



Redogörelse för penning- politiken

2013

Redogörelse för penningpolitiken 2013

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 undersöker måluppfyllelsen 2013, medan kapitel 3 redogör för den penningpolitik som bedrivits under året. Kapitel 4 analyserar träffsäkerheten i prognoserna. Rapporten innehåller också ett antal fördjupningar om sambandet mellan den låga inflationen och kostnadsutvecklingen, om den svenska arbetsmarknaden och om finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen.

Rapporten kallades tidigare Underlag för utvärdering av penningpolitiken. Redogörelsen för penningpolitiken 2013 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.

Tryck: TMG Sthlm AB, mars 2014

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: Riksbankens utvecklingsarbete 2013 **9**
 - Fördjupning: Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen **11**
- KAPITEL 2 – Måluppfyllelse **15**
 - Fördjupning: Kostnadsutvecklingen och inflationen **23**
- KAPITEL 3 – Penningpolitiken 2013 **27**
 - Fördjupning: Perspektiv på utvecklingen på svensk arbetsmarknad **38**
- KAPITEL 4 – Prognosförmåga **41**
- APPENDIX **45**

■ KAPITEL 1 – Sammanfattning

Under 2013 blev inflationen lägre än Riksbankens mål på 2 procent och resursutnyttjandet i ekonomin var lägre än normalt. KPIF-inflationen uppgick till i genomsnitt 0,9 procent medan KPI-inflationen, som inkluderar direkta effekter av tidigare räntesänkningar, var 0 procent i genomsnitt. Inflationen var låg redan vid ingången av 2013, till en del som ett resultat av en överraskande försvagning av konjunkturen 2011–2012. För att motverka konjunkturförsvagningen och få upp inflationen mot målet sänkte Riksbanken i olika steg reporäntan från 2 till 1 procent mellan slutet av 2011 och slutet av 2012. Riksbankens inflationsprognoser indikerade att inflationen skulle vara fortsatt låg 2013 men vända uppåt under året. Så blev dock inte fallet. I stället minskade inflationen ytterligare mot slutet av 2013. Som en följd av detta och av att även prognosen för inflationen reviderades ned sänkte en enig direktionsreporäntan till 0,75 procent i december. Samtidigt kvarstod bedömningen att hushållens skuldsättning fortsatte att utgöra en risk och att åtgärder inom flera politikområden behövs för att hantera denna risk.

Inflationen fortsatt låg 2013

Inflationen mätt med KPI uppgick till i genomsnitt 0 procent 2013 (se diagram 1:1). Den låga KPI-inflationen hängde till stor del samman med att hushållens räntekostnader för bolån sjönk, främst till följd av Riksbankens sänkningar av reporäntan med sammanlagt 1 procentenhet från december 2011 till december 2012. Men även inflationen mätt med KPIF, som inte inkluderar sådana ränteeffekter, var låg 2013 och uppgick till i genomsnitt 0,9 procent.

Under 2013 ökade BNP med 1,5 procent, vilket innebar en starkare tillväxt än 2012 men lägre än ett historiskt genomsnitt (se diagram 1:2). Den svaga tillväxten i framför allt euroområdet bidrog till att den svenska exporten minskade, liksom investeringarna. Hushållens konsumtion utvecklades dock relativt väl.

Antalet sysselsatta fortsatte att öka vilket det gjort trendmässigt sedan 2010. Arbetslösheten har dock samtidigt hållits uppe eftersom även antalet personer i arbetskraften har ökat. I genomsnitt uppgick arbetslösheten till 8 procent 2013. Olika mått och indikatorer pekar på att resursutnyttjandet var lägre än normalt under året.

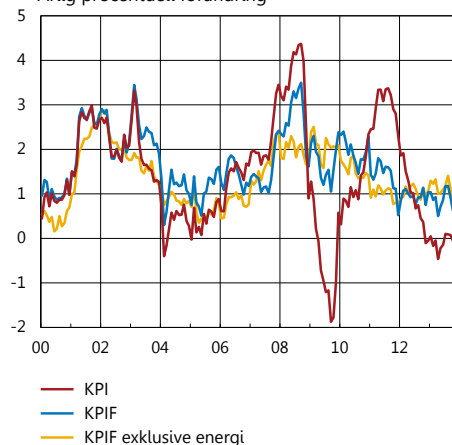
Inflationsförväntningarna på fem års sikt sjönk något under loppet av 2013. De låg dock fortsatt nära 2 procent, vilket tyder på ett fortsatt gott förtroende för Riksbankens inflationsmål.

Överskattning av inflationen 2013

■ Svagare internationell och inhemsk efterfrågan än väntat

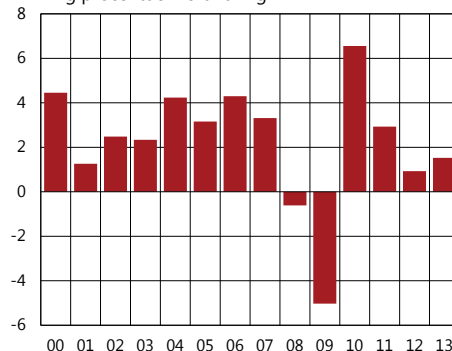
Det var framför allt genom den penningpolitik som fördes 2011–2012 som Riksbanken hade en möjlighet att påverka utfallet för inflationen 2013, eftersom det tar tid innan penningpolitiken får sitt fulla genomslag. De prognoser som Riksbanken gjorde 2011 överskattade såväl tillväxten som inflationen 2013 (se diagram 1:3 och 1:4). Följaktligen överskattades också utvecklingen av reporäntan. Prognoserna 2011 präglades av att den svenska ekonomin hade återhämtat sig

Diagram 1:1. Inflationsutvecklingen
Årlig procentuell förändring



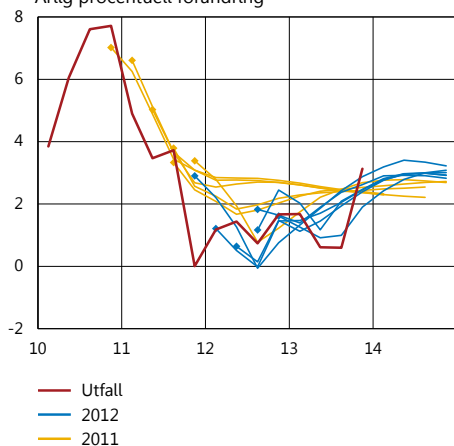
Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källa: SCB

Diagram 1:2. BNP i Sverige
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

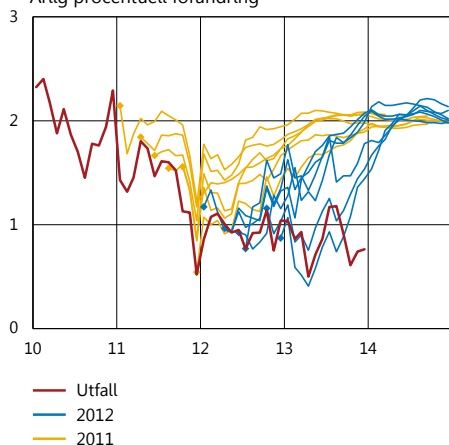
Diagram 1:3. BNP-tillväxt, utfall och prognoser
Årlig procentuell förändring



Anm. De gula och blåa linjerna avser Riksbankens prognoser under 2011–2012. Markeringarna visar startpunkten för varje prognos och kan därför avvika från senaste utfall för den tidpunkten.

Källor: SCB och Riksbanken

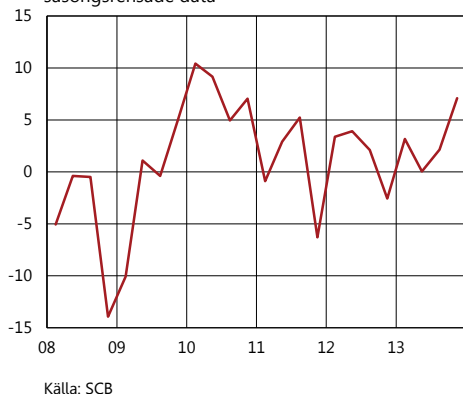
Diagram 1:4. KPIF, utfall och prognoser
Årlig procentuell förändring



Anm. Se anmärkningen till diagram 1:3. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:5. BNP
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källa: SCB

snabbt efter det stora BNP-fallet i samband med finanskrisens mest akuta fas och såg ut att börja växa i mer normal takt. Under andra halvåret försämrades dock de globala tillväxtutsikterna och i slutet av 2011 fanns det tydliga tecken på att tillväxten även i Sverige bromsat in kraftigt. I december 2011 och februari 2012 sänkte Riksbanken reporäntan och samtidigt reviderades prognoserna för BNP-tillväxten och inflationen 2013 ned. Prognoserna låg dock fortfarande över det som skulle visa sig bli utfallen.

Världsekonomin fortsatte att dämpas under 2012. Utvecklingen i framför allt euroområdet var svag och hämmades av oro kring de höga offentliga skulderna i många länder och finanspolitiska åtstramningar. Men under större delen av året var utvecklingen i Sverige god jämfört med i euroområdet. Det berodde till stor del på att den inhemska efterfrågan var förhållandevis hög. Men mot slutet av året märktes en tydlig inbromsning även i den svenska ekonomin och reporäntan sänktes på nytt (se diagram 1:5). Inbromsningen motiverade en nedrevidering av prognosen för BNP-tillväxten 2013 men utvecklingen visade sig inte bli riktigt lika svag som det fanns skäl att tro i slutet av 2012 och början av 2013.

De inflationsprognoser som Riksbanken gjorde i slutet av 2012 var relativt träffsäkra. Men även dessa prognoser innehöll en uppgång under slutet av 2013 som sedermera inte kom att realiseras. Bland annat avtog ökningstakten i tjänstepriserna på ett överraskande sätt.

Sammantaget reviderade alltså Riksbanken under perioden 2011–2012 ned BNP- och inflationsprognoserna för 2013 i takt med att utfallen blev lägre än väntat. En händelse som inte fångades i prognoserna var den oväntat kraftiga internationella konjunktursvågningen under andra halvåret 2011 som dämpade tillväxten och inflationen i slutet av 2011 och början av 2012. Inflationstrycket dämpades ytterligare under mitten av 2012 av bland annat en oväntat snabb kronförstärkning som pressade ner importpriserna ännu mer.

