation, februari 2012



Anm. Reporänteanvändningen och prognoser enligt Penningpolitisk rapport, februari 2012.

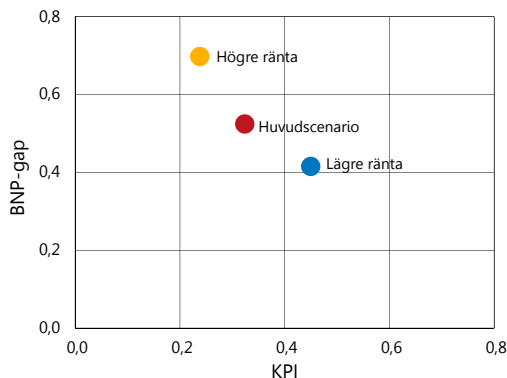
Källa: Riksbanken

²⁷ De alternativa räntescenarier som redovisades i Penningpolitisk rapport juli respektive oktober ger samma bild av den penningpolitiska avvägningen. Se appendix, diagram A1-A10.

²⁸ Som beskrivs i kapitel 2 ansåg ett flertal ledamöter i direktionen att penningpolitikens genomslag kan ha blivit långsammare till följd av krisen. En mer expansiv penningpolitik skulle i så fall riskera att få ett tydligt genomslag först i slutet av prognosperioden och då leda till att även KPIF-inflationen hamnar betydligt över inflationsmålet.

²⁹ Arbetslöshetsgapet är skillnaden mellan arbetslösheten och en uppskattad långsiktigt hållbar nivå på arbetslösheten. I dessa beräkningar används 6,5 procent som den långsiktigt hållbara nivån på arbetslösheten.

Diagram 2:26. Medelkvadratgap för prognoser för BNP-gap och KPI-inflation, februari 2012



Anm. Reporänteantaganden och prognoser enligt *Penningpolitisk rapport*, februari 2012.

Källa: Riksbanken

som är mindre än något annat alternativ för *både* inflationen och resursutnyttjandet (inget alternativ ligger "sydväst" om något annat alternativ). Valet mellan de olika räntebanorna beror då på vilken vikt man lägger vid att stabilisera inflationen respektive resursutnyttjandet. Om man lägger hög vikt vid att stabilisera KPI-inflationen kan man föredra den högre räntebanan, men om man lägger hög vikt vid att stabilisera resursutnyttjandet kan man anse att den lägre räntebanan är bättre.

Vilken räntebana som är att föredra enligt medelkvadratgapen kan alltså variera beroende på vilka mått på inflation och resursutnyttjande som används. Direktionsledamöterna kan vid beslutstillfällena lägga olika stor vikt vid olika mått. Vid tider av stora ränteförändringar är dock KPIF ett lämpligare mått för att beskriva den långsiktiga inflationsutvecklingen.³⁰

Begränsningar med metoden

Den här metoden att jämföra och utvärdera olika penningpolitiska alternativ är relativt enkel och intuitiv, men den har också begränsningar.

Bland annat fångar metoden inte alla de faktorer som kan vara relevanta för det penningpolitiska beslutet. Flera ledamöter i direktionen anser därför att metoden inte ger en rättvisande bild av alla de avvägningar som behöver göras vid olika situationer. Till exempel är det svårt att med hjälp av metoden beakta hur olika beslutsfattare förhåller sig till prognososäkerhet och risker. Som framgår i kapitel 2 menade flera direktionsledamöter att risker förknippade med hushållens skuldsättning behövde beaktas i bedömningen av hur expansiv penningpolitiken kunde bli under 2012. Enligt deras bedömning skulle detta kunna innebära en bättre måluppfyllelse sett i ett längre perspektiv. Det finns idag inget enkelt sätt att inom ramen för metoden beakta den här typen av överväganden.

Även om metoden behöver kompletteras med bedömningar som tar hänsyn till osäkerhet och betydelsen av olika risker är den ett sätt att illustrera och belysa olika penningpolitiska alternativ. Riksbanken arbetar också med att utveckla den penningpolitiska analysen så att den bättre kan ta hänsyn till faktorer som den aktuella metoden idag inte förmår att beakta. En viktig del i detta arbete är att finna lämpliga sätt att väga in osäkerhet och risker, till exempel till följd av hushållens skuldsättning.

³⁰ Se fördjupningen "KPI och andra inflationsmått".

■ KAPITEL 3 – Måluppfyllelse

Både KPI- och KPIF-inflationen blev i genomsnitt omkring 1 procent under 2012. Att inflationen hamnade under målet berodde till stor del på att konjunkturutvecklingen i omvärlden blev betydligt sämre än väntat och att detta fick effekter på svensk ekonomi. Inflationförväntningarna på lång sikt låg nära 2 procent vilket visar att allmänheten har fortsatt förtroende för att Riksbanken kommer att uppnå sitt inflationsmål.

Inflationen 2012

I genomsnitt uppgick KPI-inflationen till 0,9 procent under 2012 (se tabell 3:1). Skillnaderna i genomsnittlig inflation mellan olika inflationsmått var små. Mätt med KPIF, det vill säga KPI med fast bostadsränta, var inflationen 1,0 procent under året. Medan inflationen mätt med KPIF varierade kring 1 procent under 2012 sjönk KPI-inflationen från 1,9 procent i januari till -0,1 procent i december (se diagram 3:1). Att KPI-inflationen sjönk berodde huvudsakligen på att Riksbanken successivt sänkte reporäntan från december 2011. Då reporäntan höjs eller sänks kraftigt uppstår stora men övergående effekter på KPI-inflationen eftersom reporäntan påverkar hushållens räntekostnader för bolån.³¹ Även rensat för variationer i energipriser var inflationen mätt med KPIF i genomsnitt 1,0 procent under 2012, vilket är samma nivå som 2011.³²

Tabell 3:1. Jämförelse av olika inflationsmått, årsgenomsnitt
Årlig procentuell förändring

	2010	2011	2012
KPI	1,2	3,0	0,9
KPIF	2,0	1,4	1,0
KPIF exklusive energi	1,5	1,0	1,0

Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

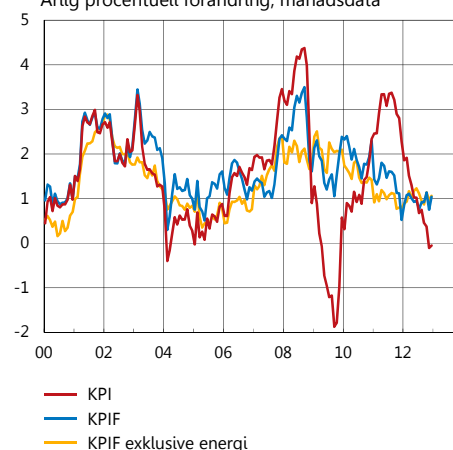
Källa: SCB

Realekonomisk utveckling under 2012

Under 2012 ökade BNP i Sverige med 0,8 procent. Tillväxten var alltså betydligt lägre än året innan då BNP ökade med 3,7 procent (se tabell 3:2). Detta kan förklaras av att efterfrågan på svenska exportvaror minskade kraftigt under 2012 till följd av skuldskrisen i euroområdet där BNP föll med 0,5 procent (se diagram 3:2). Den svenska exporten ökade med endast 0,7 procent, vilket kan jämföras med en ökning på 7,1 procent 2011. Däremot var den inhemska efterfrågan relativt god under året. Hushållens konsumtion ökade med 1,5 procent, vilket är 0,6 procentenheter lägre än 2011.

Återhämtningen på arbetsmarknaden, som pågått sedan slutet av 2009, avstannade i slutet av 2011. Antalet sysselsatta fortsatte förvisso att växa 2012, men i en betydligt långsammare takt än 2011 (se tabell 3:2). Samtidigt växte antalet personer i arbetskraften

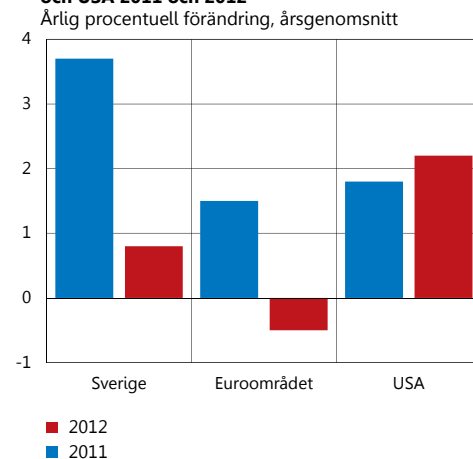
Diagram 3:1. Inflationens utveckling 2000-2012
Årlig procentuell förändring, månadsdata



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källa: SCB

Diagram 3:2. BNP-tillväxt i Sverige, euroområdet och USA 2011 och 2012
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

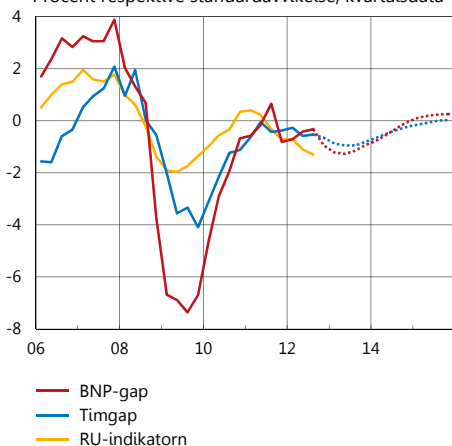


Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och SCB

³¹ Se fördjupningen "KPI och andra inflationsmått".

³² I fördjupningen "Inflationens utveckling i ett mer långsiktigt perspektiv" analyseras hur inflationen utvecklats under perioden Sverige haft ett inflationsmål.

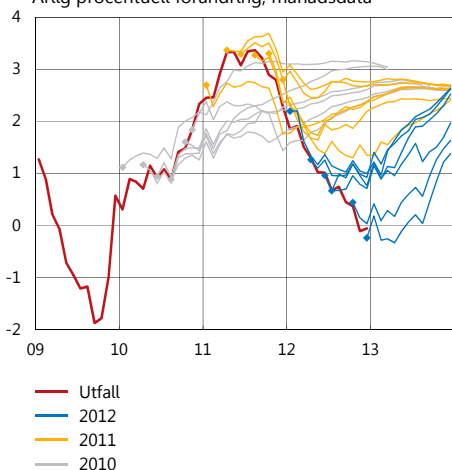
Diagram 3:3. BNP-gap, timgap och RU-indikatorn
Procent respektive standardavvikelse, kvartalsdata



Anm. Riksbankens prognos från *Penningpolitisk uppföljning*, december 2012. BNP-gap avser BNP:s avvikelser från sin trend beräknat med en produktionsfunktion. Timgap avser arbetade timmars avvikelser från Riksbankens bedömda trend för arbetade timmar. RU-indikatorn är normaliserad så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1.

Källor: SCB och Riksbanken

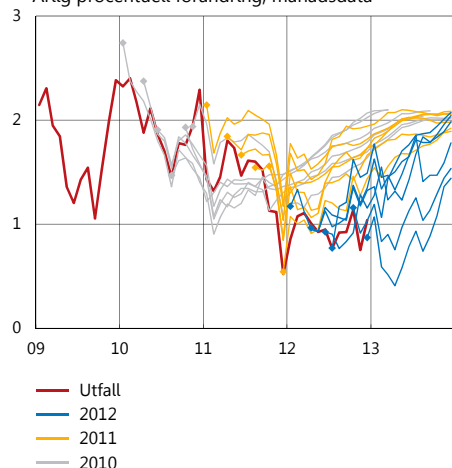
Diagram 3:4. KPI, utfall och prognos
Årlig procentuell förändring, månadsdata



Anm. De tunna linjerna avser Riksbankens prognoser 2010-2012. Markeringarna visar startpunkten för varje prognos och kan därför avvika från senaste utfall för den tidpunkten.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:5. KPIF, utfall och prognoser
Årlig procentuell förändring, månadsdata



Anm. Se anmärkningen till diagram 3:4. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

snabbare, vilket gjorde att arbetslösheten ökade till 8,0 procent 2012.³³

Tabell 3:2. Produktion och sysselsättningsmätt 2010-2012, årsgenomsnitt
Årlig procentuell förändring

	2010	2011	2012
BNP	6,6	3,7	0,8
Sysselsatta, 15-74 år	0,5	2,3	0,6
Arbetade timmar	2,6	2,4	-0,2
Arbetslöshet, 15-74 år*	8,6	7,8	8,0

*Procent av arbetskraften

Anm. Arbetskraftsundersökningarna (AKU) publicerade i februari 2013 reviderad statistik för arbetsmarknadsutvecklingen 2010-2012 med anledning av en förbättrad beräkningsmetod. Utfall för sysselsatta och arbetslöshet avser reviderade siffror.

Källa: SCB

■ Lägre resursutnyttjande än normalt

Som ett sammanfattande mått på utvecklingen av realekonomin används ofta ett mått på resursutnyttjandet. Det finns dock inget entydigt sätt att mäta resursutnyttjandet, och Riksbanken använder därför ett antal olika mått. Exempel på sådana mått är BNP-gapet och timgapet, som mäter BNP:s och de arbetade timmarnas procentuella avvikelser från sina respektive långsiktigt hållbara nivåer. Om respektive mått är positivt, betyder det att aktivitetsnivån och resursanvändningen i ekonomin är högre än normalt. Motsatsen gäller när måtten är negativa. Ett skäl att använda flera mått för att få en samlad bild av resursutnyttjandet är att de långsiktigt hållbara nivåerna inte kan observeras utan måste beräknas på olika sätt.

Enligt såväl BNP-gapet som timgapet var resursutnyttjandet något lägre än normalt under 2012 (se diagram 3:3). Även Riksbankens indikator på resursutnyttjandet, den så kallade RU-indikatorn som sammanfattar information från enkäter och arbetsmarknadsdata med hjälp av en statistisk metod, visar att resursutnyttjandet var lägre än normalt under 2012 (se diagram 3:3).

Arbetslösheten relaterad till sin långsiktigt hållbara nivå är ytterligare ett mått på resursutnyttjandet. Var den nivån ligger är dock osäkert. Riksbankens bedömning är att den ligger i intervallet 5-7,5 procent (se även kapitel 2). Enligt denna bedömning var arbetslösheten under 2012 högre än den långsiktigt hållbara nivån.³⁴

³³ Arbetskraftsundersökningarna (AKU) publicerade i februari 2013 reviderad statistik för arbetsmarknadsutvecklingen 2010-2012 med anledning av en förbättrad beräkningsmetod. Enligt den nya statistiken var arbetslösheten 2010-2012 omkring 0,3 procentenheter högre än enligt tidigare publicerad statistik.

³⁴ Riksbankens bedömning om intervallet för nivån på den långsiktigt hållbara nivån baseras på tidigare AKU-statistik, se även fotnot 33.

Varför avvek inflationen från inflationsmålet 2012?

Ett sätt att analysera orsakerna till avvikelserna från inflationsmålet är att utgå från de prognoser Riksbanken gjorde för inflationen och andra variabler från 2010 och framåt. Genom att studera hur dessa prognoser förändrades över tiden och undersöka skälen till revideringarna kan man få en bild av vilka oväntade händelser som inträffade under dessa år och vilka överväganden som gjordes. Detta ger också en god bild av varför inflationen avvek från målet.

Diagram 3:4 visar den faktiska utvecklingen av KPI och Riksbankens prognoser för KPI under perioden 2010-2012. På motsvarande sätt visas utvecklingen av KPIF och Riksbankens prognoser för KPIF i diagram 3:5. Att urskilja enskilda prognoser i diagrammen är svårt, men det är inte heller nödvändigt. Syftet är i första hand att ge en övergripande bild av hur Riksbankens bedömningar har förändrats.