Mot bakgrund av det låga inflationstrycket och de svaga konjunktutsikterna var det väntat att inflationen 2013 skulle bli låg. Den låga inflationen under 2013 hade delvis att göra med låga importpriser som bidrog till att dämpa företagens kostnader för insatsvaror. Under 2013 blev det också tydligt att företagen sedan en tid tillbaka haft oväntat svårt att föra vidare ökning av arbetskostnaderna till konsumenterna, vilket gjort att priserna stigit överraskande långsamt i förhållande till kostnaderna. Detta var en bidragande faktor till att inflationen under 2013 var låg, även om det finns tecken på att detta gällde i mindre utsträckning än under 2012.

Riksbankens prognoser 2011–2012 överskattade således utfallen för inflationen 2013. Eftersom penningpolitiken baserades på dessa prognoser kan man med facit i hand konstatera att den hade kunnat vara ännu mer expansiv än den faktiskt var. Men de beslut som fattas vid varje givet tillfälle baseras på den information som just då finns tillgänglig. En mer expansiv politik hade dessutom kunnat öka riskerna förknippade med hushållens skulder och bostadsmarknaden.

■ **Den låga inflationen 2013 överraskade de flesta bedömare**

En jämförelse av prognoserna visar att samtliga bedömare under första halvåret 2012 trodde på en något starkare konjunkturutveckling och högre inflation 2013 än vad som blev fallet och följaktligen att reporäntan skulle bli högre än vad som blev fallet (se diagram 1:6 och 1:7). Riksbanken tillhörde dock fram till hösten 2012 de prognosmakare vars prognoser för inflationen och reporäntan 2013 låg längst från utfallet. Under hösten 2012 reviderade Riksbanken, liksom andra bedömare, ned utsikterna för inflation och reporänta 2013 till nivåer som var mer i linje med de slutliga utfallen.

När man studerar hur prognoserna utvecklats blir det tydligt att det inträffat händelser som alla bedömare hade svårt att förutse. Med tanke på att de flesta bedömares prognoser vanligtvis brukar utvecklas på ett liknande sätt och ofta ligger relativt nära varandra är detta inte så förvånande. En utvärdering av prognoserna gjorda under perioden 2007–2013 visar att skillnaderna mellan olika bedömares prognosförmåga är små och överlag inte statistiskt säkerställda (se kapitel 4).

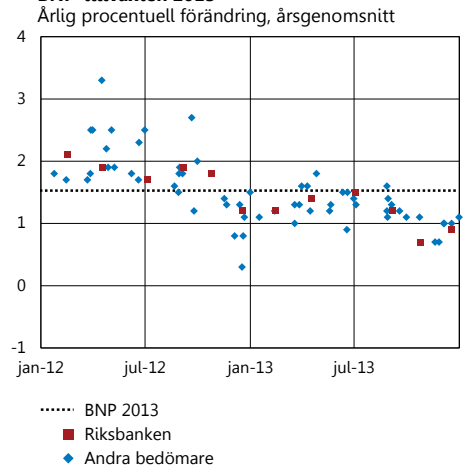
Expansiv penningpolitik under 2013

Mot bakgrund av den fortsatt svaga konjunkturen och det låga inflationstrycket var direktionen under 2013 enig om att penningpolitiken behövde vara fortsatt expansiv (se diagram 1:8). Under större delen av året rådde dock delade meningar om exakt hur expansiv den behövde vara och vad som utgjorde en väl avvägd penningpolitik.

Den viktigaste skiljelinjen gällde synen på i vilken utsträckning hänsyn behövde tas till riskerna förknippade med hushållens skulder (se diagram 1:9) och utvecklingen på bostadsmarknaden. Å ena sidan kan långvarigt låga räntor bidra till att skapa orealistiska förväntningar om framtida räntor och bostadspriser, vilket innebär risker för hållbarheten i den ekonomiska utvecklingen. Detta kan motivera en något mindre expansiv penningpolitik som låter det ta något längre tid för inflationen att komma tillbaka till målet. Å andra sidan kan en mindre expansiv politik leda till lägre inflation och ekonomisk aktivitet på kortare sikt.

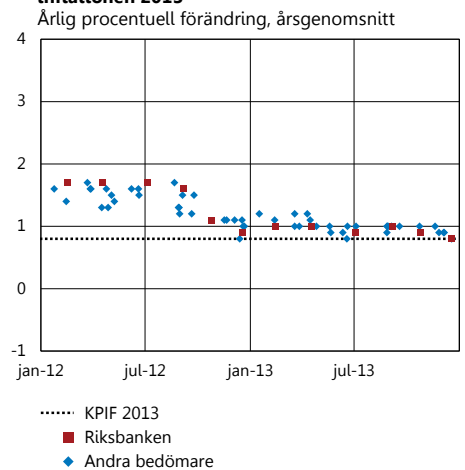
Denna avvägning ställdes på sin spets mot slutet av året. Inflation utfallen hade under hösten blivit överraskande låga, trots att konjunkturen både i Sverige och i omvärlden utvecklats ungefär som förväntat under större delen av året. Ökningen i tjänstepriserna började avta på bred front och det tydde på att det underliggande inflationstrycket var lägre än vad Riksbanken tidigare räknat med.

Diagram 1:6. Prognoser 2012–2013 för BNP-tillväxten 2013



Anm. Andra bedömare är Finansdepartementet, HUI Research AB, Konjunkturinstitutet, LO, Nordea, SEB, Svenska Handelsbanken, Svenskt Näringsliv och Swedbank.
 Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

Diagram 1:7. Prognoser 2012–2013 för KPIF-inflationen 2013



Anm. Andra bedömare avser de som anges i diagram 1:6 utom HUI Research AB. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
 Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

Diagram 1:8. Reporänta

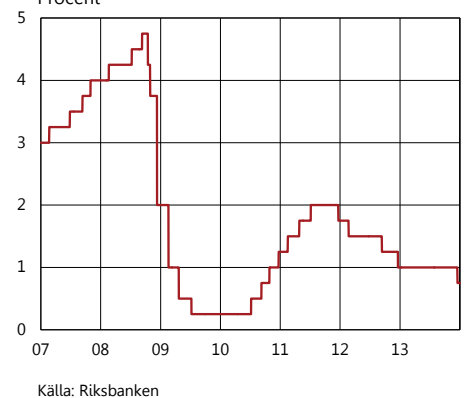


Diagram 1:9. Hushållens skulder

Procent av disponibel inkomst



Källa: SCB

Mot bakgrund av denna utveckling sänkte en enig direktion reporäntan med 0,25 procentenheter i december till 0,75 procent och reviderade ned prognosen för reporäntan. Liksom tidigare handlade beslutet om en avvägning mellan hur låg räntan behövde vara för att inflationen skulle närma sig målet tillräckligt snabbt och de ökade risker förknippade med hushållens höga skuldsättning som en låg ränta kan medföra. Trots att hushållens skuldsättning alltjämt bedömdes utgöra en risk på längre sikt ansågs det oväntat låga inflationstrycket väga tyngre vilket motiverade en mer expansiv politik.

■ Riksbankens utvecklingsarbete 2013

Riksbanken bedriver löpande ett utvecklingsarbete för att de penningpolitiska besluten ska baseras på ett så bra underlag som möjligt. Under året har det bland annat genomförts projekt med syfte att fördjupa kunskaperna om hur finansiella risker, och instrument som motverkar dessa risker, påverkar makroekonomin och vilka implikationer detta har för penningpolitiken.

Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen

Inom ramen för detta projekt arbetar Riksbanken med att utveckla en tankeram för hur riskerna för finansiella obalanser, och de kostnader sådana medför, kan inkluderas i det penningpolitiska beslutsunderlaget. Utifrån svenska och internationella erfarenheter studeras de tänkbara konsekvenserna av en finansiell kris för den makroekonomiska utvecklingen. Vidare analyseras vad som påverkar risken för att en kris ska uppstå och möjligheterna för penningpolitiken att påverka den risken. Mer specifikt analyseras sambandet mellan realräntan och skuldsättningen i ett längre tidsperspektiv.

Stommen till en tankeram har tagits fram under 2013 och har bland annat rapporterats i fördjupningar i de penningpolitiska rapporterna. Denna beskrivs även i fördjupningen "Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen" i detta kapitel. Tankeramen illustrerar att hänsyn till finansiella obalanser i penningpolitiken innebär en avvägning mellan att å ena sidan stabilisera inflationen och realekonomin i ett mer kortsiktigt perspektiv och att å andra sidan minska riskerna för en ofördelaktig makroekonomisk utveckling på längre sikt.

Analysen av risker för finansiella obalanser och hur hänsyn till dessa ska tas i de penningpolitiska avvägningarna är ett viktigt utvecklingsarbete som kommer att fortsätta under 2014.

Makrotillsyn från ett penningpolitiskt perspektiv

Under 2013 drevs ett projekt inom Riksbanken med syfte att öka kunskapen om sambanden mellan makrotillsynen och penningpolitiken. Vissa makrotillsynsverktyg, till exempel kontracykliska kapitalbuffertar, påverkar förhållandena på finansiella marknader genom delvis samma kanaler som penningpolitiken.

Inom ramen för detta projekt analyseras vilka effekter makrotillsynsverktyg har och kan tänkas få på såväl riskerna för finansiella obalanser på längre sikt som realekonomin och inflationen på kortare sikt. En central fråga är sedan hur förutsättningarna för penningpolitiken påverkas av sådana effekter. Den analysen har kopplingar till analysen av finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen.²

En del av den analys som genomfördes under året har rapporterats i en artikel i Riksbankens tidskrift *Penning- och valutapolitik*.³

² Se även fördjupningen "Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen".

³ Se Jonsson, Magnus och Moran, Kevin, Kopplingarna mellan penningpolitik och makrotillsyn, *Penning- och valutapolitik*, 2014:1, Sveriges riksbank.

I artikeln beskrivs bland annat hur penningpolitiken kan tänkas reagera på införandet av en kontracyklisk kapitalbuffert. Analysen visar bland annat att penningpolitikens reaktion blir större om ekonomins konjunkturvariationer drivs av efterfrågestörningar än om de drivs av utbudsstörningar.

Även analysen av sambandet mellan makrotillsyn och penningpolitik kommer att fortsätta under 2014.

Översyn av det penningpolitiska styrsystemet

Under 2013 slutförde Riksbanken en översyn av det penningpolitiska styrsystemet. Inom ramen för översynen undersöktes om det nuvarande styrsystemet är ändamålsenligt. Dessutom ingick i projektet bland annat att förklara hur Riksbankens nuvarande styrsystem fungerar och att ta fram en översikt av principerna för ett bra styrsystem. Översynen ska publiceras som en Riksbanksstudie under våren 2014.

Riksbankens forskningsarbete under 2013

Under året fokuserade Riksbankens forskning bland annat på att analysera finansiella stabilitetsrisker och sambandet mellan dessa risker och makroekonomin. Bland annat undersöktes hur svenska hushåll hanterade de två kanske viktigaste riskerna som kan äventyra deras bostadsinvesteringar: risken för arbetslöshet och risken för fall i bostadspriserna.

Riksbankens forskningsenhet anordnade i september en internationell konferens kring "finansiella bubblor" med empiriska och framför allt teoretiska bidrag om bubblors uppkomst och deras hantering. Konferensen hade som syfte att både presentera nya rön och söka fastställa kunskapsläget: vad vet vi om bubblor och vad behöver vi förstå bättre?

Nytt databibliotek till stöd för prognosarbetet

Under senare år har Riksbanken bedrivit ett projekt som syftat till att skapa ett databibliotek för att på ett mer effektivt och kvalitetssäkert sätt kunna hantera de data som används och genereras i den penningpolitiska processen. Under 2013 implementerades detta databibliotek i det praktiska arbetet.

Utvecklingsarbete i övrigt under 2013

Utöver ovan nämnda projekt arbetade Riksbanken under året med att fördjupa analysen inom flera områden. Bland annat analyserades orsakerna till de senaste årens låga inflation i Sverige, den svenska kronans utveckling i ett långsiktigt perspektiv samt utvecklingen på den svenska arbetsmarknaden med fokus på de möjliga strukturella förändringarna under de senaste åren.

■ Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen

Denna fördjupning beskriver en principskiss över hur penningpolitiken kan ta hänsyn till risker förknippade med finansiella obalanser inom ramen för den flexibla inflationsmålpolitiken. I den penningpolitiska avvägningen behöver man inte bara analysera inflationen och den makroekonomiska utvecklingen på kort sikt. Man måste också bilda sig en uppfattning om reporäntans effekter på uppbyggnaden av finansiella obalanser som kan utgöra risker för inflations- och konjunkturutvecklingen på längre sikt.

Före den finansiella krisen dominerade uppfattningen att centralbankerna inte aktivt skulle försöka motverka uppbyggnaden av finansiella obalanser, utan nöja sig med att agera kraftfullt om en kris väl inträffade. Att försöka agera förebyggande uppfattades som alltför svårt och kostsamt, samtidigt som man inte räknade med att det skulle vara särskilt problematiskt att snabbt städa upp efter en kris. Penningpolitiken handlade i princip om att välja en bana för styrrentan så att prognoserna för inflationen och resursutnyttjandet såg bra ut under de närmaste åren (se diagram 1:10 för en principskiss).

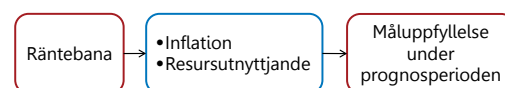
Omvärdering till följd av krisen

Effekterna av den kris som sedan inträffade blev dock i många länder mycket omfattande. Kombinationen av högt skuldsatta hushåll och ett prisfall på bostadsmarknaden blev inledningen på en period med svag efterfrågan, hög arbetslöshet och urholkade statsfinanser. Att "städa upp efteråt" visade sig vara svårare än vad man hade räknat med. Det blev tydligt att finansiella obalanser i förlängningen kan äventyra både den makroekonomiska stabiliteten och den finansiella stabiliteten. En lärdom av krisen var därför att man i mycket högre grad än tidigare måste agera förebyggande och försöka motverka att finansiella obalanser byggs upp. Hur stor roll penningpolitiken bör spela i detta avseende diskuteras för närvarande både bland centralbanker och inom forskarvärlden.

Risk för dålig måluppfyllelse på längre sikt

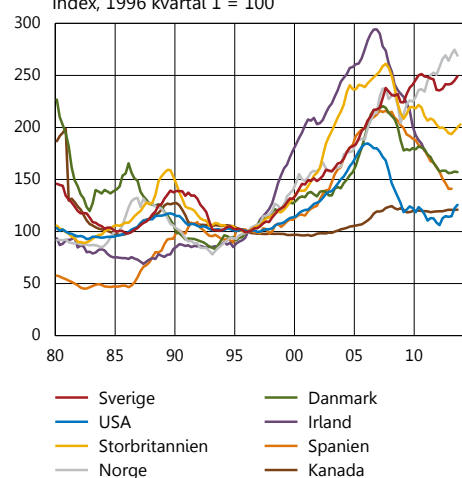
I Sverige har bostadspriserna och hushållens skuldsättning ökat mycket kraftigt sedan mitten av 1990-talet, och bostadspriserna har stigit mer än i flera av de länder där priserna fallit kraftigt de senaste åren (se diagram 3:15 i kapitel 3 och diagram 1:11).⁴ På samma sätt som i många andra länder skulle ett kraftigt fall i bostadspriserna i Sverige kunna få hushållen att snabbt minska sina skulder, med risk för svag efterfrågan och hög arbetslöshet som följd.⁵ Med en sådan utveckling skulle det också kunna uppstå långvariga svårigheter att stabilisera inflationen runt inflationsmålet.

Diagram 1:10. Schematisk skiss över en penningpolitisk tankeram utan hänsyn till finansiella obalanser



Källa: Riksbanken

Diagram 1:11. Reala bostadspriser i olika länder
Index, 1996 kvartal 1 = 100



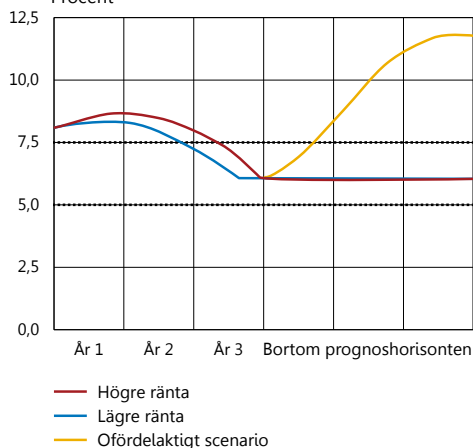
Anm. Reala bostadspriser är definierade som nominella priser deflaterade med KPI.

Källor: Nationella källor

⁴ Utvecklingen av hushållens skuldsättning och bostadspriser hänger ihop eftersom större delen av hushållens upplåning utgörs av bostadslån.

⁵ Se till exempel Samverkansrådets analysgrupps "PM 6 - Risker för makroekonomin och den finansiella stabiliteten av utvecklingen av hushållens skulder och bostadspriserna", Sveriges riksbank, 2014.

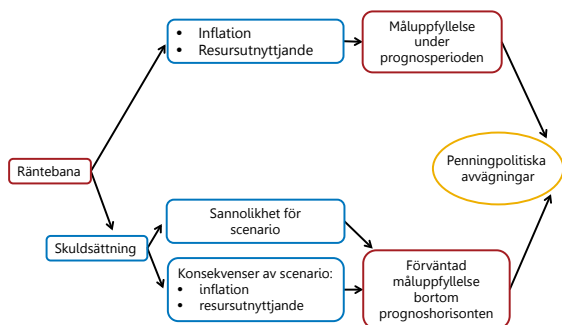
Diagram 1:12. Arbetslösheten vid högre och lägre räntebana samt risk för ofördelaktigt scenario bortom prognoshorizonten
Procent



Anm. De streckade linjerna visar Riksbankens intervall, 5-7,5 procent, för den långsiktiga arbetslösheten.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:13. Schematisk skiss över en penningpolitisk tankeram som beaktar finansiella obalanser



Källa: Riksbanken

Om skulderna under mycket lång tid ökar snabbare än inkomsterna kan också hushållens motståndskraft försämrats. Till slut kan även ganska små störningar till exempelvis inkomster, tillgångspriser eller räntor utlösa anpassningar som ger ganska betydande effekter på makroekonomin.

En penningpolitisk avvägning med hänsyn till finansiella obalanser

En penningpolitisk tankeram som tar hänsyn till risker förknippade med hushållens skuldsättning beaktar att en fortsatt skulduppbyggnad och trendmässigt stigande bostadspriser kan öka risken för ett ofördelaktigt scenario längre fram. Ett sådant scenario illustreras i diagram 1:12, där arbetslösheten stiger kraftigt bortom prognoshorizonten.⁶ Scenariot baseras på genomsnittliga förlopp i länder som drabbats av prisfall på bostäder och där skuldsättningen bland hushållen varit hög.

För att ansatsen ska kunna användas i praktiken måste man uppskatta hur penningpolitiken påverkar skulduppbyggnaden och risken för att det ofördelaktiga scenariot inträffar. Analysen kan göras i två steg: först avseende hur reporäntan påverkar hushållens skuldsättning och därefter avseende hur skuldsättningen påverkar sannolikheten att det ofördelaktiga scenariot inträffar.⁷

Det räcker således inte med att analysera hur räntebanan påverkar inflationen och arbetslösheten under prognosperioden, som i principskissen i diagram 1:10. Man måste även bilda sig en uppfattning om hur penningpolitiken förväntas påverka risken för ett ofördelaktigt scenario längre fram. Det slutliga penningpolitiska ställningstagandet innebär en avvägning mellan den kortsiktiga måluppfyllelsen och risken för ett dåligt utfall på längre sikt. Beslutsfattarens subjektiva riskbedömningar påverkar ställningstagandet: Hur mycket kan tolereras i termer av försämrade måluppfyllelse på kort sikt för att minska risken för en mycket dålig måluppfyllelse på längre sikt?

Tankeramen innebär alltså att det tillkommer flera bedömningar i den penningpolitiska avvägningen, och valet mellan olika räntebanor blir mer komplicerat än om ingen hänsyn tas till finansiella obalanser. Diagram 1:13 sammanfattar de olika bedömningar som behöver göras.

I vissa länder med liknande problem som Sverige beträffande hushållens skuldsättning och utvecklingen på bostadsmarknaden har man varit ganska tydlig med att man anser att styrräntan spelar en viktig roll i sammanhanget.⁸

⁶ Här används den treåriga prognosperioden som avgränsning mellan "kortare" och "längre" sikt, men i praktiken kan det ofördelaktiga scenariot realiseras såväl tidigare som senare.