Som konstaterades inledningsvis i detta kapitel kan skillnaden mellan KPI- och KPIF-inflationen vara betydande under perioder när reporäntan höjs eller sänks kraftigt. Så har varit fallet de senaste åren. Av diagram 3:4 och 3:5 framgår exempelvis att medan KPI-inflationen ökade relativt mycket under 2010 och 2011 till följd av de räntehöjningar som Riksbanken då gjorde, så sjönk KPIF-inflationen under framför allt 2011.³⁵ I lägen då ränteändringar påverkar KPI mycket ger utvecklingen av KPIF-inflationen bättre vägledning för de penningpolitiska besluten.³⁶ Besluten under 2010-2012 fokuserade därför i hög grad på prognoserna för inflationen mätt med KPIF.

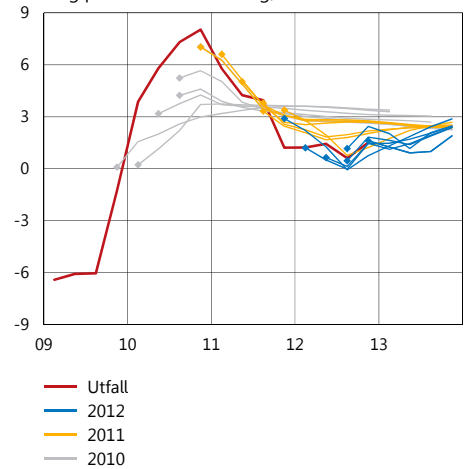
■ Riksbankens prognoser innebar en KPIF-inflation nära 2 procent i slutet av 2012

Under 2010 och en stor del av 2011 räknade Riksbanken med en fortsatt snabb återhämtning under 2012. BNP-tillväxten väntades bli 2,5 till 3,5 procent (se diagram 3:6). I de prognoser som gjordes 2010 räknade Riksbanken samtidigt med att KPIF-inflationen skulle falla och bli omkring 1,5 procent under 2011. De främsta skälen till detta var att en hög produktivitetstillväxt höll tillbaka den inhemska kostnadsökningen och att förstärkningen av kronan väntades fortsätta, vilket skulle ge lägre importpriser (se diagram 3:7 och 3:8). KPIF-inflationen skulle sedan börja stiga i takt med den fortgående återhämtningen. Riksbanken räknade därför med att penningpolitiken behövde bli mindre expansiv och att reporäntan gradvis behövde höjas (se diagram 3:9). KPIF-inflationen skulle då bli nära 2 procent i slutet av 2012 eller början av 2013 (se diagram 3:5). På grund av de planerade räntehöjningarna räknade Riksbanken med att inflationen mätt med KPI skulle bli nära 3 procent i slutet av prognosperioden

³⁵ Till ökningen av KPI-inflationen under 2011 bidrog också att bankernas marginaler och kostnader för att finansiera bolån ökade, vilket innebar att reporäntorna höjdes mer än vad som motiverades av reporäntehöjningarna. Se *Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2011*, Sveriges riksbank.

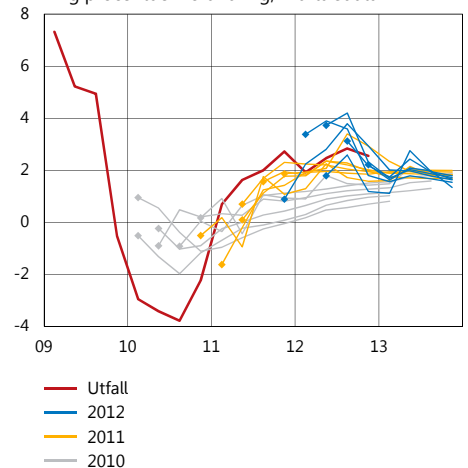
³⁶ Se fördjupningen "KPI och andra inflationsmätt".

Diagram 3:6. BNP-tillväxt, utfall och prognoser
Årlig procentuell förändring, kvartalsdata



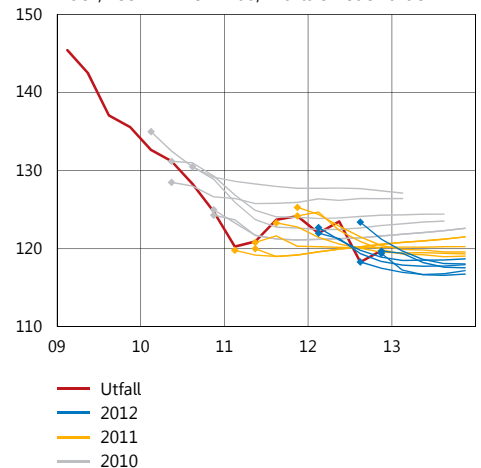
Anm. Se anmärkningen till diagram 3:4.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:7. Arbetskostnad per producerad enhet, utfall och prognoser
Årlig procentuell förändring, kvartalsdata



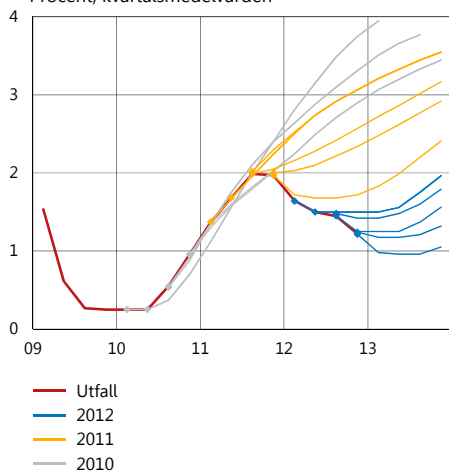
Anm. Se anmärkningen till diagram 3:4.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:8. Konkurrensvägd nominell växelkurs, TCW, utfall och prognoser
Index, 1992-11-18 = 100, kvartalsmedelvärden



Anm. Se anmärkningen till diagram 3:4. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartner.
Källa: Riksbanken

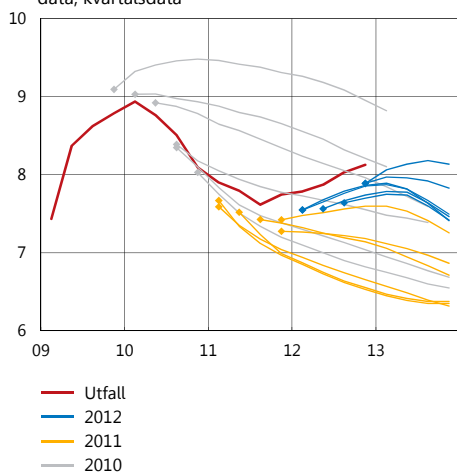
Diagram 3:9. Reporänta, utfall och prognoser
Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Se anmärkningen till diagram 3:4.

Källa: Riksbanken

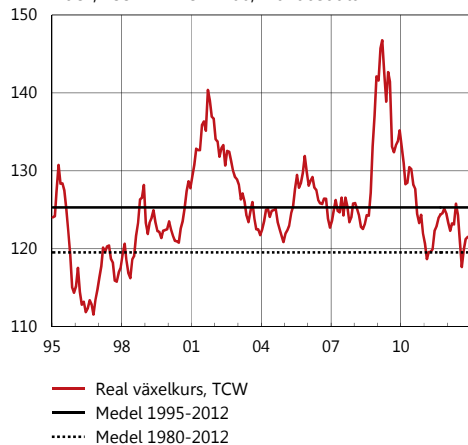
Diagram 3:10. Arbetslöshet, utfall och prognoser
Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data, kvartalsdata



Anm. Se anmärkningen till diagram 3:4. Arbetskraftsundersökningarna (AKU) publicerade i februari 2013 reviderad statistik för arbetsmarknadsutvecklingen 2010-2012. Se fotnot 33. Utfall avser reviderade siffror.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:11. Konkurrensvägd real växelkurs, TCW
Index, 1992-11-18 = 100, månadsdata



Anm. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartner.

Källa: Riksbanken

(se diagram 3:4). Mätt som årsgenomsnitt 2012 väntades KPIF-inflationen bli 1,6 procent och KPI-inflationen 2,5 procent.

KPIF-inflationen visade sig också falla, om än något mindre än prognostiserat eftersom energipriserna i slutet av 2010 och början av 2011 blev oväntat höga. BNP-tillväxten under 2010 och första halvåret 2011 blev samtidigt högre och arbetslösheten lägre än vad Riksbanken hade räknat med i sina prognoser (se diagram 3:6 och 3:10).

Växelkursprognoser är svåra att göra, men växelkursen var ändå i genomsnitt 2012 ungefär på den nivå som Riksbanken räknade med i sina prognoser tidigare år. Det innebar också att den reala kronkursen, som är den nominella växelkursen justerad för den relativa prisnivån i Sverige jämfört med omvärlden, i slutet av 2012 var ungefär på en nivå som kan förklaras utifrån ekonomiska bestämmningsfaktorer.³⁷ Under 2012 var den reala växelkursen mätt med TCW-vikter något starkare än genomsnittet sedan 1995 men svagare än genomsnittet från 1980 (se diagram 3:11).³⁸

■ Oro för flaskhalsar, skuldsättning och stigande inflationsförväntningar

Enligt de prognoser som Riksbanken gjorde under 2010 och början av 2011 skulle KPIF-inflationen således nå 2 procent i slutet av prognosperioden, samtidigt som ekonomin utvecklades starkt. Det fanns dock en betydande osäkerhet om vad som skulle ske i den svenska ekonomin under den kraftiga vändning som följde på den djupa konjunkturedgången 2009. Flera direktionsledamöter pekade på risker för att flaskhalsar i ekonomin skulle kunna uppstå och att företagen i det starkare konjunkturläget skulle höja priserna snabbare än vad som var förenligt med inflationsprognoserna i huvudscenariot.

Inför de penningpolitiska beslut som fattades under denna period diskuterade direktionen också de problem som kan uppstå om reporäntan är låg under en mycket lång period. Det fanns farhågor om att en än mer expansiv politik skulle kunna innebära en risk för att hushållens skulder skulle fortsätta att öka i snabb takt. Detta befärdades i sin tur kunna leda till större problem längre fram, om till exempel ett fall i bostadspriserna skulle få hushållen att snabbt dra ned på sin skuldsättning. Resultatet skulle kunna bli en svag utveckling liknande den som drabbat flera länder i samband med krisen. Under första halvåret 2011 fanns också en oro för att den höga KPI-inflationen skulle få fäste i de långsiktiga inflationsförväntningarna och i lönebildningen så att även den underliggande inflationen skulle stiga snabbare och bli alltför hög i slutet av prognosperioden. Detta var ett ytterligare skäl till att reporäntan behövde höjas även fortsättningsvis.

³⁷ Se Lagerwall, Björn och Marianne Nessén, "Kronans långsiktiga utveckling", *Ekonomiska kommentarer*, nr 6, 2009, Sveriges riksbank.

³⁸ Mätt med det bredare växelkursindexet KIX var den reala växelkursen något svagare 2012 än genomsnittet sedan 1995. Se fördjupningen "KIX-index avspeglar bättre Sveriges utlandsberoende" i *Penningspolitisk rapport* oktober 2012 för en beskrivning av skillnaderna mellan TCW- och KIX-vikter.

■ Försämrad konjunktur i omvärlden ledde till lägre inflation

Under sommaren och hösten 2011 ändrades tillväxtförutsättningarna på ett ganska påtagligt sätt. Oron kring utvecklingen av statsskulden i USA och i flera länder i euroområdet tilltog och tillväxten i omvärlden blev svagare än väntat. Detta drabbade den svenska exporten och prognosen för BNP-tillväxten började revideras ned, framför allt för 2012. De planerade reporänthöjningarna sköts framåt i tiden. I slutet av 2011 blev det allt tydligare att tillväxten i Sverige bromsade in relativt kraftigt och Riksbanken sänkte reporäntan i december. Då konjunkturutsikterna fortsatte att försämrans under 2012 sänkte Riksbanken reporäntan ytterligare. Dessa räntesänkningar bidrog till fallet i inflationen mätt med KPI under 2012.

Den svaga utvecklingen i omvärlden och en lägre inhemsk efterfrågan bidrog också till ett lägre inflationstryck i svensk ekonomi och gjorde det svårare för företagen att höja priserna. Denna bild stöds av Riksbankens företagsundersökningar från 2012 där företagen uppger att priserna dämpades av svag efterfrågan och hård prispress. Även modellanalys tyder på att oväntat svag omvärldsutveckling och oväntat låga prispåslag, framför allt under andra halvåret 2012, i stor utsträckning bidrog till att inflationen blev låg.³⁹ Riksbanken hade förväntat att förstärkningen av kronan 2009-2010 – som följde på den kraftiga försvagningen under 2008 och början av 2009 – skulle ge lägre importpriser med en återhållande effekt på inflationen. Men i vilken utsträckning och hur snabbt konsumentpriserna påverkas av sådana kraftiga svängningar i den nominella växelkursen är svårt att uppskatta i förväg och genomslaget kan variera över tiden, till exempel beroende på konjunkturläget. Fortsatt fallande varupriser tyder nu på att kronförstärkningen kan ha dämpat inflationen under längre tid än vad Riksbanken räknade med.

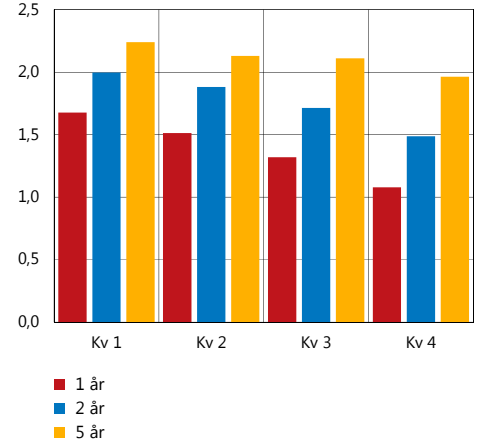
Under 2010 och första halvåret 2011 räknade Riksbanken med att inflationen 2012 i genomsnitt skulle bli 1,6 procent mätt med KPIF och 2,5 procent mätt med KPI. Den främsta förklaringen till att inflationen 2012, framför allt under andra halvåret, blev väsentligt lägre kan sägas vara försämringen av omvärldskonjunkturen från andra halvåret 2011. Det särskilt låga utfallet för KPI-inflationen hänger samman med att Riksbanken från december 2011 sänkte reporäntan från 2,0 procent till 1,0 procent i december 2012.

Inflationsförväntningarna 2012

Ett högt förtroende för inflationsmålet är viktigt för Riksbankens strävan att uppnå prisstabilitet. Om allmänheten har förtroende för att Riksbanken kommer att uppnå sitt mål kommer inflationsförväntningarna på några års sikt att ligga nära inflationsmålet.

Ett högt förtroende för inflationsmålet ökar också möjligheten för penningpolitiken att stabilisera produktion och sysselsättning.

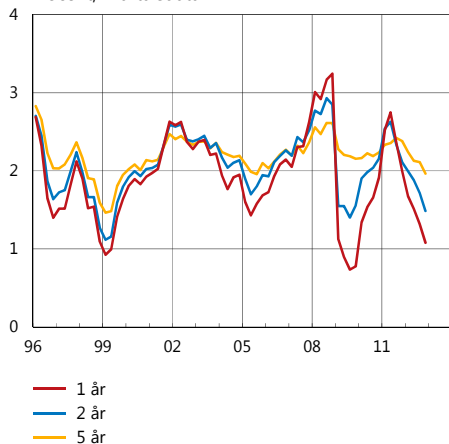
Diagram 3:12. Inflationsförväntningarna 2012 på 1, 2 och 5 års sikt, samtliga aktörer
Procent, kvartalsdata



Källa: TNS SIFO Prospera

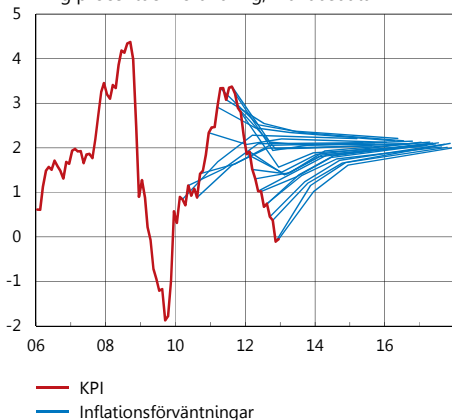
³⁹ I fördjupningen "Vilka oförutsedda störningar har påverkat KPIF-inflationen? En modellanalys" används Riksbankens makroekonomiska modell Ramses för att belysa faktorer bakom den oväntat låga KPIF-inflationen 2012.

Diagram 3:13. Inflationförväntningar sedan 1996, samtliga aktörer
Procent, kvartalsdata



Källa: TNS SIFO Prospera

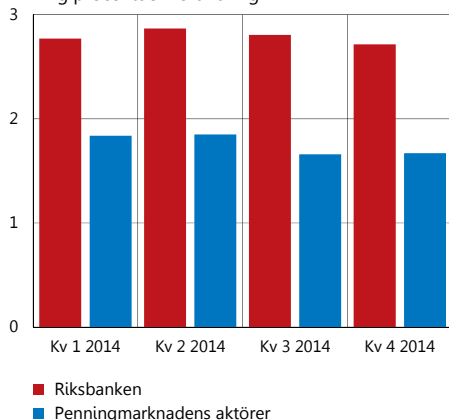
Diagram 3:14. Inflationförväntningar hos penningmarknadens aktörer 2010-2012
Årlig procentuell förändring, månadsdata



Anm. Inflationförväntningar hos penningmarknadens aktörer på ett, två och fem års sikt.

Källor: SCB och TNS SIFO Prospera

Diagram 3:15. Riksbankens inflationsprognoser och inflationsförväntningar (KPI) hos penningmarknadens aktörer 2012 på två års sikt
Årlig procentuell förändring



Anm. Riksbankens prognoser avser de senaste prognoser som fanns publicerade vid tidpunkterna för Prosperas mätningar.

Källor: TNS SIFO Prospera och Riksbanken

Om aktörerna i ekonomin litar på att inflationen hålls stabil kring inflationsmålet behöver penningpolitiken inte reagera lika mycket när ekonomin drabbas av störningar som leder till tillfälliga avvikelser från inflationsmålet.

■ Inflationförväntningarna stabila nära inflationsmålet

På Riksbankens uppdrag mäter TNS Sifo Prospera inflationsförväntningarna hos penningmarknadens aktörer, arbetsgivar- och arbetstagarorganisationer samt inköpschefer i handeln och industrin. De genomsnittliga inflationsförväntningarna på fem års sikt hos samtliga aktörer låg under 2012 nära 2 procent, vilket tyder på att allmänheten har förtroende för Riksbankens inflationsmål (se diagram 3:12).

Inflationförväntningarna på ett och två års sikt följer av naturliga skäl i högre grad den aktuella faktiska inflationstakten.⁴⁰

KPI-inflationen sjönk under 2012 till -0,1 procent i december, och uppgick i genomsnitt till 0,9 procent under året. Särskilt inflationförväntningarna på ett års sikt följde KPI-inflationen väl och föll under året (se diagram 3:13).

Diagram 3:14 visar den genomsnittliga förväntade KPI-inflationen hos penningmarknadens aktörer 2010-2012.⁴¹ Diagrammet visar att inflationsmålet har fungerat väl som ankare för inflationsförväntningarna. Det visar också att när den faktiska inflationen befinner sig längre ifrån målet, som till exempel vid slutet av 2012, inser marknadsaktörerna att det kan ta något längre tid för inflationen att återgå till målet. Diagram 3:13 visar att inflationsförväntningarna på fem års sikt har varit relativt väl förankrade kring inflationsmålet sedan slutet av 1990-talet.

Det kan även vara intressant att jämföra inflationsförväntningarna med Riksbankens inflationsprognoser. Om ekonomins aktörer delar Riksbankens syn på hur inflationen kommer att närma sig målet borde inflationsförväntningarna ligga relativt nära Riksbankens prognoser. Diagram 3:15 visar Riksbankens inflationsprognoser och inflationsförväntningarna hos penningmarknadens aktörer på två års sikt, såsom de utvecklades under 2012. Diagrammet visar att inflationsförväntningarna för 2014 i genomsnitt var en procentenhet lägre än Riksbankens KPI-prognoser.

⁴⁰ Se Jonsson, Thomas och Pär Österholm, "The Properties of Survey-Based Inflation Expectations in Sweden", *Working Paper* nr 114, Konjunkturinstitutet, 2009.

⁴¹ Det är av särskilt intresse att följa inflationsförväntningarna hos penningmarknadens aktörer, eftersom denna grupp kan förmodas lägga ned mer resurser på att göra inflationsprognoser.

■ Inflationens utveckling i ett mer långsiktigt perspektiv

Under perioden med inflationsmål har KPI-inflationen i genomsnitt blivit lägre än målet. En stor del av målavvikelsen förklaras av en trendmässig nedgång i räntan. Andra tänkbara förklaringar är en överraskande hög produktivitetstillväxt och oväntat låga priser på importerade varor. På Riksbanken pågår ett utredningsarbete om orsakerna till och konsekvenserna av den låga genomsnittliga inflationen.

I år är det 20 år sedan Riksbanken fattade beslutet att penningpolitiken skulle inriktas på att uppfylla ett inflationsmål. Riksbanken meddelade i januari 1993 att det från och med 1995 skulle införas ett inflationsmål på 2 procent. Inflationen skulle mätas med förändringen i konsumentprisindex (KPI) och målet skulle vara omgärdat av ett toleransintervall på ± 1 procentenhet. Under de två åren fram till 1995 skulle penningpolitiken inriktas på att förhindra att den underliggande inflationstakten, som hade kommit ned till en nivå runt 2 procent, skulle öka igen.⁴²

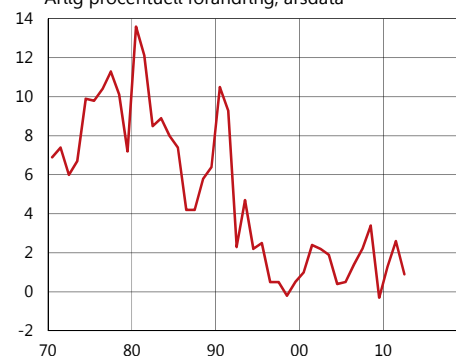
Hur har då inflationen utvecklats under den period som Sverige haft ett inflationsmål? En enkel jämförelse av utvecklingen under 1970- och 1980-talen visar att den svenska inflationen har sjunkit dramatiskt efter det att inflationsmålet infördes (se diagram 3:16). Sedan 1993 har KPI-inflationen varierat mellan cirka 0 procent och knappt 4 procent i årlig förändring, vilket kan jämföras med 1970- och 1980-talen då det inte var ovanligt med tvåsiffriga inflationstal och dubbelt så stor variation mellan åren.

KPI-inflationen har i genomsnitt varit lägre än målet

För att mer noggrant kunna analysera utvecklingen av den svenska inflationen under perioden med inflationsmål behöver man först bestämma vilken period man ska utgå från. Det kan verka självklart att starta 1993 eftersom inflationsmålet annonserades det året. Målet att KPI skulle öka med 2 procent per år började dock gälla först från och med 1995, vilket talar för att beräkningen i stället bör starta från och med det året.⁴³ Vill man däremot hålla sig till en period då inflationsförväntningarna kommit ned och förankrats vid inflationsmålet kan snarare 1997 vara en lämplig startpunkt. Oavsett om man studerar perioden 1995-2012 eller 1997-2012 så är dock genomsnittet för KPI-inflationen detsamma, nämligen 1,3 procent.

Analysen kompliceras dock av att detta genomsnitt baseras på inflationen beräknad av SCB enligt en metod som infördes 2005. Detta har viss betydelse då penningpolitiken utvärderas, eftersom Riksbanken före 2005 utgick från ett mått på KPI-inflationen som SCB beräknat med hjälp av en annan metod. Om man ersätter inflationsutfallen före 2005 med utfallen beräknade enligt denna tidigare metod, och på så vis skapar en "realtidsserie" för

Diagram 3:16. KPI sedan 1970
Årlig procentuell förändring, årsdata

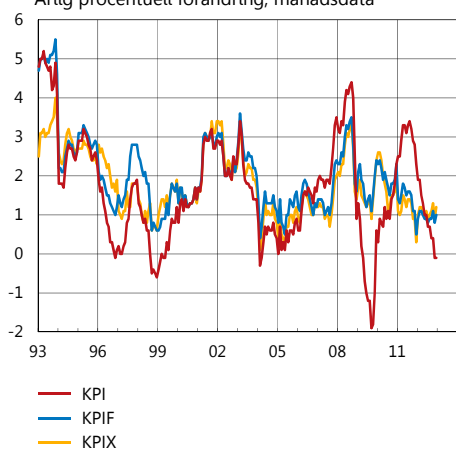


Källa: SCB

⁴² Beräkningar av underliggande inflation syftar till att eliminera stora och tillfälliga prisförändringar på enskilda varor och tjänster som kan få övergående men stora effekter på KPI-inflationen.

⁴³ Se till exempel Andersson, Björn, Stefan Palmqvist och Pär Österholm, "Riksbankens uppfyllelse av inflationsmålet i ett längre tidsperspektiv". *Ekonomiska kommentarer* nr 4, 2012, Sveriges riksbank.

Diagram 3:17. KPI, KPIF och KPIX i realtid
Årlig procentuell förändring, månadsdata



Anm. Månatliga inflationsutfall från januari 1993 till december 2012. Inflationsutfallen för perioden före 2005 är beräknade enligt den metod som användes i realtid under denna period.

Källor: SCB och Riksbanken

KPI-inflationen, blir den genomsnittliga KPI-inflationen en tiondels procentenhet högre, det vill säga 1,4 procent, under perioderna 1995-2012 respektive 1997-2012.⁴⁴

Tabell 3:3 i slutet av fördjupningen sammanställer dessa resultat och redovisar också genomsnittet för tre delperioder. Av tabellen framgår att KPI-inflationen har utvecklats ganska olika under delperioderna. Under andra halvan av 1990-talet, liksom under perioden efter finanskrisens utbrott 2008, var KPI-inflationen i "realtid" 1,1 procent i genomsnitt. Under 2000-talet, fram till finanskrisen, var den genomsnittliga KPI-inflationen 1,8 procent, det vill säga betydligt närmare inflationsmålet.

Inflationen mätt med KPIX och KPIF har varit närmare 2 procent i genomsnitt

Genom åren har Riksbanken betonat att även om inflationsmålet är formulerat i termer av KPI så bör Riksbanken inte reagera på alla förändringar i måttet eftersom KPI ofta påverkas av faktorer som bara bedöms ge tillfälliga effekter på inflationen.⁴⁵ Det finns därför anledning att analysera inflationsmått som är rensade för sådana tillfälliga effekter. Ett exempel på ett sådant inflationsmått är KPIX (tidigare kallat UND1X). Det fasades ut under 2008 då KPIF infördes.⁴⁶ De två måtten har det gemensamt att de rensar bort de direkta effekterna på KPI av förändringar i reporäntan. Diagram 3:17 visar hur inflationen enligt KPI, KPIX och KPIF utvecklats under perioden med inflationsmål, enligt en realtidsanalys.

Eftersom Riksbanken under olika perioder oftast har använt antingen KPIX- eller KPIF-inflationen för att motivera den penningpolitik som förts är det också intressant att se vad dessa mått har varit i genomsnitt under perioden med inflationsmål.⁴⁷ Tabell 3:3 redovisar därför den genomsnittliga inflationen för KPIX och KPIF med samma perioduppdelning som för KPI. Av tabellen framgår att KPIX i realtid har varit 1,7 respektive 1,6 procent i genomsnitt, beroende på om perioden börjar 1995 eller 1997. Inflationen enligt KPIF har varit en tiondels procentenhet högre, det vill säga 1,8 respektive 1,7 procent.

KPI-inflationen har avvikit från målet eftersom räntan sjunkit

Oavsett om den analyserade tidsperioden börjar 1995 eller 1997 har alltså KPI-inflationen, enligt data i realtid, fram till och med 2012 varit 1,4 procent i genomsnitt och således 0,6 procentenheter lägre än inflationsmålet. Varför har inflationen blivit så låg? En delförklaring framgår tydligt om genomsnittet för KPI-inflationen jämförs med

⁴⁴ En beskrivning av bytet av beräkningsmetod finns i fördjupningen "Ändrade beräkningsmetoder för inflationstakten" i *Inflationsrapport 2004:2*.

⁴⁵ Se fördjupningen "KPI och andra inflationsmått".

⁴⁶ För mer information om skillnaderna mellan KPIX och KPIF och skälen till att KPIX fasades ut, se Wickman-Parak, Barbro, "Riksbankens inflationsmål", anförande vid Swedbank, Stockholm, 2008-06-09. Se även fördjupningarna "Hur används mått på underliggande inflation i den penningpolitiska analysen" och "Ökningstakten i KPIX understiger KPI under en lång tid", båda i *Inflationsrapport 2008:2*.

⁴⁷ Inflationen enligt KPIX och KPIF är dock inte de enda mått som använts på detta vis. Under 2002-2003 var det exempelvis KPIX exklusive priser på energirelaterade produkter som vägledde penningpolitiken. Förutom att användningen av olika mått har varierat är det dessutom bara under vissa perioder som det explicit angetts ett specifikt mått, förutom KPI, som motiverat den penningpolitik som förts. Det är därför svårt att fastställa en exakt indelning för när olika mått har använts på det här sättet.

genomsnittet för inflationen enligt KPIF. Det enda som skiljer dessa mått åt är att bostadsräntan antas vara fast i beräkningarna av KPIF, vilket innebär att KPIF inte påverkas direkt av förändringar i räntenivån som KPI gör. Som tabell 3:3 visar har inflationen mätt med KPIF varit 1,8 (1,7) procent i genomsnitt sedan 1995 (1997). Med andra ord beror en stor del av målavvikelsen, 0,3-0,4 procentenheter, på att KPI-inflationen blivit lägre på grund av att räntorna sjunkit.

Räntenedgången avspeglar till en del en trendmässig nedgång i det allmänna ränteläget. Men som uppgifterna i tabellen indikerar har det funnits två perioder då räntorna sjunkit speciellt kraftigt och då genomsnittet för KPI- och KPIF-inflationen skiljt sig mycket åt. Den ena perioden omfattar andra hälften av 1990-talet då räntenivån inledningsvis var hög men sedan sjönk kraftigt under 1996.

Riksbanken sänkte då reporäntan med 4,8 procentenheter under året och marknadsräntorna sjönk i motsvarande omfattning. En sådan dramatisk sänkning av räntorna pressar ned KPI-inflationen under en lång period.⁴⁸ Den andra perioden var i samband med finanskrisen 2008-2009 då Riksbanken också sänkte reporäntan kraftigt, från 4,75 procent till 0,25 procent inom loppet av 10 månader.

Utredningsarbete om orsakerna till och konsekvenserna av den låga genomsnittliga inflationen pågår

Sjunkande räntor kan således förklara mer än hälften av den genomsnittliga målavvikelsen hos KPI-inflationen, men de kan inte förklara hela avvikelsen. Vad finns det för andra orsaker?