⁷ Se fördjupningen "Penningpolitikens effekt på hushållens skuldsättning" i *Penningpolitisk rapport* februari 2014.

⁸ Exempelvis skriver Norges Bank i sin Monetary Policy Report with financial assessment 3/13: "Weight was also given to the fact that house prices and debt have risen faster than income for a long period. A lower key policy rate may increase the risk of a renewed acceleration in house prices and debt accumulation and of build up of financial imbalances." Bank of Canada skriver i sin Monetary Policy Report Summary October 2013: "The Bank must also take into consideration the risk of exacerbating already-elevated household imbalances."

Makrotillsynen kan underlätta avvägningarna i penningpolitiken

En komplicerande omständighet är att reporäntan inte nödvändigtvis är det mest effektiva verktyget för att motverka finansiella obalanser. Det finns därför också behov av mer riktade åtgärder. I detta sammanhang spelar makrotillsynen en viktig roll.

Inom makrotillsynen finns verktyg som är ämnade att användas för att hantera finansiella obalanser, till exempel kontracykliska kapitalbuffertar, förändringar av riskvikter på bolån eller olika begränsningar för hur mycket hushållen får låna genom till exempel bolånetak. Regeringen föreslog i augusti 2013 att Finansinspektionen får det huvudsakliga ansvaret för makrotillsynsverktygen. Man föreslog också att ett formaliserat finansiellt stabilitetsråd inrättas.⁹ Finansinspektionen har redan vidtagit och aviserat åtgärder för att minska riskerna förknippade med hushållens skuldsättning.¹⁰

Avvägningarna i penningpolitiken blir enklare om makrotillsynen kan användas för att motverka de långsiktiga riskerna (den nedre halvan av diagram 1:13). Penningpolitiken kan då i större utsträckning fokusera på inflationen och resursutnyttjandet på kortare sikt (den övre halvan av diagram 1:13).

Åtgärder inom olika politikområden kan komma att behövas

Även med ett ramverk för makrotillsyn på plats kan det finnas skäl för penningpolitiken att fortsätta beakta risker förknippade med bostadspriser och hushållens skuldsättning. Ett skäl är att det kan visa sig svårt att utforma ett system för makrotillsyn som marknadsaktörer inte kan kringgå genom att exempelvis flytta verksamhet till delar av ekonomin som inte omfattas av regleringar. Ytterligare ett skäl är att om penningpolitiken under en längre tid är mycket expansiv kan detta bidra till att skapa felaktiga förväntningar om hur räntorna och bostadspriserna kommer att utvecklas framöver. Sådana felaktiga förväntningar kan vara svåra att motverka med regleringar.

Mycket talar för att även fler politikområden måste samverka. Makrotillsynen och penningpolitiken fokuserar på efterfrågesidan av bostadsmarknaden – genom att försöka dämpa hushållens efterfrågan på krediter eller genom att få bankerna att hålla tillbaka sin utlåning och på så sätt dämpa utvecklingen av bostadspriserna. Men även utbudssidan av bostadsmarknaden är central i sammanhanget. Åtgärder inom bostadspolitik kommer att behövas för att få till stånd en hållbar utveckling.

⁹ Rådet består av finansmarknadsministern och cheferna för Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgälden och ska vara ett forum för diskussioner med protokollförda möten men är inte ett beslutsfattande organ. Den 10 februari 2014 hölls ett konstituerande möte. Rådet kommer i normalfallet att träffas två gånger per år.

¹⁰ Ett bolånetak på 85 procent infördes i Sverige hösten 2010. Finansinspektionen har under 2013 beslutat om ett golv för riskvikterna på bolån på 15 procent och dessutom aviserat att det kan bli aktuellt att höja golvet till 25 procent. Därutöver har man aviserat åtgärder för att främja en bättre amorteringskultur. I samband med att EU:s kapitaltäckningsregelverk implementeras i Sverige kommer Finansinspektionen också att ges möjlighet att använda den kontracykliska kapitalbufferten.

■ KAPITEL 2 – Måluppfyllelse

Mätt i termer av KPI stod priserna i genomsnitt stilla 2013 medan KPIF-inflationen uppgick till 0,9 procent. Inflationen var låg redan vid årets början. En internationell konjunkturförsvagning hade dämpat tillväxten och inflationen oväntat mycket i slutet av 2011 och början av 2012. En överraskande snabb kronförstärkning bidrog till att dämpa inflationstrycket ytterligare under mitten av 2012. Trots den mer expansiva penningpolitiken under 2012 var det väntat att inflationen även 2013 skulle understiga målet men att den ändå skulle börja stiga i slutet av året. Mot slutet av 2013 minskade dock inflationen ytterligare på ett överraskande sätt. Eftersom penningpolitiken baserades på prognoser som överskattade utfallen kan man med facit i hand konstatera att den hade kunnat vara ännu mer expansiv än den faktiskt var. Men en mer expansiv politik hade samtidigt kunnat öka riskerna förknippade med hushållens skulder och bostadsmarknaden.

Måluppfyllelsen är en naturlig utgångspunkt för en utvärdering av penningpolitiken. Men en enkel jämförelse av utfallet för inflationen med inflationsmålet visar inte nödvändigtvis hur väl penningpolitiken bedrivits. Inflationen påverkas ju också av en rad andra faktorer än penningpolitiken, eftersom ekonomin ständigt utsätts för oväntade störningar. Detta gör att även välgrundade och genomarbetade prognoser ofta slår fel. Det är då intressant att analysera hur prognoserna utvecklades över tiden i förhållande till utfallen för att identifiera de störningar som orsakat en eventuell målavvikelse.

En avvikelse mellan utfall och mål kan också bero på att de prognoser som penningpolitiken baserats på inte varit tillräckligt bra och inte tog hänsyn till händelser som hade gått att förutse. En analys av kvalitén på prognoserna är därför ett viktigt inslag i en utvärdering av penningpolitiken. Exempelvis kan Riksbankens prognoser jämföras med andra bedömares prognoser.

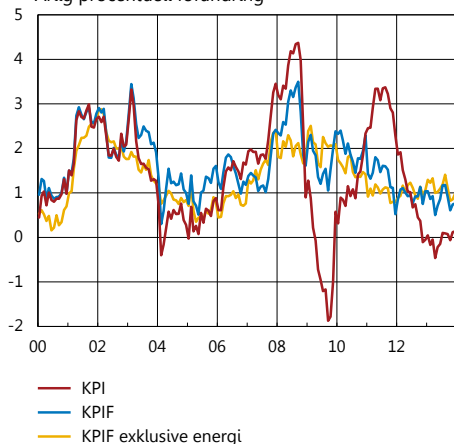
Detta kapitel är disponerat på följande sätt. Inledningsvis redogörs för utfallen 2013 beträffande dels inflationen, dels den ekonomiska utvecklingen i övrigt. Därefter beskrivs prognoserna och penningpolitiken 2011 och 2012. Eftersom penningpolitiken verkar med fördröjning var det framför allt genom den penningpolitik som då fördes som Riksbanken hade en möjlighet att påverka utfallet för inflationen 2013. Beskrivningen fokuserar därför på att identifiera de oväntade händelser som inträffade. För att belysa om dessa händelser var genuint oväntade eller hade varit möjliga att förutse jämförs Riksbankens prognoser med övriga bedömares. Slutligen analyseras utvecklingen av inflationsförväntningarna. En viktig fråga är om de senaste årens låga inflation har satt avtryck i de långsiktiga inflationsförväntningarna.

Inflationen 2013

I genomsnitt uppgick KPI-inflationen till 0 procent 2013 (se tabell 2:1). Att inflationen mätt med KPI blev så låg beror till stor del på att Riksbanken sänkte reporäntan från 2 till 1 procent mellan december 2011 och december 2012. Reporäntan hölls sedan på 1 procent under nästan hela 2013, tills den sänktes till 0,75 procent i december.

Diagram 2:1. Inflation utvecklingen

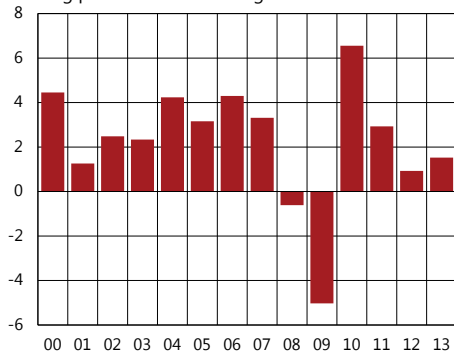
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källa: SCB

Diagram 2:2. BNP i Sverige

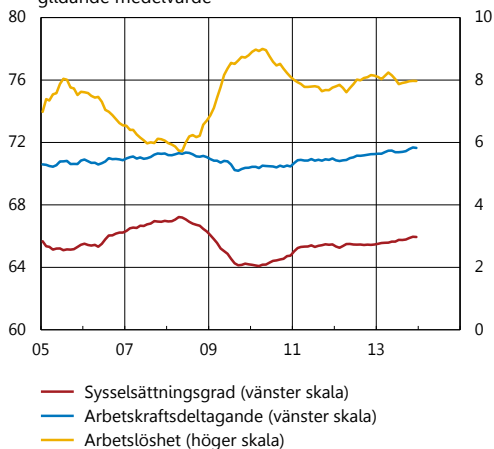
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

Diagram 2:3. Arbetskraft, sysselsättning och arbetslöshet

Procent av befolkningen respektive procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data, tre månaders glidande medelvärde



Källor: SCB och Riksbanken

När reporäntan sänks minskar hushållens räntekostnader för bolån, vilket ger lägre inflation mätt med KPI (se diagram 2:1).

Men även inflationen mätt med KPIF, det vill säga KPI med fast bostadsränta, var låg 2013. KPIF-inflationen har varierat kring 1 procent de senaste två åren, och blev i genomsnitt 0,9 procent 2013 (se diagram 2:1 och tabell 2:1). KPIF exklusive energipriser steg med 1,1 procent 2013.

De flesta undergrupper i KPI ökade relativt långsamt i förhållande till historiska genomsnitt. Tjänsteprisernas utveckling under 2013 särskiljer sig, eftersom ökningstakten i den komponenten har varit relativt stabil under de senaste åren. Men under 2013 föll den successivt för att i december nå en nivå kring 1 procent.

Tabell 2:1. Jämförelse mellan olika inflationsmått

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

| | 2011 | 2012 | 2013 |
|-----------------------|------|------|------|
| KPI | 3,0 | 0,9 | 0,0 |
| KPIF | 1,4 | 1,0 | 0,9 |
| KPIF exklusive energi | 1,0 | 1,0 | 1,1 |

Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Den ekonomiska utvecklingen i övrigt under 2013

■ Tillväxten svag men ökade mot slutet av året

Under 2013 ökade BNP med 1,5 procent, vilket var en högre tillväxt än 2012 (se diagram 2:2 och tabell 2:2). Skillnaden mellan utvecklingen i början och slutet av 2013 var dock relativt stor. I början av året präglades utvecklingen av den svaga tillväxten i euroområdet. Efterfrågan på svenska exportvaror var då fortsatt låg och exporten föll. Utvecklingen var bättre mot slutet av året, men sammantaget under 2013 minskade exporten med 0,9 procent. Vad gäller den inhemska efterfrågan följde investeringarna ett liknande mönster som exporten och föll med 1,3 procent i årstakt. Hushållens konsumtion var däremot robust och ökade med 2 procent.

Arbetsmarknaden utvecklades relativt väl. Såväl antalet sysselsatta som antalet personer i arbetskraften ökade med 1,1 procent under året. Genom att sysselsättningen och arbetskraften ökade ungefär lika mycket låg dock arbetslösheten kvar på 8,0 procent i genomsnitt (se diagram 2:3 och tabell 2:2).

När utvecklingen av aktivitetsnivån i ekonomin ska sammanfattas används ofta någon form av mått på resursutnyttjandet. Det finns dock inget entydigt sätt att mäta detta, och Riksbanken använder därför ett antal olika indikatorer för att bedöma resursutnyttjandet. Exempel på sådana indikatorer är BNP-gapet och timgapet, som mäter BNP:s och de arbetade timmarnas procentuella avvikelser från sina respektive uppskattade långsiktiga trender. Om respektive mått är positivt, betyder det att aktivitetsnivån i ekonomin är hög och att

resursanvändningen i ekonomin är högre än normalt. Motsatsen gäller när måtten är negativa. Enligt såväl BNP-gapet som timgapet var resursutnyttjandet lägre än normalt under 2013 (se diagram 2:4).

Riksbankens egen indikator på resursutnyttjandet, den så kallade RU-indikatorn, sammanfattar information från enkäter och arbetsmarknadsdata med hjälp av en statistisk metod. Även denna indikator visar att resursutnyttjandet var lägre än normalt under 2013 (se diagram 2:5)

Samtliga tre beskrivna mått pekar således på att resursutnyttjandet var lägre än normalt under året, vilket också motsvarar Riksbankens samlade bedömning av resursutnyttjandet i Sverige.

Tabell 2.2. Produktion och sysselsättningsmått 2011–2013
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

| | 2011 | 2012 | 2013 |
|------------------------|------|------|------|
| BNP | 2,9 | 0,9 | 1,5 |
| Sysselsatta, 15–74 år | 2,3 | 0,6 | 1,1 |
| Arbetade timmar | 2,0 | -0,2 | 0,3 |
| Arbetslöshet, 15–74 år | 7,8 | 8,0 | 8,0 |

Anm. Arbetslöshet avser procent av arbetskraften.
Källa: SCB

Penningpolitik och prognoser 2011–2012

Ett sätt att analysera orsakerna till avvikelserna från inflationsmålet är att granska träffsäkerheten i de prognoser som Riksbanken gjorde 2011–2012 för inflationen och andra variabler och som låg till grund för de penningpolitiska besluten. 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 och vilka överväganden som gjordes. Detta ger också en god bild av varför inflationen 2013 avvek från målet.

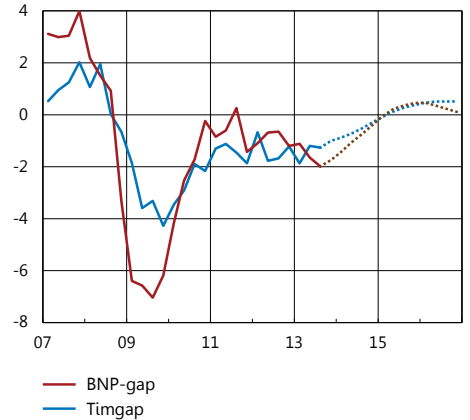
Diagram 2:6–2:9 visar den faktiska utvecklingen och Riksbankens prognoser under perioden 2011–2012 för inflationen mätt med KPIF och KPI, BNP samt reporäntan. Syftet med diagrammen är att på ett övergripande sätt illustrera hur Riksbankens syn på framtiden ändrades över tiden. Det är därför inte nödvändigt att urskilja enskilda prognoser.

Den övergripande bild diagrammen ger är att Riksbanken i de prognoser som gjordes 2011 och i början av 2012 överskattade BNP-tillväxten 2013. På motsvarande sätt överskattades inflationen 2013 i de prognoser som gjordes 2011 och 2012. Följaktligen överskattades också utvecklingen av reporäntan. Varför överskattade då Riksbanken den ekonomiska utvecklingen och vilka händelser inträffade som gjorde att prognoserna reviderades?

■ 2011: Försämrad internationell konjunktur andra halvåret

Av diagram 2:6 framgår att Riksbanken under större delen av 2011 räknade med att KPIF-inflationen efter en temporär nedgång åter skulle börja öka, för att vara i genomsnitt nära 2 procent 2013.

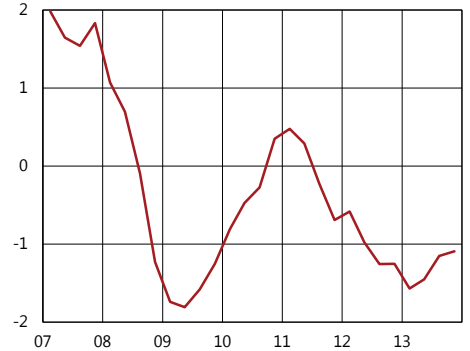
Diagram 2:4. BNP- och timgap
Procent



Anm. BNP-gap avser BNP:s avvikelse från sin trend beräknat med en produktionsfunktion. Timgap avser arbetade timmars avvikelse från Riksbankens bedömda trend. De streckade linjerna avser Riksbankens prognos i februari 2014.

Källor: SCB och Riksbanken

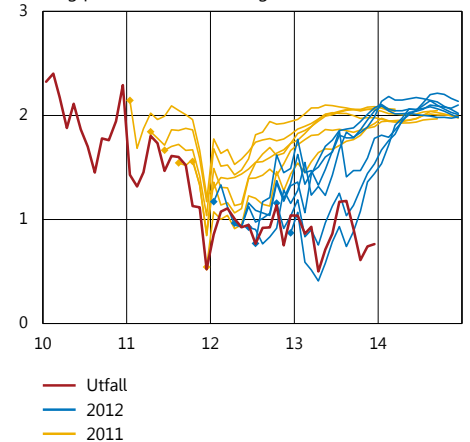
Diagram 2:5. RU-indikatorn
Standardavvikelse



Anm. RU-indikatorn är normaliserad så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1.

Källor: SCB och Riksbanken

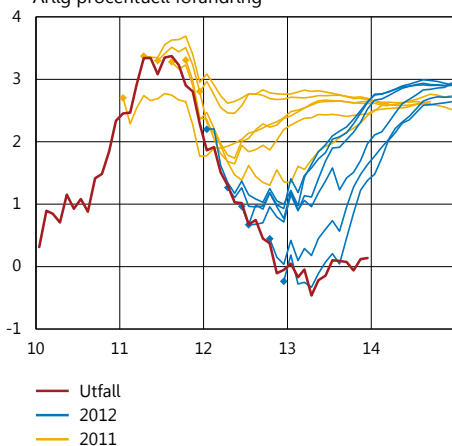
Diagram 2:6. KPIF, utfall och prognoser
Årlig procentuell förändring



Anm. De gula och blåa linjerna avser Riksbankens prognoser under 2011–2012. Markeringarna visar startpunkten för varje prognos och kan därför avvika från senaste utfall för den tidpunkten. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

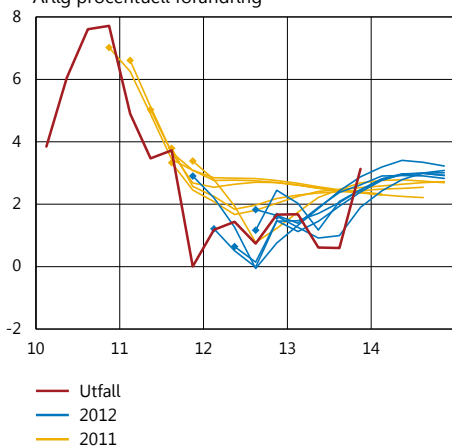
Diagram 2:7. KPI, utfall och prognoser
Årlig procentuell förändring



Anm. De gula och blåa linjerna avser Riksbankens prognoser under 2011-2012. Markeringarna visar startpunkten för varje prognos och kan därför avvika från senaste utfall för den tidpunkten.

Källor: SCB och Riksbanken

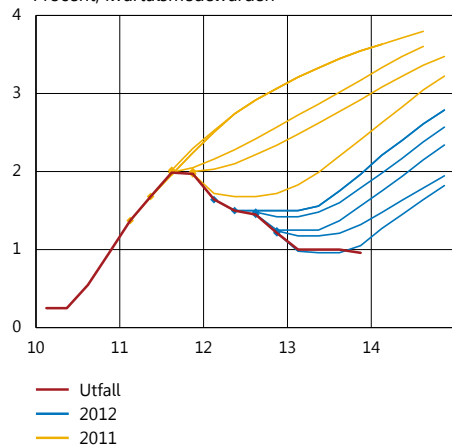
Diagram 2:8. BNP-tillväxt, utfall och prognoser
Årlig procentuell förändring



Anm. Se anmärkningen till diagram 2:7.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:9. Reporänta, utfall och prognoser
Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Se anmärkningen till diagram 2:7.

Källa: Riksbanken

Prognoserna präglades av att den svenska ekonomin hade vuxit i mycket god takt efter det stora BNP-fallet i samband med finansskrisens mest akuta fas. Under 2010 hade BNP ökat med över 6 procent och skulle komma att öka med omkring 3 procent 2011. Även i omvärlden fortgick återhämtningen. Bland annat höjde ECB styrräntan i både april och juli 2011, efter att ha hållit den oförändrad i två år.