Två förklaringar som ofta lyfts fram, framför allt under 2000-talet, är att kostnadstrycket i ekonomin hållits tillbaka av en överraskande stark utveckling av produktiviteten och att inflationen dessutom pressats ned av låga priser på importerade varor. Dessa två faktorer är dock inte de enda förklaringarna som lyfts fram. Två decennier är en lång period och ekonomin har under åren träffats av flera olika störningar som påverkat inflationen och som Riksbanken har behövt analysera och ta ställning till. Varför inflationen blivit lägre än målet, vilka de realekonomiska kostnaderna för detta kan ha varit och, mer generellt, vilka slutsatser man kan dra om penningpolitikens påverkan på inflationen och arbetslösheten under de senaste 20 åren är frågor som för närvarande diskuteras och som det råder delade meningar om. Enligt en uppfattning har underskridandet av inflationsmålet haft relativt stora effekter på arbetslösheten, medan andra menar att effekterna varit mindre och att kalkyler som försöker uppskatta effekterna generellt är förknippade med en hög grad av osäkerhet.⁴⁹

Sambandet mellan penningpolitik, inflation och arbetslöshet diskuterades även vid en workshop i februari 2013 anordnad av Riksbanken, där externa forskare presenterade uppsatser på detta

⁴⁸ Hur länge effekten hänger kvar beror på vad som händer med de bundna bostadsräntorna. Om alla sådana räntor faller så bidrar den initiala räntesänkningen till att pressa ned KPI-inflationen i åtta år framöver (med dagens KPI-metod, fem år med den metod som användes 1996).

⁴⁹ Se Svensson, Lars E. O., "The Possible Unemployment Cost of Average Inflation below a Credible Target", *Working Paper*, 2012, tillgänglig via www.larseosvensson.net, och Söderström, Ulf och Anders Vredin, "Inflationen arbetslösheten och penningpolitiken", *Ekonomiska kommentarer* Nr. 1, 2013, Sveriges riksbank.

tema och diskuterade sina resultat. Flertalet uppsatser berörde på olika sätt den höga arbetslöshet som nu observeras i många länder. Uppsatserna fokuserade på olika orsaker till arbetslösheten och drog olika slutsatser om vilken roll penningpolitiken skulle kunna spela för att motverka den.⁵⁰

Tabell 3:3. Inflationens medelvärde under olika perioder enligt olika inflationsmått
Procent

	KPI	KPI, realtid	KPIX	KPIX, realtid	KPIF	KPIF, realtid
1993-2012	1,5	1,7	1,7	1,8	1,9	2,0
1995-2012	1,3	1,4	1,5	1,7	1,7	1,8
1997-2012	1,3	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7
1995-1999	0,8	1,1	1,5	1,7	1,6	1,9
2000-2008	1,7	1,8	1,6	1,7	1,8	1,9
2009-2012	1,1	1,1	1,4	1,4	1,5	1,5

Anm. Medelvärden av månatliga inflationsutfall "realtid" indikerar att inflationsutfallen före januari 2005 är beräknade enligt en äldre metod. KPIF introducerades i juni 2008 så realtidsanalysen för KPIF visar således hur KPIF skulle ha utvecklats om måttet hade funnits tillgängligt före den tidpunkten.

Källor: SCB och Riksbanken

⁵⁰ En rapport från workshopen kommer att publiceras i ett nummer av Penning- och valutapolitik hösten 2013 där även en artikel med resultat från Riksbankens eget utredningsarbete är planerat att ingå.

■ Vilka oförutsedda störningar har påverkat KPIF-inflationen? En modellanalys

Riksbankens makroekonomiska modell Ramses kan användas för att analysera skillnader mellan utfall och prognoser. Att KPIF-inflationen 2012 blev lägre än prognostiserat beror enligt modellen på en oväntat svag omvärldsutveckling, ett överraskande lågt kostnadstryck och att företagen sänkte sina marginaler mer än väntat.

KPI-inflationen 2012 blev 1 procentenhet lägre än genomsnittet av de prognoser som Riksbanken publicerade 2010–2012. Mätt med KPIF blev inflationen under året 0,4 procentenheter lägre. Kapitel 3 redovisar i detalj hur Riksbankens prognoser för KPIF-inflationen förändrades under dessa år. I juli 2011 räknade Riksbanken med att KPIF-inflationen i början av 2012 skulle vara omkring 1,5 procent, för att i slutet av året vara nära 2 procent. I stället varierade KPIF-inflationen omkring 1 procent under hela 2012 (se diagram 3:18).

Ett redskap som kan användas för att förstå vad sådana skillnader mellan utfall och prognoser beror på är den makroekonomiska modell av Sveriges ekonomi, Ramses, som används i arbetet med underlagen för Riksbankens prognoser och penningpolitiska beslut.⁵¹ Modellen försöker förklara utvecklingen och samspillet i hela ekonomin, och inte bara i en viss del. I denna fördjupning analyseras skillnaderna mellan utfallen för KPIF-inflationen och Riksbankens prognoser med hjälp av modellen.

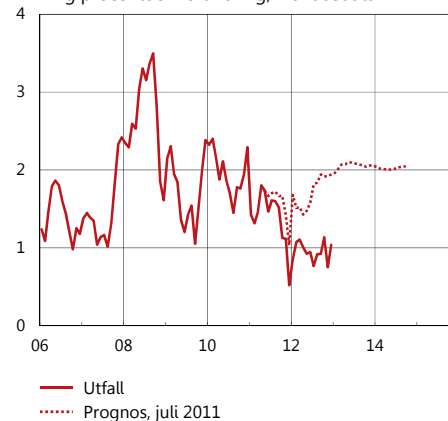
I diagram 3:19 visar den svarta linjen skillnaden mellan utfallen och prognoserna, prognosfelen, för varje kvartal i den bedömning för KPIF-inflationen som Riksbanken gjorde i juli 2011. Exempelvis bedömde Riksbanken att KPIF-inflationen under tredje kvartalet 2012 skulle bli 1,9 procent. I själva verket blev den 0,9 procent. Skillnaden mellan utfall och prognos blev alltså 1 procentenhet.⁵²

Modellen tolkar förändringar i KPIF-inflationen utifrån ett tjugotal olika störningar. I diagram 3:19 har dessa störningar grupperats för att ge en övergripande förklaring till de skillnader mellan utfall och prognos som uppkom under de olika kvartalen 2012.

Svagare omvärld, låga prispåslag och lågt inhemskt kostnadstryck gav lägre inflation än förväntat

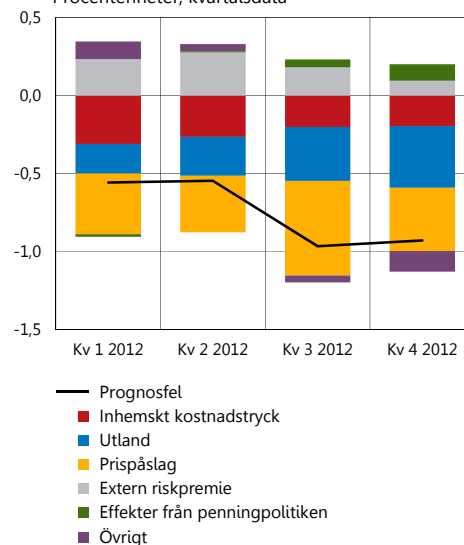
Under hela 2012 bidrog ett oväntat lågt inhemskt kostnadstryck till att hålla tillbaka prisökningstakten (röd yta). Effekten var störst i början av året.

Diagram 3:18. KPIF, utfall och prognos i juli 2011
Årlig procentuell förändring, månadsdata



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:19. KPIF-inflationen 2012: prognosfel och effekter av oförutsedda störningar
Procentenheter, kvartalsdata



Anm. Prognosfelet avser avvikelse mellan utfall och prognos i juli 2011, årlig procentuell förändring.
Källa: Riksbanken

⁵¹ För en beskrivning av modellen se Adolfson Malin, Stefan Laséen, Lawrence Christiano, Mathias Trabandt och Karl Walentin, "Ramses II – Model Description", Occasional Paper nr 12, 2013, Sveriges riksbank.

⁵² För en del variabler, till exempel nationalräkenskapsdata, saknades utfall för det fjärde kvartalet 2012 då denna analys gjordes. För dessa variabler användes Riksbankens nulägesbedömning i *Penningpolitisk rapport* februari 2013.

En annan viktig faktor bakom den låga inflationen 2012 är omvärldsutvecklingen (blå yta). Under hela året medverkade en oväntat svag omvärldsutveckling till att KPIF-inflationen blev lägre än vad Riksbanken räknade med i juli 2011. Som noterades i kapitel 2 visade sig de negativa effekterna på den svenska ekonomin av den svaga utvecklingen i omvärlden vara större under andra halvåret 2012 än vad Riksbanken tidigare hade räknat med. En sådan effekt syns också i diagram 3:19 som visar hur den oväntat svaga omvärldsutvecklingen bidrog till att pressa ned inflationen som mest under andra halvåret.

En tredje faktor som enligt modellen spelade en betydande roll för den låga inflationen 2012 är företagens prispåslag (gul yta).⁵³ Enligt denna analys sänkte företagen sina marginaler oväntat mycket under 2012, vilket också bidrog till att inflationen blev låg. Även den effekten är störst under det andra halvåret.

Modellen kan inte förklara varför företagens prispåslag blev oväntat låga. En möjlig förklaring är dock att den svaga utvecklingen i omvärlden och den låga inhemska efterfrågan gjorde det svårare för företagen att höja priserna. Stöd för denna tolkning kan hämtas från Riksbankens intervjuundersökningar hos ett urval svenska företag.⁵⁴ I september 2012 konstaterades att företagens prisförväntningar förändrats markant sedan tidigare. Priserna pressades enligt företagen av den svaga efterfrågan och av att det fanns ledig kapacitet i många branscher. I den rapport som publicerades i början av 2013 noterades att många företag talade om en hård prispress och somliga om priskrig.⁵⁵ En ytterligare förklaring till de låga prispåslagen kan vara att tidigare kronförstärkningar dämpar inflationen mer varaktigt än vad modellen förutsätter.

Kronan blev oväntat svag under delar av 2011 och 2012 vilket höll tillbaka nedgången i inflationen

Medan en svag omvärldsutveckling, låga prispåslag och ett lågt inhemskt kostnadstryck dämpade inflationen under 2012 bidrog andra faktorer till att hålla inflationen uppe. Bland annat blev kronan svagare under andra halvåret 2011 och första halvåret 2012 än vad Riksbanken räknade med i juli 2011. En svagare krona leder normalt till att importvaror blir dyrare räknat i svenska kronor och till en högre efterfrågan på svenska varor och tjänster. Detta tenderar att öka inflationen, både direkt genom de högre importpriserna och genom att ett högre resursutnyttjande leder till ett ökat kostnadstryck. Enligt modellen berodde försvagningen av kronan till stor del på att riskpremier på placeringar i svenska kronor ökade. Diagram 3:19 visar riskpremiens effekter på inflationen som grå yta.

⁵³ Modellen identifierar prispåslag såväl på inhemska produktion (för inhemska användning eller export) som på importvaror (konsumtions- och investeringsvaror). Effekterna från samtliga dessa prispåslag räknas in i den gula ytan.

⁵⁴ De företag som intervjuas i företagsundersökningen är huvudsakligen storföretag och internationella koncerner men fokus ligger på den svenska delen av verksamheten.

⁵⁵ Dessa rapporter kan laddas ned i pdf-format på Riksbankens webbplats www.riksbank.se under rubriken Press & publicerat/Rapporter/Riksbankens företagsundersökning.

Oväntade störningar och den penningpolitiska avvägningen

Reporäntan blev betydligt lägre 2012 än vad Riksbanken räknade med i juli 2011. Denna lägre reporänta tolkar Ramses till största delen som en normal reaktion av Riksbanken, enligt historiska handlingsmönster, på en svagare ekonomisk utveckling. Om något sänktes reporäntan lite mer än normalt, vilket höll uppe inflationen andra halvåret 2012. Det framgår av bidraget från de penningpolitiska störningarna (grön yta) i diagram 3:19.

Det är viktigt att påpeka att diagram 3:19 visar bidrag till prognosfelet för inflationen från olika störningar som var oväntade i juli 2011 och som först efterhand påverkade den svenska ekonomin. Det betyder att penningpolitiken under 2012 till stor del inte kunde förutse och motverka dessa störningar.

■ KAPITEL 4 – Prognosförmåga

Penningpolitiken verkar med fördröjning och behöver därför vara framåtblickande och baseras på prognoser. Det finns ofta en hög grad av samstämmighet i de prognoser som olika bedömare gör. Under första halvan av 2011 hade de flesta bedömare en positiv syn på konjunkturen 2012, som sedan reviderades i mer negativ riktning. Även vid en jämförelse över en längre tidsperiod är skillnaderna i prognosförmåga små och överlag inte statistiskt säkerställda.

Prognoserna för 2012

Prognoser träffar sällan exakt rätt. I diagram 4:1–4:5 syns hur Riksbankens och andra bedömares prognoser för 2012 för ett antal centrala variabler förändrades från prognostillfälle till prognostillfälle. Det typiska mönstret är att de prognoser som gjordes tidigt, i början av 2011, ligger relativt långt ifrån vad som sedan visar sig bli det slutliga utfallet. Vartefter tiden går blir prognoserna gradvis mer träffsäkra.

Ett annat typiskt mönster är att de flesta bedömares prognoser utvecklas på ett liknande sätt och ofta ligger relativt nära varandra. Det finns en viss spridning, framför allt i de tidiga prognoserna, men det är sällan som någon prognosmakare betydligt tidigare än andra lyckas väl med att förutse det slutliga utfallet. Detta är en god illustration av att det ständigt sker förändringar i ekonomin som är svåra eller omöjliga att förutsäga och som gör att även välgrundade och genomarbetade prognoser successivt måste revideras.⁵⁶

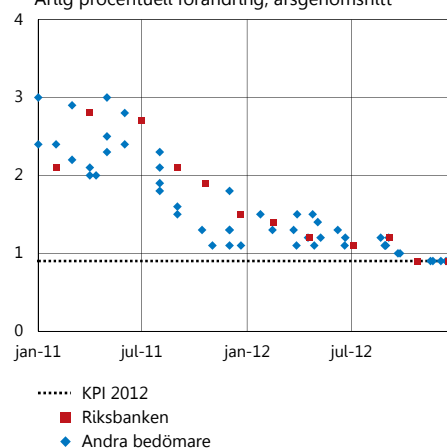
■ Synen på konjunkturen positiv under 2011

Av diagram 4:1 framgår att samtliga bedömare i början av 2011 räknade med att KPI-inflationen 2012 skulle bli mellan 2 och 3 procent, vilket kan jämföras med det slutliga utfallet på 0,9 procent. KPIF-inflationen överskattades däremot i något mindre utsträckning (se diagram 4:2).

Överskattningen av inflationen avspeglar den förhållandevis positiva syn på den ekonomiska utvecklingen 2012 som svenska konjunkturbedömare hade under första halvåret 2011. I enlighet med denna syn överskattades också BNP-tillväxten och nivån på reporäntan medan arbetslösheten underskattades (se diagram 4:3, 4:4 och 4:5).⁵⁷ Prognoserna för inflationen, BNP-tillväxten och reporäntan justerades gradvis nedåt under andra halvåret 2011 medan prognosen för arbetslösheten justerades upp, i takt med att ny information som indikerade en svagare utveckling efter hand började komma in. Värt att notera är att många bedömare under framför allt första halvåret 2012 faktiskt också underskattade BNP-tillväxten och överskattade arbetslösheten.⁵⁸

Diagram 4:1. Prognoser 2011-2012 för KPI-inflationen 2012

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

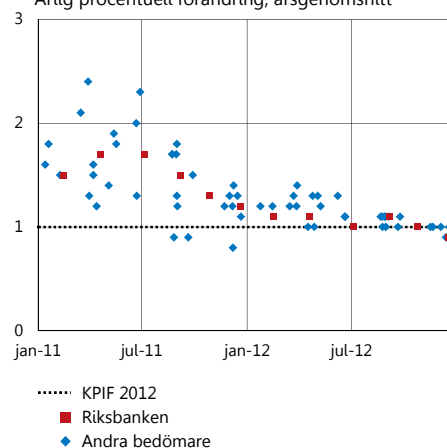


Anm. Andra bedömare är Finansdepartementet, Konjunkturinstitutet, LO, Nordea, SEB, Svenska Handelsbanken, Svenskt Näringsliv och Swedbank.

Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

Diagram 4:2. Prognoser 2011-2012 för KPIF-inflationen 2012

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt



Anm. Andra bedömare avser de som anges i diagram 4:1. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

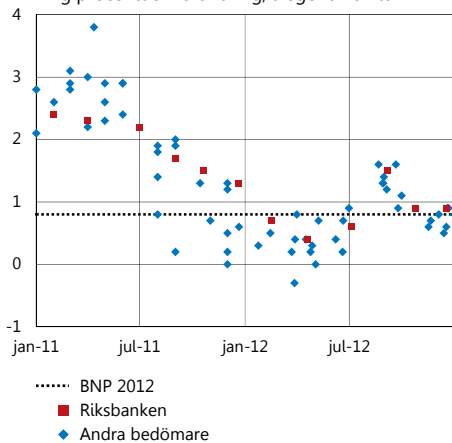
⁵⁶ Se fördjupningen "Om att utvärdera penningpolitik".

⁵⁷ Prognoserna för reporäntan avser slutet av året. Riksbankens kvartalsprognoser har interpolerats till dagsvärden för att få fram ett värde i slutet av året.

⁵⁸ Jämförelsen avser arbetslösheten före revideringen av AKU-statistiken i februari 2013, se fotnot 33.

Diagram 4.3. Prognoser 2011-2012 för BNP-tillväxten 2012

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

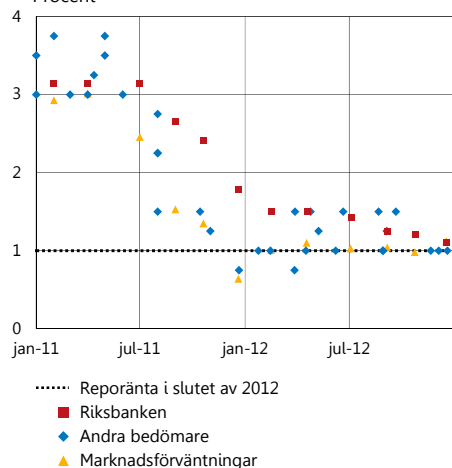


Anm. Andra bedömare avser de som anges i diagram 4.1 samt Handelsns Utredningsinstitut.

Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

Diagram 4.4. Prognoser 2011-2012 för reporäntan i slutet av 2012

Procent

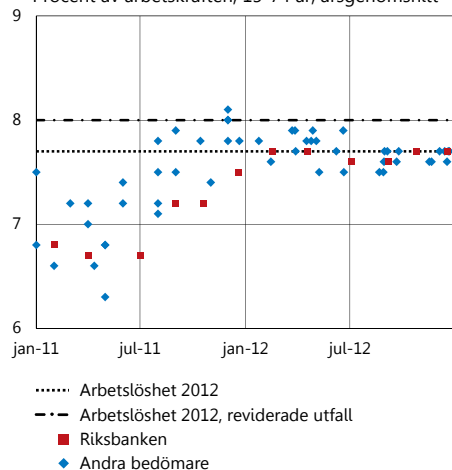


Anm. Andra bedömare är Finansdepartementet, Konjunkturinstitutet, Nordea, SEB och Swedbank. Marknadsförväntningarna är beräknade utifrån marknadsprissättningen. Se fotnot 57 för information om Riksbankens prognoser för reporäntan.

Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

Diagram 4.5. Prognoser 2011-2012 för arbetslösheten 2012

Procent av arbetskraften, 15-74 år, årsgenomsnitt



Anm. Andra bedömare avser de som anges i diagram 4.1. Se diagram 3:10 gällande reviderade utfall för arbetslösheten.

Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

Mått på träffsäkerheten

Även om likheterna mellan olika bedömares prognoser är mer slående än skillnaderna finns ändå en viss spridning i prognoserna. Ett sätt att jämföra träffsäkerheten i olika bedömares prognoser är att beräkna medelfelet, det vill säga hur mycket prognoserna i genomsnitt avviker från utfallet. I diagram 4:3 erhålls till exempel medelfelet för Riksbankens prognoser för BNP-tillväxten genom att man för varje prognostillfälle beräknar skillnaden mellan det slutliga utfallet och den röda punkten och sedan tar medelvärdet av dessa skillnader. Ett negativt medelfel indikerar således att prognosen i genomsnitt legat över det slutliga utfallet, medan ett positivt medelfel innebär att prognosen i genomsnitt varit för låg.

En svaghet med denna metod är att prognosfel med olika tecken tar ut varandra. Stora prognosfel som går åt olika håll – överskattningar ibland och underskattningar ibland – kan därför ge ett litet medelfel och felaktigt ge intrycket att prognoserna är träffsäkra. Det är därför vanligt att även beräkna det genomsnittliga *kvadrerade* prognosfelet (medelkvadratfelet). Detta innebär att det prognosfel man räknar fram för varje prognostillfälle kvadreras innan medelvärdet beräknas. På så sätt elimineras problemet att positiva och negativa prognosfel tar ut varandra.

Träffsäkerheten i prognoserna för perioden 1999-2012

Statistiska mått på träffsäkerheten, såsom medelfel och medelkvadratfel, har ett begränsat informationsvärde när de beräknas för enskilda år. Att en prognosmakare lyckas särskilt väl under ett enskilt år kan i hög grad bero på slumpen. Nästa år kan det visa sig att samma prognosmakare lyckas betydligt sämre. I Appendix redovisas ändå beräkningar av medelfel och kvadrerade medelfel för 2012 för ett antal bedömare.

För att få en mer stabil bild av träffsäkerheten är det bättre att studera en längre tidsperiod. I diagram 4:6-4:10 visas medelfel och kvadrerade medelfel för KPI-inflationen, KPIF-inflationen, BNP-tillväxten, arbetslösheten och reporäntan beräknade över en längre period. För KPI-inflationen, BNP-tillväxten och arbetslösheten är den studerade perioden 1999-2012. För KPIF-inflationen och reporäntan är perioderna kortare, 2008-2012 respektive 2007-2012. Att dessa perioder är kortare beror på att måttet KPIF introducerades 2008 och att Riksbanken började publicera ränteprognoser 2007.⁵⁹

Prognosfelen har beräknats på det sätt som beskrivits ovan, det vill säga de har baserats på bedömarnas samtliga prognoser för en viss variabel för ett visst år. Medelkvadratfelet har justerats med en metod som tar hänsyn till att vissa prognosmakare i genomsnitt gör

⁵⁹ KPIF introducerades i den penningpolitiska rapporten i juli 2008. För Riksbanken avser prognosfelen under första halvan av 2008 inflationen mätt med KPIX. Även när det gäller andra bedömare kan prognoserna i början av perioden avse KPIX. De två måtten har det gemensamt att de rensar bort de direkta effekterna på KPI av förändringar i reporäntan. Se fördjupningen "Inflationens utveckling i ett mer långsiktigt perspektiv".

sina prognoser senare än andra och därför har tillgång till mer information.⁶⁰ Det kan också vara värt att notera att Riksbankens prognoser fram till slutet av 2005 baserades på antagandet att reporäntan skulle vara oförändrad under prognosperioden. Detta antagande var givetvis för det mesta inte realistiskt och kan ha bidragit till att Riksbankens prognoser varit mindre träffsäkra.

En motsvarande jämförelse av medelfel och justerade medelkvadratfel gjordes i rapporten Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2011. Den jämförelsen skiljer sig relativt lite från den analys som presenteras här eftersom det sedan dess endast tillkommit information för ytterligare ett år.

■ Relativt små skillnader i träffsäkerhet

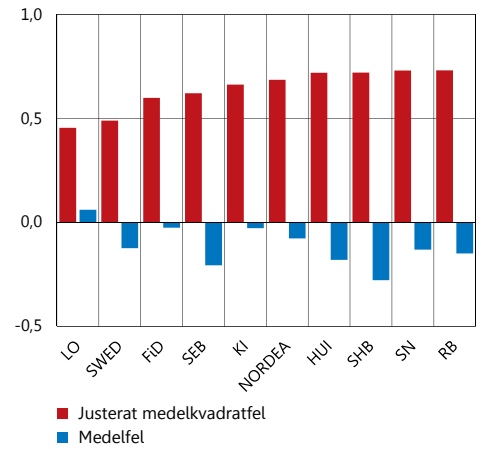
Riksbanken förefaller ha gjort förhållandevis goda prognoser för KPIF-inflationen, BNP-tillväxten och arbetslösheten. Precisionen är däremot relativt sett lägre för KPI-inflationen. Eftersom utvecklingen av reporäntan spelar en central roll för skillnaden mellan KPI och KPIF borde den lägre precisionen i KPI-inflationen avspeglas i en lägre relativ träffsäkerhet även för reporäntan.⁶¹ Detta förefaller bekräftas av diagram 4:10, även om det bör noteras att beräkningarna för reporäntan avser en kortare period än KPI-inflationen. Att de blå staplarna är negativa innebär att samtliga bedömare i genomsnitt har överskattat reporäntan, men Riksbanken har det största justerade medelkvadratfelet.

Det bör understrykas att utvärderingsperioden för såväl KPIF-inflationen som reporäntan än så länge är kort och att slumpen därför kan spela en större roll för resultatet. När det gäller reporäntan är det dessutom relativt få andra bedömare som gjort prognoser ända sedan 2007.

En av de större förändringarna jämfört med motsvarande analys förra året är att träffsäkerheten i marknadens förväntningar på reporäntan, uppskattade utifrån marknadsprissättningen, har förbättrats förhållandevis mycket. Som framgår av diagram A15 i Appendix och delvis också av diagram 4:4 är det justerade medelfelet för 2012 avsevärt mindre för marknadsförväntningarna än för traditionella prognosmakare. Eftersom utvärderingsperioden för reporäntan alltjämt är kort får resultatet för ett enskilt år relativt stort genomslag på genomsnittet.⁶²

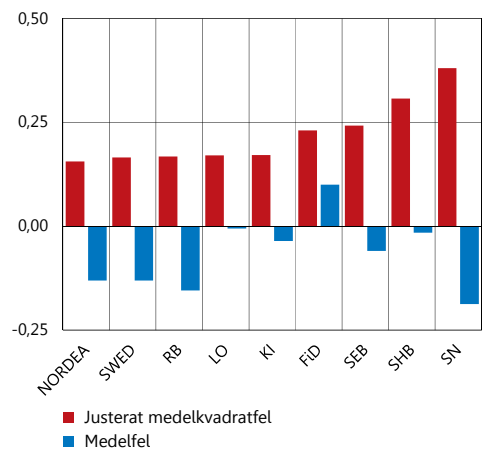
Det är värt att betona att även om det finns vissa skillnader i träffsäkerheten hos olika bedömare också sett över längre

Diagram 4.6. Träffsäkerhet i prognoserna för KPI-inflationen hos olika bedömare 1999-2012



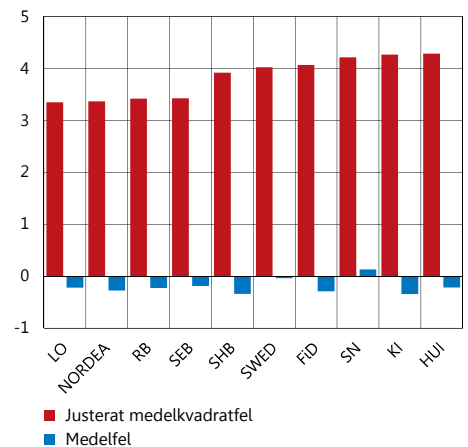
Anm. FiD = Finansdepartementet, HUI = Handelns Utredningsinstitut, KI = Konjunkturinstitutet, RB = Riksbanken, SHB = Svenska Handelsbanken, SN = Svenskt Näringsliv och SWED = Swedbank.
Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

Diagram 4.7. Träffsäkerhet i prognoserna för KPIF-inflationen hos olika bedömare 2008-2012



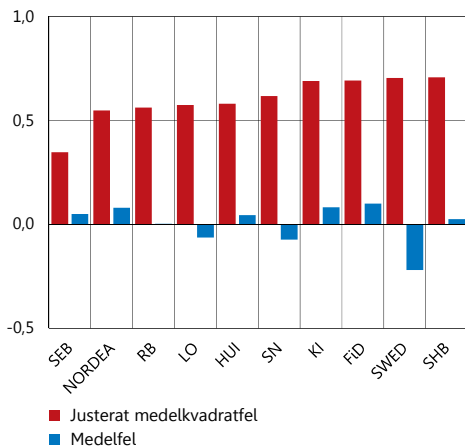
Anm. Se diagram 4:6 för en förklaring av förkortningarna. Se fotnot 59 för information om underlaget till diagrammet.
Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

Diagram 4.8. Träffsäkerhet i prognoserna för BNP-tillväxten hos olika bedömare 1999-2012

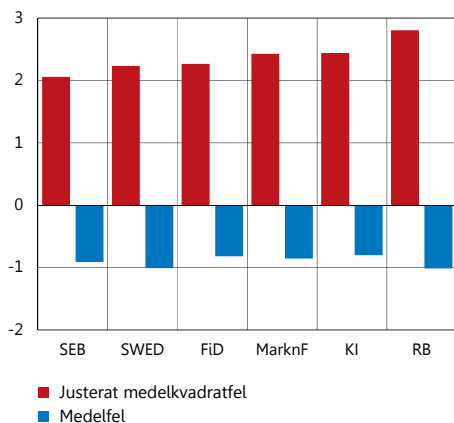


Anm. Se diagram 4:6 för en förklaring av förkortningarna.
Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

⁶⁰ För en beskrivning av metoden, se Andersson, Michael och Ted Aranki, "Prognosmakares förmåga – vad brukar vi utvärdera och vad vill vi utvärdera?", *Penning- och valutapolitik* 2009:3, Sveriges riksbank.
⁶¹ Utvecklingen av bostadsräntorna, som är det som skiljer KPI och KPIF, påverkas också av bankernas kostnader för att finansiera bolån och av bankernas marginaler på bolånen. Se fördjupningen "Förhållandet mellan reporäntan och räntor till hushåll och företag" i *Penningpolitisk rapport* februari 2012.
⁶² Ett intressant resultat i Beechey, Meredith och Pär Österholm, "Policy Interest-Rate Expectations in Sweden: A Forecast Evaluation", *Working Paper* Nr. 127, Konjunkturinstitutet, 2012, är att prognosprecisionen när det gäller reporäntan hos både marknadsförväntningar och enkäter har förbättrats sedan Riksbanken började publicera sin reporänteprogнос.

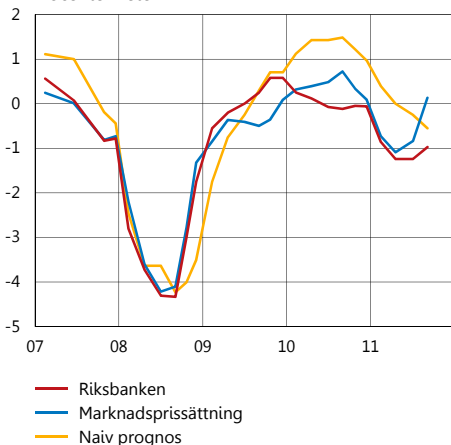
Diagram 4:9. Träffsäkerhet i prognoserna för arbetslösheten hos olika bedömare 1999-2012

Anm. Se diagram 4:6 för en förklaring av förkortningarna.
Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

Diagram 4:10. Träffsäkerhet i prognoserna för reporäntan vid årets slut hos olika bedömare 2007-2012

Anm. Se diagram 4:6 för en förklaring av förkortningarna.
MarknF = Marknadsförväntningarna beräknade utifrån marknadsprissättningen. Terminräntorna är justerade för genomsnittliga riskpremier motsvarande en räntepunkt per månads löptid. Före 2007 publicerade Riksbanken inte prognoser för reporäntan. Riksbankens kvartalsprognoser har interpolerats till dagsvärden för att få fram ett värde i slutet av året.

Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

Diagram 4:11. Prognosfel, ett år Procentenheter

Anm. Datumet avser när prognoserna är gjorda.

Källa: Beechey och Österholm, se fotnot 64

tidsperioder, så är dessa skillnader generellt sett relativt små. Formella test visar att skillnaderna i regel inte är statistiskt säkerställda.⁶³

■ Studie av styrränteprognoser på olika tidshorisonter

Träffsäkerheten när det gäller reporäntan har också undersökts i en studie från Konjunkturinstitutet.⁶⁴ Studien jämför prognosprecisionen på olika tidshorisonter för dels Riksbanken, dels de reporänteförväntningar som kan uppskattas utifrån marknadsprissättningen. Förutom Riksbanken ingår också Norges Bank i studien. Dessa båda centralbanker är de enda som publicerar prognoser för styrräntan.⁶⁵

Diagram 4:11 visar prognosfelen för Riksbanken och marknaden sedan 2007 på ett års sikt. I diagrammet visas också prognosfelen för en så kallad naiv prognos, som antar att reporäntan inte kommer att ändras utan vara densamma som vid prognostillfället. I studien analyseras även prognosfelen ett kvartal framåt liksom felen på två års sikt.

I studien dras slutsatsen att det är relativt små skillnader i prognosprecision mellan centralbanken och marknadsbaserade mått i såväl Norge som Sverige.⁶⁶ Jämfört med en naiv prognos är Norges Banks prognoser bättre på samtliga horisonter och Riksbankens på ett kvartals sikt och ett års sikt.

Varken för de båda centralbankerna eller för marknadsförväntningarna i respektive land är dock det genomsnittliga prognosfelet noll för längre tidshorisonter. Det finns således en så kallad bias i prognoserna. Såväl centralbankerna själva som marknaden har prognostiserat att styrräntan skulle bli högre än den faktiskt blev. Överskattningen beror dock i hög grad på att perioden är kort och innefattar den finansiella krisen, då centralbankerna överraskande tvingades sänka räntorna kraftigt.

⁶³ Se tabell A1 och A2 i Appendix för en redovisning av testresultaten. Hypotesen att alla bedömare är lika bra på att göra prognoser kan inte förkastas på 5-procentsnivån, vilken är den nivå man normalt använder. Man kan dock på den svagare 10-procentsnivån förkasta hypotesen att alla bedömare är lika bra på att göra prognoser för arbetslösheten. Parvisa test mellan Riksbanken och övriga bedömare visar på två skillnader som är statistiskt säkerställda på 5-procentsnivån. SEB gör signifikant bättre prognoser för arbetslösheten och SN signifikant sämre prognoser för KPIF-inflationen.

⁶⁴ Beechey, Meredith och Pär Österholm, "Central Bank Forecasts of Policy Interest Rates: An Evaluation of the First Years", Working Paper No. 128, Konjunkturinstitutet, 2012.

⁶⁵ Reserve Bank of New Zealand publicerar sedan 1998 en prognos för en 90-dagarsränta, men inte för styrräntan. I januari 2012 började den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, publicera styrränteprognoser för de enskilda medlemmarna i sin motsvarighet till Riksbankens direktion, the Federal Open Market Committee.

⁶⁶ I Sverige är marknadsförväntningarna på ett års sikt signifikant mer träffsäkra än Riksbankens prognos på 10-procentsnivån, vilket brukar betraktas som en svag signifikansnivå.

■ Riksbankens utvecklingsarbete 2012-2013⁶⁷

Riksbanken bedriver löpande ett utvecklingsarbete för att de penningpolitiska besluten ska baseras på ett så bra underlag som möjligt. Under året har bland annat en fördjupad analys av arbetsmarknadens funktionssätt gjorts, arbetet med att förstärka den finansiella analysen i prognos- och modellarbetet har fortsatt och en metod för att kvantifiera och illustrera mätosäkerheten i de penningpolitiska förväntningarna har utvecklats.

Fördjupad analys av arbetsmarknadens funktionssätt

Riksbanken följer kontinuerligt hur den ekonomiska politiken utvecklas och har de senaste åren riktat särskild uppmärksamhet mot de förändringar som påverkat incitamenten på arbetsmarknaden. Bland annat har Riksbanken fördjupat analysen av hur arbetsmarknaden fungerar på både kortare och längre sikt.

Riksbankens analys av resursutnyttjandet i nuläget kompletterades under 2012 med fler indikatorer som används som stöd i analysen av arbetsmarknaden. Det gäller till exempel statistik över arbetslöshets- och rekryteringstider och över sammansättningen av både arbetslösa och andra grupper på och utanför arbetsmarknaden. Vid sidan av detta utvecklades också en indikatormodell som belyser matchningseffektiviteten. Resultaten av detta arbete tyder på att matchningen mellan arbetssökande och lediga jobb har försämrats under de senaste åren, vilket gör att det kan ta längre tid än normalt att minska arbetslösheten.⁶⁸

Dessutom genomförde Riksbanken en översyn av sin bedömning av den långsiktiga utvecklingen på den svenska arbetsmarknaden. Översynen inriktades på att analysera två faktorer som är viktiga för denna bedömning – den demografiska utvecklingen och effekterna av regeringens reformprogram som sedan 2006 varit särskilt inriktat på att öka drivkrafterna till arbete. Analysen visade att osäkerheten kring nivån på den långsiktigt hållbara arbetslösheten är betydande. Särskilt osäkert är hur den långsiktiga arbetslösheten påverkas av att nya grupper med svagare ställning på arbetsmarknaden träder in i arbetskraften. Riksbanken bedömde att den långsiktigt hållbara arbetslösheten framöver ligger inom intervallet 5-7,5 procent.⁶⁹

Förstärkning av den finansiella analysen i prognosarbetet

Arbetet med att förstärka den finansiella analysen i Riksbankens prognos- och modellarbete fortsatte under 2012. Framför allt fokuserade Riksbanken på att förtydliga och lyfta fram sambanden mellan penningpolitiken och de faktiska finansiella förhållanden som hushåll och företag möter. Bland annat samlade Riksbanken in data och utvecklade prognosrutiner för att kunna kartlägga hur de finansiella

⁶⁷ Se även fördjupningen "Inflationens utveckling i ett mer långsiktigt perspektiv" för en redogörelse av Riksbankens analys av den långsiktiga måluppfyllelsen.

⁶⁸ Resultaten presenterades i fördjupningen "Har arbetsmarknadens funktionssätt förändrats?" i *Penningpolitisk rapport* oktober 2012.

⁶⁹ Resultatet av denna analys presenterades i fördjupningen "Den långsiktiga utvecklingen på svensk arbetsmarknad" i *Penningpolitisk rapport* juli 2012.

förhållandena påverkar hushållens tillgångar och skulder. Denna kartläggning har även bidragit till att utveckla analysen av den finansiella stabiliteten.

Vidare tog Riksbanken fram nya rutiner för att beräkna hushållens (och företagens) faktiska räntekostnader, vilket tillsammans med det nya dataunderlaget bidrog till att Riksbanken kunde förbättra sina metoder för att beräkna hushållens inkomster. Riksbanken utvecklade också beräkningarna av hur reporäntan påverkar marknadsräntor och i slutändan de faktiska räntor som bankernas kunder möter. Genom dessa förändringar har sambandet mellan reporäntan och hushållens faktiska kapitalinkomster och kapitalutgifter blivit tydligare i prognoserna.⁷⁰

Att förstärka den finansiella analysen i Riksbankens prognosarbete är ett viktigt utvecklingsarbete som kommer att fortsätta under 2013.

Utveckling av metoderna för att mäta penningpolitiska förväntningar

Förväntningarna om den framtida penningpolitiken är viktiga eftersom de påverkar de långfristiga räntor som hushåll och företag får betala. Genom att följa utvecklingen av de penningpolitiska förväntningarna kan Riksbanken få bättre förståelse för hur räntebesluten och kommunikationen påverkar dessa räntor.

De penningpolitiska förväntningarna är inte direkt observerbara utan måste mätas. Detta kan göras på i huvudsak två olika sätt: med enkätundersökningar och utifrån marknadsprissättningen av terminsräntor. Både enkäter och terminsräntor är dock förknippade med problem som kan ge upphov till mätfel. För enkäterna kan bristande incitament hos respondenterna och skevheter i urvalet göra att svaren inte tillräckligt väl fångar de sanna samlade förväntningarna. Terminsräntor å sin sida avspeglar inte enbart penningpolitiska förväntningar utan även riskpremier. Dessa riskpremier måste rensas bort för att man ska få ett rättvisande mått på vilken penningpolitik som marknadsaktörerna väntar sig. Riskpremier, som kan vara positiva eller negativa och variera över tiden, är svåra att skatta.

Riksbanken har utvecklat ett sätt att kvantifiera och illustrera mätosäkerheten i de penningpolitiska förväntningarna genom ett osäkerhetsintervall.⁷¹ Riksbanken räknar med att fortsätta att utveckla och förbättra beräkningen av osäkerhetsintervallet, liksom uppskattningen av de penningpolitiska förväntningarna mer generellt, i takt med att mätmetoderna framöver förfinas.

⁷⁰ Se vidare fördjupningen "Hushållens balansräkning och den makroekonomiska bedömningen" i *Penningpolitisk rapport* februari 2013.

⁷¹ Se vidare fördjupningen "Perspektiv på penningpolitiska förväntningar och terminsräntor" i *Penningpolitisk rapport* februari 2013.

■ KAPITEL 5 – Förutsägbarhet och penningpolitiska förväntningar

Reporäntebesluten 2012 förefaller överlag ha varit något svårare att förutsäga än besluten 2010-2011. När det gäller förväntningar om den framtida reporäntan indikerade enkäter och uppskattningar utifrån terminsräntor att marknadsaktörerna under 2012 räknade med en lägre framtida reporänta än den Riksbanken prognostiserade, på både ett och två års sikt. En förklaring till skillnaderna kan vara att marknaden hade en mer negativ syn på den framtida ekonomiska utvecklingen, men svårigheter att på ett rättvisande sätt mäta marknadens faktiska förväntningar på den framtida penningpolitiken kan också ha spelat in.

Var Riksbankens beslut om reporäntan förutsägbara?

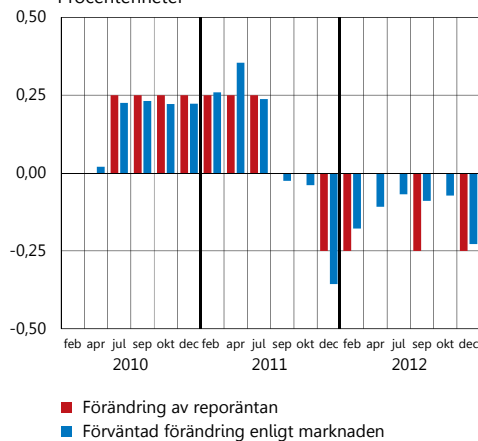
Genom att jämföra Riksbankens beslut om reporäntan 2012 med marknadsaktörernas förväntningar inför varje penningpolitiskt möte kan man bilda sig en uppfattning om i vilken utsträckning räntebesluten var väntade. Diagram 5:1 visar de faktiska förändringarna av reporäntan – sänkningar med 0,25 procentenheter i februari, september och december och oförändrad reporänta vid övriga tillfällen – och ett mått på de reporänteändringar som marknadsaktörerna förväntade sig inför varje penningpolitiskt möte.⁷² Skillnaden mellan staplarna ger alltså ett mått på hur mycket räntebeslutet överraskade marknaden. Denna skillnad visas i diagram 5:2.

Överlag förefaller reporäntebesluten 2012 ha varit något svårare att förutsäga än besluten under 2010–2011. Det som framför allt tycks ha överraskat var när reporäntan hölls oförändrad i april, då marknaden hade räknat med en sänkning, och när räntan sänktes i september, då man hade förväntat sig att räntan skulle sänkas först senare under hösten. Reporäntesänkningen i december förutsågs däremot väl av marknaden.

Riksbankens prognoser för reporäntan och olika mått på förväntningar om den framtida reporäntan

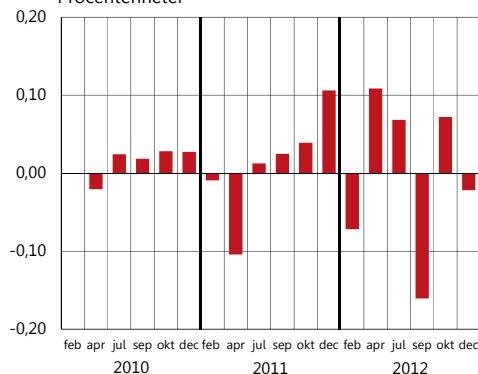
Förväntningar om den framtida reporäntan är inte direkt observerbara men kan uppskattas på i huvudsak två olika sätt: med hjälp av enkätundersökningar, eller genom att man studerar marknadsprissättningen av terminsräntor. Båda metoderna är dock förknippade med olika problem som kan ge upphov till mätfel.

Diagram 5:1. Förändring i reporäntan och förväntad förändring enligt marknaden
Procentenheter



Anm. Se fotnot 72 för ytterligare information.
Källa: Riksbanken

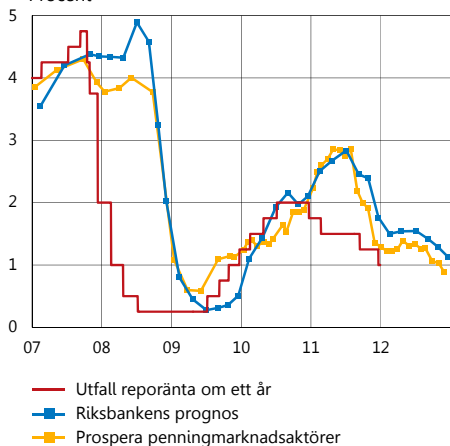
Diagram 5:2. Marknadsöverraskning
Procentenheter



Anm. Marknadsöverraskning mäts som förändringen i en 1-månadersränta vid annonseringstillfället. Se fotnot 72 för ytterligare information.
Källa: Riksbanken

⁷² Den reporänteförändring som marknaden väntat sig beräknas som faktiskt förändring minus ett mått på marknadsöverraskningen. Marknadsöverraskningen definieras som skillnaden mellan den faktiska förändringen av reporäntan och den av marknaden förväntade förändringen, och beräknas som förändringen i en 1-månadersränta mellan annonseringsdagen och dagen före. Eftersom 1-månadersräntan baseras på den förväntade genomsnittliga dagslåneräntan en månad framöver kommer en oväntad reporänteförändring att leda till att 1-månadersräntan ändras på annonseringsdagen när den nya reporäntenivån får genomslag. Riksbanken använder den så kallade STINA-swapräntan för dessa beräkningar. Var gränsen bör gå mellan vad som är en "normal" respektive större överraskning är inte uppenbart. I Riksbankens tertialuppföljningar dras en gräns vid en skillnad mellan faktiskt och förväntad reporänteändring på 5 punkter (0,05 procentenheter).