Under andra halvåret 2011 försämrades dock de globala tillväxtutsikterna i takt med att oron för statsskuldproblematiken i USA och euroområdet ökade. De finanspolitiska åtstramningarna väntades bli relativt omfattande och hämma utvecklingen i flera länder. Ett antal europeiska länder fick ta emot stödinsatser av bland annat Internationella valutafonden (IMF) som ställde krav på motprestationer. Osäkerheten om framtiden ledde till ökad pessimism hos hushåll och företag och fick även genomslag på börserna. I slutet av året fanns det tydliga tecken på att tillväxten även i den svenska ekonomin bromsat in kraftigt, bland annat till följd av att efterfrågan på svenska exportvaror minskat. Därför reviderades prognoserna för BNP-tillväxt och inflation ned och i december sänkte Riksbanken reporäntan från 2 till 1,75 procent. Ännu i slutet av 2011 väntades dock tillväxten 2013 komma att överstiga 2 procent och KPIF-inflationen vara nära 2 procent i slutet av 2013.

■ 2012: Fortsatt dämpad utveckling

Utvecklingen av världsekonomin fortsatte att dämpas under 2012. Utvecklingen i framför allt euroområdet var svag och hämmades av oron kring de offentliga skulderna och finanspolitiska åtstramningar. Trots en svagare efterfrågan från omvärlden var utvecklingen, med en BNP-tillväxt på 0,9 procent, relativt god i Sverige i förhållande till euroområdet där BNP minskade med 0,6 procent. Tillväxten i Sverige hölls uppe av den inhemska efterfrågan under större delen av året. Men mot slutet av året märktes en tydlig inbromsning även i den svenska ekonomin, vilket motiverade en nedrevidering av prognosen för BNP-tillväxten 2013 (se diagram 2:10). BNP-utvecklingen 2013 visade sig dock inte bli riktigt lika svag som det fanns skäl att tro i slutet av 2012 och början av 2013.

Kronan stärktes oväntat snabbt i mitten av 2012. Kronans styrka var delvis en avspeglning av att den svenska ekonomin utvecklades relativt väl i förhållande till andra länder och regioner. Utvecklingen i världsekonomin satte, tillsammans med den starka kronan, också spår i inflationen. I motsats till vad Riksbanken tidigare räknat med steg inte KPIF-inflationen under året utan varierade kring cirka 1 procent. De försämrade konjunkturutsikterna och det låga inflationstrycket gjorde att Riksbanken sänkte räntan vid tre tillfällen under året från 1,75 till 1 procent.

Inflationsprognosen reviderades successivt ned under andra halvåret 2012, men den övergripande bilden var fortfarande att inflationen skulle börja stiga i takt med att konjunkturen förbättrades

och att KPIF-inflationen skulle vara omkring 2 procent i slutet av 2013 eller början av 2014 (se diagram 2:6).

De inflationsprognoser som gjordes i slutet av 2012 var relativt träffsäkra. Utfallet hamnade nära prognosen under större delen av 2013. Men även dessa prognoser innehöll en uppgång under slutet av 2013 som sedermera inte kom att realiseras. Som beskrivs mer i detalj i kapitel 3 avtog ökningstakten i tjänstepriserna på ett överraskande sätt och det underliggande inflationstrycket bedömdes vara lägre än vad Riksbanken tidigare räknat med.

■ Hänsyn till risker förknippade med hushållens skulder och bostadsmarknaden

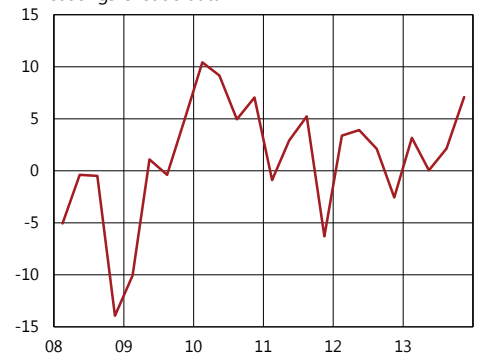
Penningpolitiken under 2011 och 2012 påverkades delvis av riskerna förknippade med utvecklingen av hushållens skulder och bostadspriserna. En majoritet i direktionen bedömde att en ännu mer expansiv politik än den som faktiskt bedrevs och prognostiserades skulle kunna få hushållens skulder och bostadspriserna att öka i alltför snabb takt. Detta befarades i sin tur kunna äventyra hållbarheten i den ekonomiska utvecklingen, om till exempel ett fall i bostadspriserna skulle få hushållen att snabbt minska sin konsumtion. Risker för sådana finansiella obalanser behövde därför också vägas in i räntebesluten.¹¹

Alldeles oavsett om en uppgång i bostadspriserna har naturliga ekonomiska förklaringar eller inte är det nämligen problematiskt om skulderna under mycket lång tid ökar snabbare än inkomsterna och om det finns få tecken på att trenden kommer att brytas. Hushållen blir i en sådan situation gradvis allt mer sårbara och deras ekonomiska marginaler allt mindre. Till slut kommer man till en punkt då även små störningar, exempelvis oväntade förändringar i inkomster, tillgångspriser eller räntor, kan utlösa anpassningar av hushållens konsumtion som ger betydande effekter på makroekonomin. Detta skulle kunna medföra en svag ekonomisk utveckling, liknande den som drabbade många länder i samband med finanskrisen.

Det är värt att notera att trots att Riksbanken valde en något högre ränteprognos för att ta hänsyn finansiella obalanser bedömdes KPIF-inflationen i de prognoser som gjordes såväl 2011 som 2012 vara nära 2 procent på ett par års sikt (se diagram 2:6). Däremot hade beaktandet av finansiella obalanser betydelse för hur snabbt Riksbanken ansåg det vara lämpligt att försöka föra tillbaka inflationen till målet. En mer expansiv politik och en snabbare återgång till målet än vad prognoserna implicerade bedömdes vara förknippat med alltför stora risker beträffande utvecklingen av hushållens skulder och bostadspriserna.

Diagram 2:10. BNP

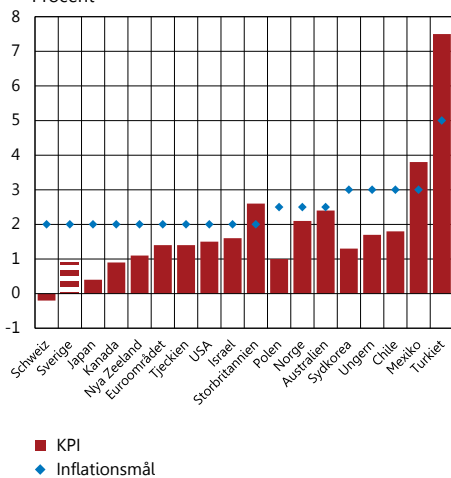
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källa: SCB

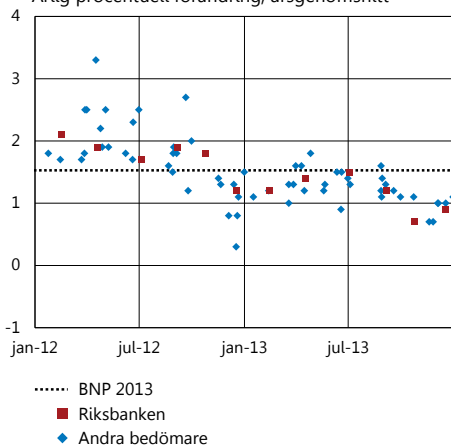
¹¹ Se fördjupningen "Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen" i kapitel 1.

Diagram 2:11. Inflationen 2013 i ett antal länder med inflationsmål
Procent



Anm. Länder med ett inflationsmål i termer av ett intervall har sin markering mitt i intervallet. Länder med ett tak för inflation har taket som markering. Euroområdet avser HIKP. Streckad stapel för Sverige avser KPIF (KPIF är KPI med fast bostadsränta).
Källor: OECD och respektive centralbank

Diagram 2:12. Prognoser 2012–2013 för BNP-tillväxten 2013
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt



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

Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

Varför blev inflationen 2013 lägre än målet?

Inflationen vid ett givet tillfälle beror på vad som inträffat tidigare, både nyligen och längre tillbaka i tiden. Av beskrivningen i de föregående avsnitten framgår hur Riksbanken under perioden 2011–2012 reviderade ned konjunktur- och inflationsprognoserna i takt med att utfallen blev lägre än väntat. En händelse som inte fångades i prognoserna var den internationella konjunkturförsvagningen under andra halvåret 2011 som dämpade tillväxten och inflationen i slutet av 2011 och början av 2012 på ett oväntat starkt sätt. Inflationstrycket dämpades ytterligare under mitten av 2012 av en oväntad snabb kronförstärkning som pressade ned importpriserna ännu mer.

Mot bakgrund av det låga inflationstrycket och de svaga konjunkturutsikterna var det väntat att inflationen även 2013 skulle bli låg. Den låga inflationen hade delvis att göra med låga importpriser som bidrog till att dämpa företagets kostnader för insatsvaror. Under 2013 blev det också tydligt att företagen sedan en tid tillbaka haft ovanligt svårt att föra vidare ökningarna av arbetskostnaderna till konsumenterna, vilket gjort att priserna stigit överraskande långsamt i förhållande till kostnaderna. Detta var en bidragande faktor till att inflationen i början av 2013 var låg och bidrog även till att pressa ned inflationen under året, men sannolikt i mindre utsträckning än tidigare. De oväntat låga inflationsutfallen i slutet av 2013 förklaras sannolikt också av att det inhemska kostnadstrycket då minskade. Arbetskostnaderna per producerad enhet föll till följd av en ovanligt kraftig produktivitetstillväxt (se fördjupningen "Kostnadsutvecklingen och inflationen"). En avspeglning av detta var att ökningstakten i tjänstepriserna föll påtagligt.

Som visades tidigare överskattade Riksbankens prognoser 2011–2012 utfallen för inflationen 2013. Eftersom penningpolitiken baserades på dessa prognoser kan man med facit i hand konstatera att den hade kunnat vara ännu mer expansiv än den faktiskt var. Men de beslut som fattas vid varje givet tillfälle baseras givetvis på den information som just då finns tillgänglig.¹² En mer expansiv politik hade dessutom kunnat öka riskerna förknippade med hushållens skulder och bostadsmarknaden.

Sammantaget kan den låga inflationen 2013 i grova drag sägas hänga samman med att framför allt den internationella konjunkturen, men delvis även den svenska, varit dämpad. Det är värt att notera att inflationen inte bara varit låg i Sverige utan även i många andra länder. Om man studerar några av de länder som har ett inflationsmål är det snarare regel än undantag att inflationen 2013 understeg målet (se diagram 2:11).

¹² Det kan naturligtvis finnas olika åsikter om hur den befintliga informationen ska tolkas och vilka implikationerna för penningpolitiken är.

Den låga inflationen 2013 överraskade de flesta bedömare

En central fråga är om Riksbankens revideringar av prognoserna är i linje med dem som andra bedömare har gjort. Om så är fallet är detta en indikation på att de händelser som inträffade var allmänt oväntade och svåra att förutsäga. Skulle det däremot visa sig att andra bedömare lyckats väsentligt bättre än Riksbanken att förutse den ekonomiska utvecklingen kan det indikera att det finns brister i Riksbankens prognoser.¹³ Diagram 2:12–2:15 visar hur Riksbankens och andra bedömares prognoser avseende 2013 för ett antal centrala variabler har förändrats över tiden, från början av 2012 fram till dess att det faktiska utfallet blev känt i slutet av 2013 eller början av 2014.¹⁴ Skälet till att diagrammen enbart går tillbaka till 2012 är att de flesta bedömare har en kortare prognoshorizont än Riksbanken.

Det typiska mönstret är att de prognoser som gjordes tidigt, i början av 2012, ligger relativt långt ifrån vad som sedan visat sig bli det slutliga utfallet. Vartefter tiden går blir prognoserna gradvis mer träffsäkra.

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

■ Nedrevidering av konjunktur- och inflationsutsikterna för 2013

En jämförelse av prognoserna visar att de flesta bedömare under första halvåret 2012 trodde på en något starkare konjunkturutveckling 2013 än vad som blev fallet (se diagram 2:12). I överensstämmelse med detta trodde de flesta också på en högre inflation och en högre reporänta än vad som blev fallet 2013 (se diagram 2:13 och diagram 2:14). Att notera är dock att förväntningarna på reporäntans nivå avseende slutet av 2013 enligt marknadsprissättningen redan i början av 2012 låg nära utfallet på 0,75 procent.

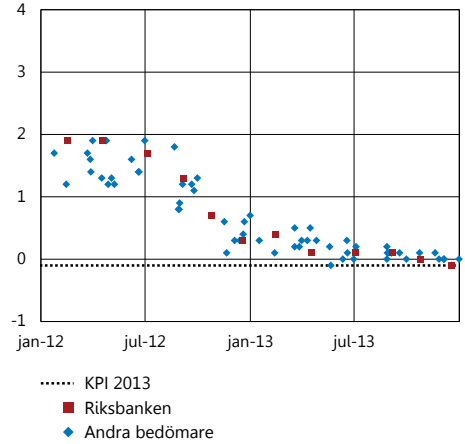
Under hösten 2012 reviderade Riksbanken och andra bedömare ned prognoserna för inflation och reporänta 2013 till nivåer som var mer i linje med de slutliga utfallen. Prognoserna för KPIF-inflationen 2013 höll sig exempelvis endast ett par tiondels procentenheter från utfallet på 0,9 procent från mitten av 2012 och framåt. Den ytterligare nedgången i KPIF-inflationen som inträffade under de sista månaderna 2013 var dock inte förväntad.

¹³ Kapitel 4 redovisar en mer utförlig analys av Riksbankens och andra bedömares prognosförmåga över en längre period.

¹⁴ SCB publicerar det slutliga BNP-utfallet 2013 med ungefär två års fördröjning. Fram till dess kan utfallet revideras en del då nya kvartalsutfall för nationalräkenskaperna publiceras. För prognosutvärderingen används dock det BNP-utfall för 2013 som publicerades i samband med att utfallet för sista kvartalet 2013 publicerades i mars 2014.

Diagram 2:13. Prognoser 2012–2013 för KPI-inflationen 2013

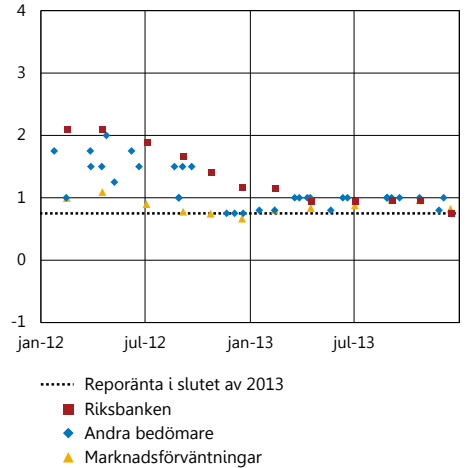
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt



Anm. Andra bedömare avser de som anges i diagram 2:12.
Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

Diagram 2:14. Prognoser 2012–2013 för reporäntan i slutet av 2013

Procent

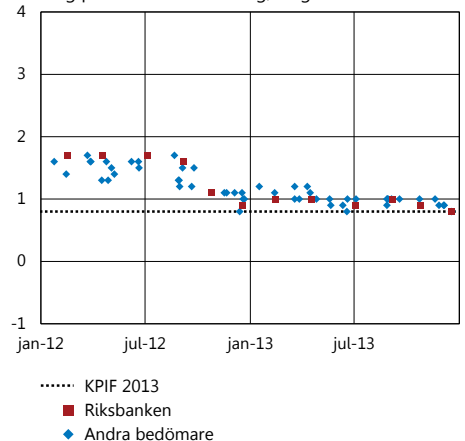


Anm. Andra bedömare är Finansdepartementet, Konjunkturinstitutet, Nordea, SEB och Swedbank. Marknadsförväntningarna är beräknade utifrån terminsräntor med hjälp av räntor på derivatkontrakt (RIBA och FRA), justerade för genomsnittliga riskpremier motsvarande en räntepunkt per månads löptid.

Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

Diagram 2:15. Prognoser 2012–2013 för KPIF-inflationen 2013

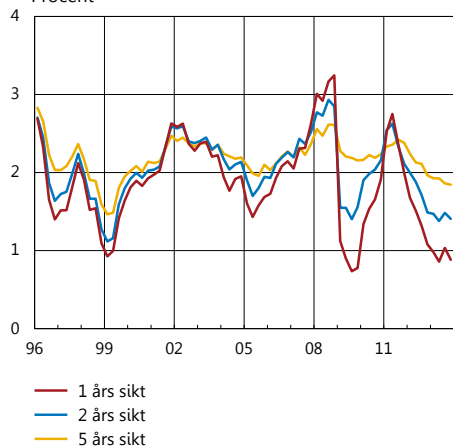
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt



Anm. Andra bedömare avser de som anges i diagram 2:12 utom HUI Research AB. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

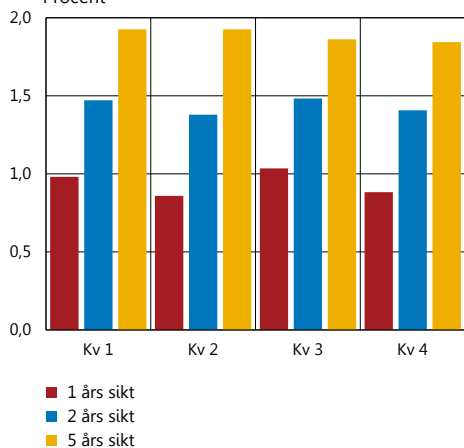
Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

Diagram 2:16. Inflationsförväntningar bland samtliga tillfrågade aktörer
Procent



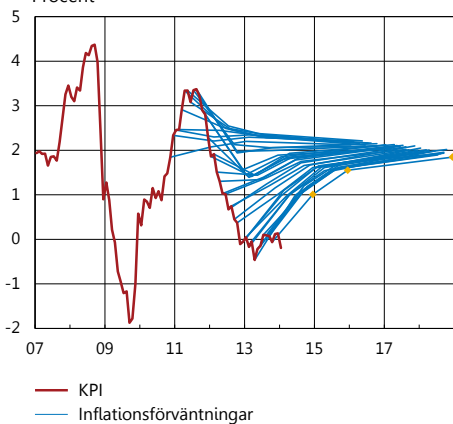
Källa: TNS SIFO Prospera

Diagram 2:17. Inflationsförväntningarna 2013 bland samtliga tillfrågade aktörer
Procent



Källa: TNS SIFO Prospera

Diagram 2:18. Inflationsförväntningar hos penningmarknadens aktörer 2011–2013
Procent



Anm. Gula markeringar avser ett, två respektive fem års sikt i undersökningen från december 2013.

Källor: SCB och TNS SIFO Prospera

Noteras bör att alla bedömare i slutet av 2013 trodde på en lägre BNP-tillväxt för året än vad som blev fallet, vilket kan te sig motsägelsefullt mot bakgrund av att man tidigare överskattade utvecklingen. Det förklaras av att BNP-utfallet för det sista kvartalet 2013 blev betydligt starkare än väntat.

Av diagrammen framgår att Riksbanken fram till hösten 2012 tillhörde de prognosmakare vars prognoser för inflationen och repo-räntan 2013 låg längst från utfallet. Efter sommaren 2012 justerade Riksbanken synen på inflationstrycket och prognoserna för inflationen och reporäntan reviderades gradvis till nivåer som låg mer i linje med utfallen. Riksbankens BNP-prognoser var dock relativt träffsäkra och avvek sällan med mer än 0,5 procentenheter från utfallet. Diagram 2:13 och 2:14 visar trots en viss spridning på ett gemensamt mönster i prognoserna. Bilden som träder fram är att avvikelserna mellan prognoser och utfall i stor utsträckning förklaras av händelser som alla bedömare hade svårt att förutse.

Inflationsförväntningarna på lång sikt fortsatt nära inflationsmålet

Ett högt förtroende för inflationsmålet är viktigt för Riksbankens strävan att uppnå pristabilitet. 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. Om aktörerna i ekonomin litar på att inflationen stabiliseras kring inflationsmålet behöver penningpolitiken inte reagera lika mycket när ekonomin drabbas av störningar som leder till tillfälliga avvikelser från inflationsmålet.