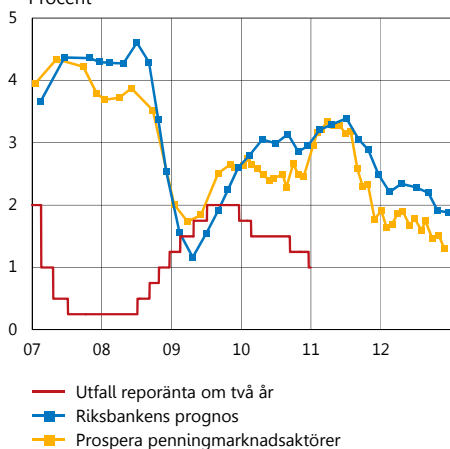
Diagram 5:3. Utfall och Riksbankens prognos för reporäntan samt ränteförväntningar enligt enkäter, ett års sikt
Procent



Anm. De blå punkterna i diagrammet avser den prognos för reporäntan om ett år som Riksbanken gjorde i samband med de penningpolitiska mötena. De gula punkterna avser penningmarknadsaktörernas prognos för reporäntan om ett år enligt enkäter. Utfallen för reporäntan har flyttats bakåt ett år för att kunna jämföras med prognoser och förväntningar för reporäntan.

Källor: TNS SIFO Prospera och Riksbanken

Diagram 5:4. Utfall och Riksbankens prognos för reporäntan samt ränteförväntningar enligt enkäter, två års sikt
Procent



Anm. De blå punkterna i diagrammet avser den prognos för reporäntan om två år som Riksbanken gjorde i samband med de penningpolitiska mötena. De gula punkterna avser penningmarknadsaktörernas prognos för reporäntan om två år enligt enkäter. Utfallen för reporäntan har flyttats bakåt två år för att kunna jämföras med prognoser och förväntningar för reporäntan.

Källor: TNS SIFO Prospera och Riksbanken

■ Ränteförväntningar enligt enkätundersökningar

På uppdrag av Riksbanken genomför TNS Sifo Prospera enkätundersökningar för att mäta penningmarknadsaktörernas förväntningar på reporäntans utveckling. De förväntningar som framgår av enkätsvaren kan sedan jämföras med Riksbankens prognos för reporäntan.

I diagram 5:3 presenteras en sådan jämförelse mellan Riksbankens prognos och marknadens förväntningar på reporäntan om ett år. Den första gula punkten i diagrammet visar vad marknadsaktörerna, enligt den första enkäten 2007, förväntade sig att reporäntan skulle vara om ett år. Den första blå punkten visar på motsvarande sätt vad Riksbanken gjorde för prognos för reporäntan om ett år i den första penningpolitiska rapporten 2007. Det bör noteras att tidpunkten för enkätsvaren och Riksbankens prognostillfällen inte överensstämmer exakt. Detta framgår i diagrammet genom att de gula och blå punkterna inte ligger exakt ovanför eller under varandra. Det betyder att skillnaden mellan ränteförväntningarna och Riksbankens ränteprognos kan bero på ny information som tillkommit under tiden mellan enkätsvaren och de penningpolitiska besluten. Den röda linjen i diagrammet visar det faktiska utfallet för reporäntan, tidsförskjutet för att underlätta en jämförelse med förväntningarna.

Som framgår av diagram 5:3 visade Riksbankens ränteprognoser under 2012 i huvudsak på fortsatta nedrevideringar av reporäntan på ett års sikt och den synen delades av aktörerna på penningmarknaden. Marknadsaktörerna förväntade sig dock en något lägre reporänta än vad Riksbanken prognostiserade. Skillnaden mellan deras bedömningar och Riksbankens prognoser var i genomsnitt 0,2 procentenheter under året.

Diagram 5:4 visar motsvarande prognoser och förväntningar för reporäntan på två års sikt, samt utfallen tidsförskjutna två år. Även här reviderade Riksbanken och marknadsaktörerna ned sina prognoser för reporäntan, men skillnaden mellan bedömningarna av räntenivån i slutet av prognosperioden var större än på ett års sikt. Under 2012 förväntade sig marknadsaktörerna att reporäntebanan två år senare, det vill säga i slutet av 2014, i genomsnitt skulle vara 0,4 procentenheter lägre än vad Riksbankens prognoser indikerade.

■ Ränteförväntningar enligt marknadsprissättningen

Enligt den så kallade förväntningshypotesen avspeglar terminsräntor marknadsaktörernas förväntningar på den framtida reporäntan.⁷³ I praktiken innehåller dock terminsräntor inte enbart penningpolitiska förväntningar utan även riskpremier. För att räkna fram ränteförväntningarna ur terminsräntorna måste man därför rensa bort dessa riskpremier.⁷⁴ Att rensa för riskpremier är dock komplicerat, eftersom dessa kan vara både positiva och negativa och variera över tiden på

⁷³ En terminsränta avser en ränta på ett framtida lån. I analysen av penningpolitiska förväntningar avses räntan på ett dagslån. Terminsräntor kan vara direkt avlästa från marknadspriser på terminskontrakt eller beräknade implicit från så kallade spoträntor (exempelvis obligationsräntor).

⁷⁴ Begreppet riskpremier som används här kallas ibland för löptidspremier.

ett sätt som är svårt att fånga i beräkningar.⁷⁵ Riskpremier är normalt sett högre ju längre horisont som räntorna avser. En tumregel som Riksbanken använder för att justera terminsräntorna för en genomsnittlig riskpremie är 1 räntepunkt multiplicerat med horisonten angiven i månader.⁷⁶ Den genomsnittliga riskpremie för en terminsränta på två års horisont antas således vara 24 räntepunkter.

Diagram 5:5 visar Riksbankens prognos för reporäntan om ett år i jämförelse med marknadsaktörernas förväntningar på reporäntan ett år framåt, uppskattade från terminsräntorna.⁷⁷ Diagram 5:6 visar motsvarande jämförelse på två års sikt. I diagrammen visas även utfallen av reporäntan tidsförskjutna ett respektive två år.

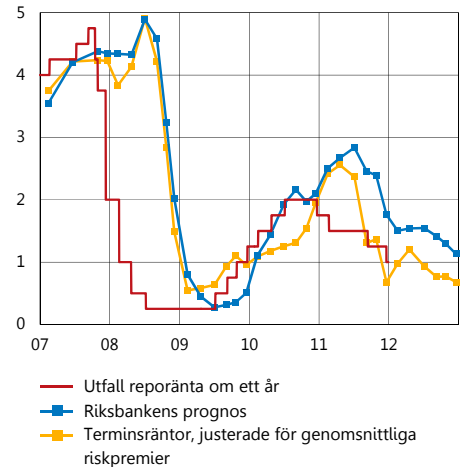
Av diagram 5:5 och 5:6 framgår att ränteförväntningarna uppskattade från marknadens prissättning också skilde sig från Riksbankens prognoser för reporäntan. Men skillnaderna i bedömningen av den framtida räntenivån är här större än för enkäterna. Exempelvis tydde marknadsprissättningen i december 2012 på att marknadsaktörerna förväntade sig en reporänta under 1 procent på två års sikt medan Riksbanken prognostiserade att reporäntan skulle vara strax under 2 procent.

Det kan finnas flera tänkbara förklaringar till skillnaden mellan dessa uppskattningar av marknadsaktörernas förväntningar och Riksbankens ränteprogner. En anledning kan vara att aktörerna på penningmarknaden har haft en annan syn på den framtida ekonomiska utvecklingen än Riksbanken, vilket bland annat skulle innebära en annan syn på den framtida reporäntan. En annan anledning kan vara att riskpremierna under dessa perioder har varit lägre än det beräknade genomsnitt som Riksbankens justering av terminsräntorna utgår från. Detta mätproblem kan leda till att de vanliga mätmotoderna har överskattat riskpremie och därmed har underskattat de faktiska förväntningarna på styrräntan. Antagligen bidrar bägge dessa faktorer till att förklara skillnaden, men det är svårt att avgöra i vilken utsträckning. Hur hög reporäntan kommer att vara på något års sikt är givetvis något som återstår att se.

■ Olika syn på den framtida ekonomiska utvecklingen tänkbar förklaring till skillnader

Om marknadsaktörernas förväntade sig en svagare utveckling av tillväxten i Sverige och i omvärlden än Riksbanken kan de av det skälet ha förväntat sig en lägre inflation än vad Riksbanken gjorde i sina prognoser. Skillnader i de makroekonomiska bedömningarna skulle alltså kunna föranleda att marknadsaktörerna förväntade sig en lägre reporäntebana än den i Riksbankens prognos.

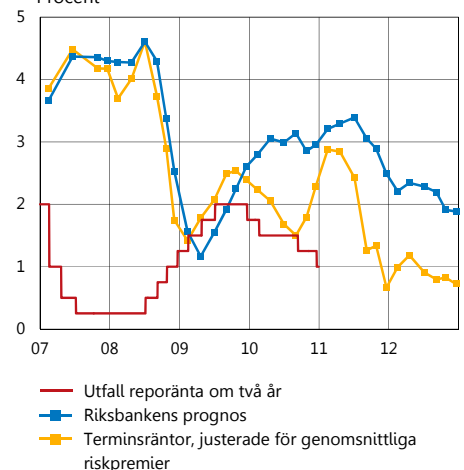
Diagram 5:5. Utfall och Riksbankens prognos för reporäntan samt ränteförväntningar enligt marknadspriser, ett års sikt
Procent



Anm. De blå punkterna i diagrammet avser den prognos för reporäntan om ett år som Riksbanken gjorde i samband med de penningpolitiska mötena. De gula punkterna avser marknadsförväntningarna på reporäntan ett år framåt beräknade utifrån marknadsprissättningen. Utfallen för reporäntan har flyttats bakåt ett år för att kunna jämföras med prognoser för reporäntan och marknadsförväntningarna. Terminsräntorna är justerade för genomsnittliga riskpremier motsvarande en räntepunkt per månads löptid.

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Diagram 5:6. Utfall och Riksbankens prognos för reporäntan samt ränteförväntningar enligt marknadspriser, två års sikt
Procent



Anm. De blå punkterna i diagrammet avser den prognos för reporäntan om två år som Riksbanken gjorde i samband med de penningpolitiska mötena. De gula punkterna avser marknadsförväntningarna på reporäntan två år framåt beräknade utifrån marknadsprissättningen. Utfallen för reporäntan har flyttats bakåt två år för att kunna jämföras med prognoser för reporäntan och marknadsförväntningarna. Terminsräntorna är justerade för genomsnittliga riskpremier motsvarande en räntepunkt per månads löptid.

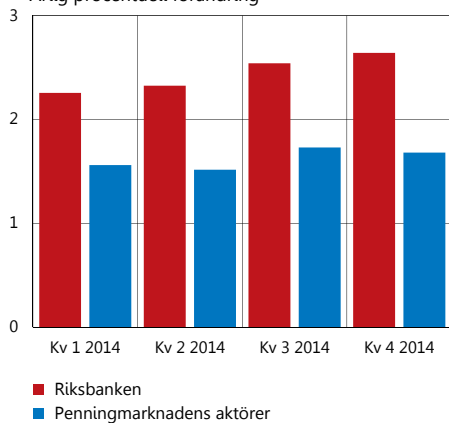
Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

⁷⁵ Se fördjupningen "Perspektiv på penningpolitiska förväntningar och terminsräntor" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2013, Sveriges riksbank.

⁷⁶ En räntepunkt motsvarar en hundraedels procentenhet.

⁷⁷ Reporänteförväntningarna avser marknadsprissättningen samma dag som Riksbankens ränteprogner publicerades.

Diagram 5:7. Riksbankens BNP-prognoser och BNP-förväntningar hos penningmarknadens aktörer 2012 i genomsnitt på två års sikt
Årlig procentuell förändring



Anm. Riksbankens prognoser avser de senaste prognoser som fanns publicerade vid tidpunkterna för Prosperas mätningar.

Källor: TNS SIFO Prospera och Riksbanken

Riksbanken har visserligen ingen information om exakt vilken bedömning av den ekonomiska utvecklingen som ligger till grund för marknadsaktörernas ränteprogner. Genom att jämföra enkätsvaren från penningmarknadens aktörer med Riksbankens prognoser för sådana variabler som BNP och inflation kan man dock få en uppfattning om eventuella skillnader i synen på den ekonomiska utvecklingen. Diagram 5:7 visar att penningmarknadsaktörernas förväntningar på den inhemska BNP-tillväxten på två års sikt under 2012 var lägre än Riksbankens prognoser. Aktörerna på penningmarknaden förväntade sig också i genomsnitt en lägre KPI-inflation än Riksbanken (se diagram 3:15).

■ Mätproblem en annan tänkbar förklaring

En annan förklaring kan vara att de senaste årens oro på de finansiella marknaderna har lett till att de vanliga mätmetoderna som utgår från terminsräntor har överskattat riskpremien och därmed underskattat de faktiska förväntningarna på styrräntan.

Den finansiella oron ledde till en ökad efterfrågan på statspapper och andra placeringar som upplevdes som säkra. Räntorna i de länder vars statspapper upplevts som säkra placeringar kan därför ha sjunkit mer än vad som motiveras av förväntningarna på framtida styrräntor. Låga eller till och med negativa riskpremier pressade på detta sätt ned räntorna. Arbitragehandel – det vill säga, köp och försäljning av finansiella instrument i syfte att utnyttja obalanser i pris-sättningen mellan olika marknader – kan i sin tur ha medfört att även räntor med kortare löptid och på andra ränteinstrument än statspapper har sjunkit. Detta gäller även de terminsräntor som normalt sett används för att mäta penningpolitiska förväntningar.

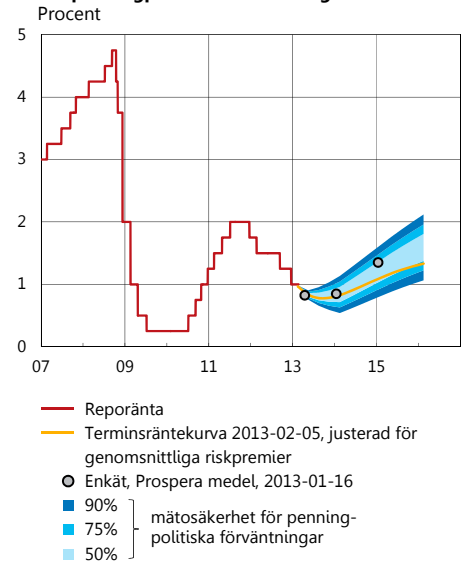
Om mätmetoden inte tar hänsyn till denna utveckling överskattas riskpremien, vilket innebär att man rensar bort för stora riskpremier när ränteförväntningarna räknas fram. Den förväntade repo-räntan skulle i så fall se ut att vara lägre än den faktiskt är.

■ **Mätosäkerheten kan uppskattas genom att kombinera information från olika metoder**

Eftersom de olika sätten att mäta penningpolitiska förväntningar inte är exakta uppstår mätosäkerhet.⁷⁸ Det finns olika metoder att försöka uppskatta de penningpolitiska förväntningarna utifrån marknadsprissättningen. Vissa metoder försöker rensa terminsräntorna från riskpremier genom att uppskatta de genomsnittliga riskpremierna för olika horisonter. Till exempel bygger Riksbankens tumregel på sådana metoder. Riksbanken använder även andra metoder som avser att beräkna hur riskpremien utvecklas över tiden för att därigenom få ett mått på vad riskpremien är vid varje enskilt tillfälle.

Men olika metoder kan ge mycket olika resultat, vilket visar hur svårt det är att identifiera riskpremier. En fördel med enkäter är att de ger ett direkt mått på de penningpolitiska förväntningarna. Men även enkäter kan vara behäftade med mätfel, till exempel genom att urvalet inte är representativt eller att respondenterna inte har tillräckliga incitament att ge svar som reflekterar deras sanna förväntningar. Genom att observera spridningen mellan olika metoders mått på marknadsaktörernas ränteförväntningar kan man dock få en uppfattning om hur stor mätosäkerheten är (se diagram 5:8).⁷⁹

Diagram 5:8. Intervall som avspeglar mätosäkerhet om penningpolitiska förväntningar



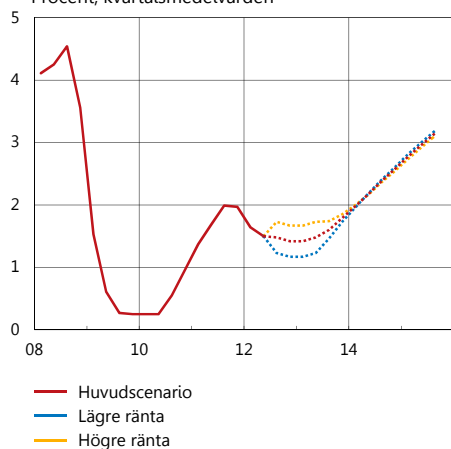
Anm. Bredden på intervallet är beräknad utifrån spridningen mellan olika mått på penningpolitiska förväntningar för respektive horisont, plus ett antagande om normalfördelad spridning. Intervallet är sedan centrerat kring medelvärdet av Riksbankens ordinarie mått på penningpolitiska förväntningar (Prospera-enkäter och riskpremiejusterade terminsräntor).
Källor: Reuters EcoWin, TNS SIFO Prospera och Riksbanken

⁷⁸ *Mätosäkerhet* avser osäkerheten om vad marknadsaktörerna har för förväntningar om den framtida reporäntan. Detta begrepp skiljer sig från *prognososäkerhet* som är den osäkerhet som finns om vad reporäntan kommer att bli i framtiden.

⁷⁹ Se fördjupningen "Perspektiv på penningpolitiska förväntningar och terminsräntor" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2013, Sveriges riksbank, för ett exempel på hur intervall för mätosäkerheten kan konstrueras. Se även fördjupningen "Riksbankens utvecklingsarbete 2012-2013".

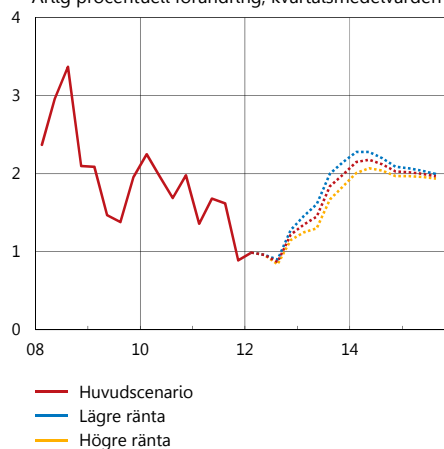
Appendix

Diagram A1. Olika ränteantaganden, juli 2012
Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

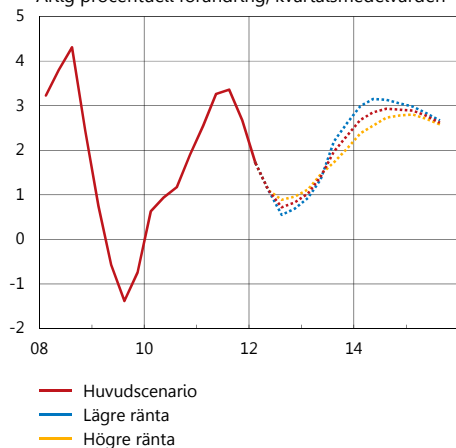
Diagram A2. KPIF, prognoser i juli 2012
Årtlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

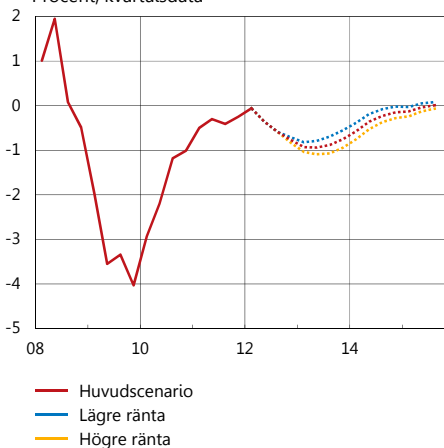
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A3. KPI, prognoser i juli 2012
Årtlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



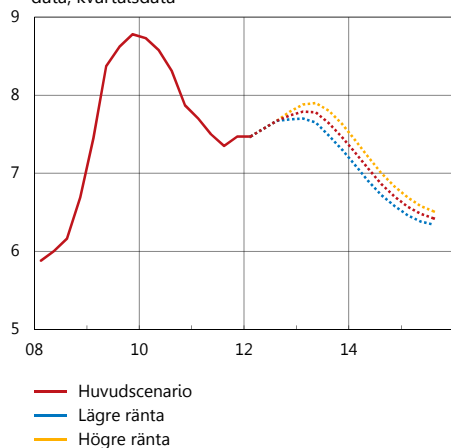
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A4. Timgap, prognoser i juli 2012
Procent, kvartalsdata



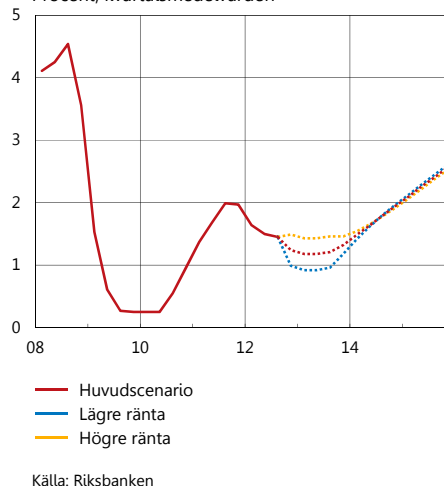
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A5. Arbetslöshet, prognoser i juli 2012
Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data, kvartalsdata



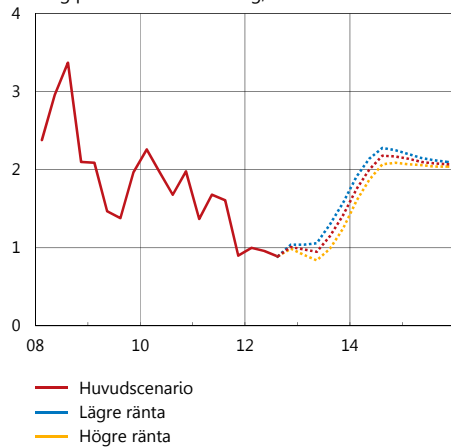
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A6. Olika ränteantaganden, oktober 2012
Procent, kvartalsmedelvärden



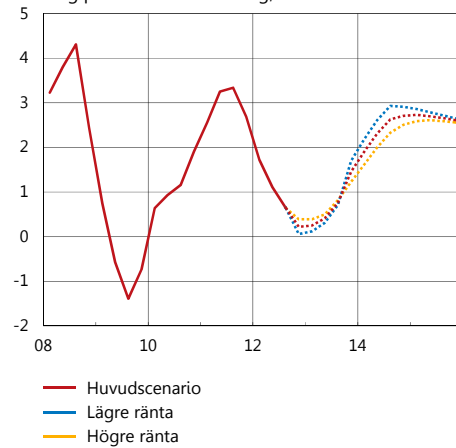
Källa: Riksbanken

Diagram A7. KPIF, prognoser i oktober 2012
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



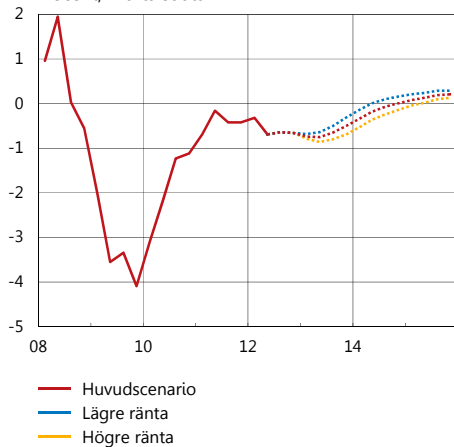
Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A8. KPI, prognoser i oktober 2012
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



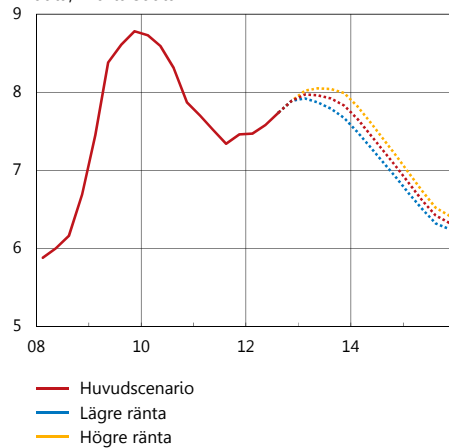
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A9. Timgap, prognoser i oktober 2012
Procent, kvartalsdata



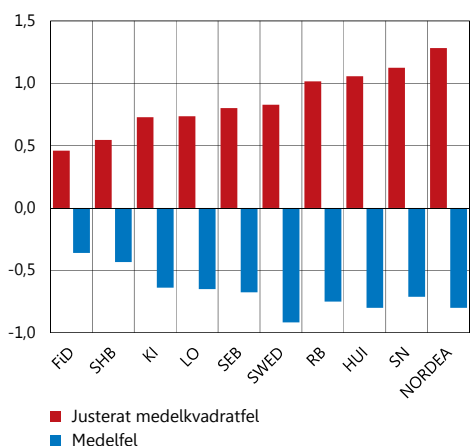
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A10. Arbetslöshet, prognoser i oktober 2012
Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data, kvartalsdata



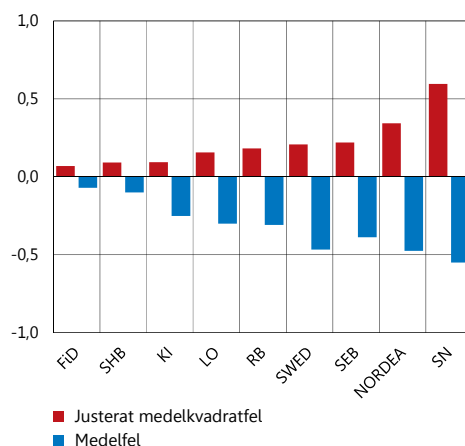
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A11. Prognosfel för KPI-inflationen 2012 hos olika bedömare



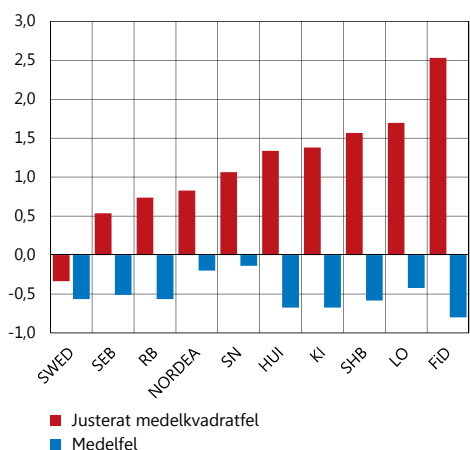
Anm. FiD = Finansdepartementet, HUI = Handelns Utredningsinstitut, KI = Konjunkturinstitutet, RB = Riksbanken, SHB = Svenska Handelsbanken, SN = Svenskt Näringsliv och SWED = Swedbank.
Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

Diagram A12. Prognosfel för KPIF-inflationen 2012 hos olika bedömare



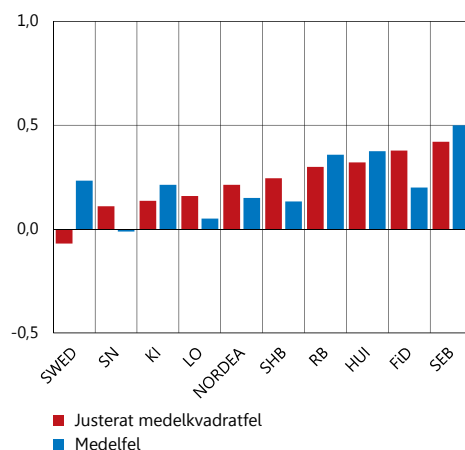
Anm. Se diagram A11 för en förklaring av förkortningarna.
Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

Diagram A13. Prognosfel för BNP-tillväxten 2012 hos olika bedömare



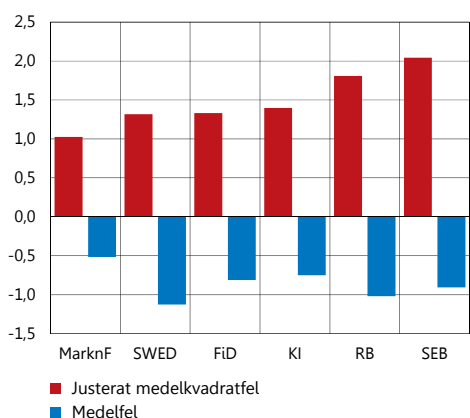
Anm. Se diagram A11 för en förklaring av förkortningarna.
Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

Diagram A14. Prognosfel för arbetslösheten 2012 hos olika bedömare



Anm. Se diagram A11 för en förklaring av förkortningarna.
Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

Diagram A15. Prognosfel för reporäntan i slutet av 2012 hos olika bedömare



Anm. Se diagram A11 för en förklaring av förkortningarna. MarknF = Marknadsförväntningarna beräknade utifrån marknadsprissättningen. Terminräntorna är justerade för genomsnittliga riskpremier motsvarande en räntepunkt per månads löptid. Riksbankens kvartalsprognoser har interpolerats till dagsvärden för att få fram ett värde i slutet av året.
Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

Tabell A1. Test av alla individspecifika effekter lika (H0) mot att någon skiljer sig (HA)
P-värde mindre än signifikansnivå förkastar nollhypotesen

BNP	Arbetslöshet	KPI	KPIF	Reporänta
0,89	0,09*	0,86	0,35	0,85

Anm. De studerade perioderna är 1999-2012 för BNP, arbetslöshet och KPI, 2007-2012 för reporäntan och 2008-2012 för KPIF. För 2008-2009 ingår delvis prognoser för KPIX istället för KPIF. * markerar att resultatet är signifikant på 10-procentsnivån.

Källa: Riksbanken

Tabell A2. Test om Riksbanken är lika bra som annan prognosmakare (H0) eller signifikant bättre eller sämre än annan prognosmakare (HA)
P-värde mindre än signifikansnivå förkastar nollhypotesen

	BNP	Arbetslöshet	KPI	KPIF	Reporänta
FiD	0,47	0,42	0,57	0,48	0,41
HUI	0,24	0,87	0,96		
KI	0,29	0,36	0,73	0,95	0,52
LO	0,94	0,95	0,17	0,98	
Nordea	0,94	0,85	0,78	0,86	
SEB	0,99	0,04**	0,56	0,26	0,17
SHB	0,52	0,35	0,95	0,14	
SN	0,31	0,70	1,00	0,03**	
SWED	0,53	0,51	0,26	0,97	0,29
MarknF					0,47

Anm. De studerade perioderna är 1999-2012 för BNP, arbetslöshet och KPI, 2007-2012 för reporäntan och 2008-2012 för KPIF. För 2008-2009 ingår delvis prognoser för KPIX istället för KPIF. ** markerar att resultatet är signifikant på 5-procentsnivån. SEB gör signifikant bättre prognoser för arbetslösheten och SN signifikant sämre prognoser för KPIF-inflationen. FiD = Finansdepartementet, HUI = Handels Utredningsinstitut, KI = Konjunkturinstitutet, SHB = Svenska Handelsbanken, SN = Svenskt Näringsliv, SWED = Swedbank och MarknF = Marknadsförväntningar beräknade utifrån marknadsprissättningen.

Källa: Riksbanken

Sveriges riksbank
103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel 08-787 00 00
Fax 08-21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se



PRODUKTION: SVERIGES RIKSBANK. TRYCK: TMG STHLM AB
ISBN 978-91-89612-60-0