På Riksbankens uppdrag mäter TNS Sifo Prospera inflationsförväntningarna hos penningmarknadens aktörer, arbetsgivar- och arbetstagarorganisationer samt inköpschefer i handeln och industrin. Diagram 2:16 visar att inflationsförväntningarna på fem års sikt har varit relativt väl förankrade kring inflationsmålet sedan slutet av 1990-talet. De sjönk något under loppet av 2013 men låg sammantaget nära 2 procent, vilket tyder på att allmänheten har ett fortsatt gott förtroende för Riksbankens inflationsmål (se diagram 2:16 och 2:17).

Inflationsförväntningarna på ett och två års sikt påverkas i högre grad av den aktuella faktiska inflationstakten. Detta illustreras av att när KPI-inflationen fluktuerade kring 0 procent under året fluktuerade inflationsförväntningarna på ett års sikt kring 1 procent medan inflationsförväntningarna på två års sikt fluktuerade kring 1,5 procent (se diagram 2:16). Diagram 2:18 illustrerar hur inflationsförväntningarna hos penningmarknadsaktörer varierar med den faktiska inflationen på olika horisonter. Det framgår tydligt av diagrammet att inflationsförväntningarna på kort sikt varierar en hel del, medan de mer långsiktiga inflationsförväntningarna är förankrade kring målet på 2 procent.

■ Kostnadsutvecklingen och inflationen¹⁵

Under 2013 var priserna mätt med KPI oförändrade jämfört med 2012 och mätt med KPIF steg priserna med 0,9 procent. Inflationen har varit låg och under inflationsmålet de senaste åren. Detta har flera skäl. Det dämpade konjunkturläget har gjort det svårt för företagen att höja priserna även då produktionskostnaderna ökat. Dessutom har det globala inflationstrycket sjunkit och kronan stärkts efter finanskrisen, vilket har dämpat priserna på importerade varor.

Vilka faktorer påverkar inflationen?

Enligt ekonomisk teori kan det pris som ett företag sätter på en vara eller tjänst delas upp i två komponenter: marginalkostnad och prispåslag. Förändringar i dessa två faktorer har på så vis betydelse för hur priserna i ekonomin förändras, det vill säga inflationen.

Marginalkostnaden mäter vad det kostar att producera ytterligare en enhet av en produkt. Den kostnaden kommer därmed att bero på vilka kostnader företaget har för till exempel löner, lokaler och maskiner. Dessutom tillkommer kostnaderna för de varor företaget använder som insatser i sin egen produktion. Vissa av dessa insatsvaror importeras, vilket gör att priserna på världsmarknaden spelar roll.¹⁶ Även värdet på kronan blir en viktig faktor då det påverkar det pris i kronor som företaget betalar för de importerade insatsvarorna.¹⁷ Marginalkostnaden för ett företag påverkas också av produktiviteten i företaget. Är produktiviteten hög går det åt mindre arbetstimmar, maskintimmar och så vidare för att tillverka ytterligare en enhet och därmed blir kostnaden att tillverka enheten lägre.

Den andra huvudkomponent som påverkar företagets prissättning är prispåslaget. Det är ett uttryck för att företag vill ha avkastning på investerat kapital och därmed sätter ett pris som är högre än själva tillverkningskostnaden för ytterligare en enhet. Hur stort detta påslag är beror bland annat på konkurrensen i den bransch där företaget verkar, och på efterfrågan på företagets produkter. Det är exempelvis lättare att ta ut ett högre pris när efterfrågan är hög än när den är låg.

Ytterligare en faktor som påverkar inflationen är inflationsförväntningarna. Om till exempel arbetstagarna tror att priserna ska stiga kan de kräva högre löner för att kunna köpa lika mycket i framtiden. Arbetsgivarna går med på att höja lönerna om de också ser möjligheter att höja priserna. Inflationsförväntningarna är centrala för både marginalkostnader och prispåslag och det är därför viktigt att de långsiktiga inflationsförväntningarna är förankrade kring inflationsmålet.

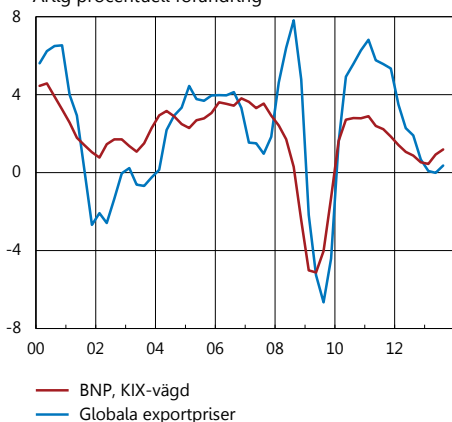
¹⁵ Detta är en uppdaterad och nedkortad version av fördjupningen med samma namn i *Penningspolitisk rapport*, juli 2013.

¹⁶ Ett enskilt företag kan naturligtvis också använda inhemska producerade insatsvaror, vars pris bestäms av löner, kapitalkostnader och prispåslag. Aggregerat över hela ekonomin spelar det dock ingen roll vem som producerar den inhemska insatsvaran, utan marginalkostnaderna bestäms av löner, kapitalkostnader och priset på importerade insatsvaror.

¹⁷ Man kan notera att priset på alla utländska tillverkade produkter som säljs i Sverige innehåller vissa svenska kostnader (för transporter, lokaler, löner och så vidare). Priserna på direktimporterade varor, till exempel priset på en vara som köps direkt av en utländsk leverantör via internet, ingår inte i KPI.

Diagram 2:19. KIX-vägd BNP och globala exportpriser

Årlig procentuell förändring

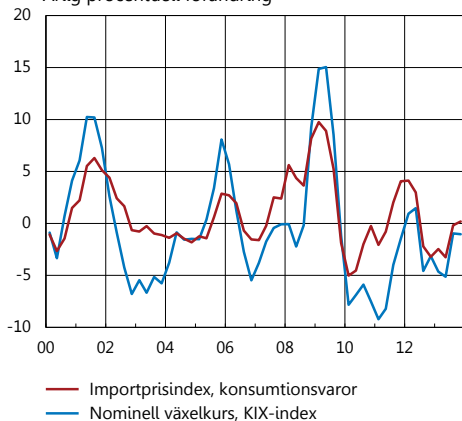


Anm. Globala exportpriser är en sammanvägning av exportdeflater (i lokala valutor) där Sveriges varuimportandelar använts som vikt. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 2:20. Nominell växelkurs och importpriser

Årlig procentuell förändring

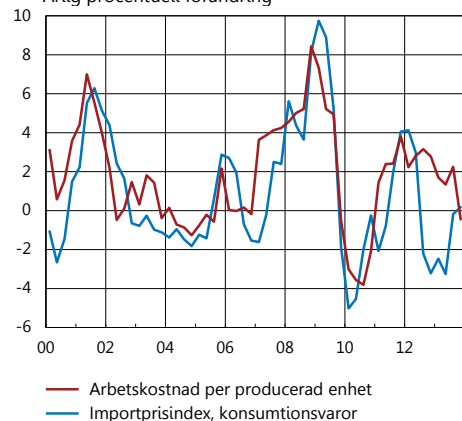


Anm. Importpriser avser priser på importerade konsumtionsvaror i producentledet. KIX är en sammanvägning av de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:21. Arbetskostnad per producerad enhet och importpriser

Årlig procentuell förändring



Anm. Importpriser avser priser på importerade konsumtionsvaror i producentledet.

Källor: SCB och Riksbanken

Det finns alltså ett flertal faktorer som påverkar företagens prispåslag och marginalkostnader. Många av dessa faktorer påverkas dessutom i sin tur av penningpolitiken. Prispåslagen påverkas via penningpolitikens effekter på efterfrågan. Marginalkostnaderna påverkas både via penningpolitikens effekter på löner och kapitalkostnader och via dess effekter på växelkursen som i sin tur påverkar priserna på de importerade insatsvarorna i kronor räknat.

Låga importpriser men normal arbetskostnadsutveckling

Till att börja med kan man konstatera att de globala exportpriserna har följt utvecklingen i världskonjunkturen relativt väl (se diagram 2:19). Efter finanskrisen 2008 föll både BNP i omvärlden och de globala exportpriserna. Under 2010–2011 steg exportpriserna däremot i takt med att en global återhämtning inleddes. Därefter har den globala konjunkturen åter mattats av något, vilket har medfört att de globala exportpriserna nu stiger långsammare.

Som nämndes tidigare har också växelkursens utveckling betydelse för kostnadsutvecklingen. Den kraftiga försvagningen av kronan i samband med finanskrisen mer än motverkade fallet i de globala exportpriserna och gjorde att importpriserna inledningsvis steg påtagligt mätt i kronor (se diagram 2:20).¹⁸ Men i takt med att kronan åter stärktes började importpriserna också falla. Importpriserna ökade sedan från mitten av 2011, men förstärkningen av kronan under sommaren 2012 bidrog till att importpriserna återigen föll. Även om kronans nivå i handelsvägda termer varierade en del under loppet av 2013 var den i genomsnitt starkare än under 2012. Detta, tillsammans med den låga ökningstakten i de globala exportpriserna, har fortsatt att pressa ner importpriserna.

Arbetskostnaderna per producerad enhet steg kraftigt i samband med finanskrisen 2008 (se diagram 2:21), vilket berodde på att produktionen föll snabbt medan arbetskostnaderna däremot inte minskade omedelbart.¹⁹ De krisavtal som slöts i finanskrisens spår bidrog till att sänka arbetskostnaderna per timme. Detta tillsammans med en återhämtning av produktiviteten medförde att arbetskostnaderna per producerad enhet också började falla under 2009. Sedan dess har produktionen återhämtat sig något, antalet arbetade timmar har stigit och löneökningarna blivit högre. Tillsammans har detta medfört att arbetskostnaderna per producerad enhet från 2011 till och med tredje kvartalet 2013 ökat med i genomsnitt cirka 2 procent per år (se diagram 2:21). Fjärde kvartalet 2013 föll dock ökningstakten i arbetskostnaden per producerad enhet i och med att produktiviteten ökade kraftigt i slutet av året.

¹⁸ Med importpriser avses här priser på till Sverige importerade konsumtionsvaror enligt importprisindex (IMPI) som är en del av statistiken för prisindex i producent- och importled (PPI). Importpriserna är en viktig faktor i Riksbankens bedömning av inflationsutvecklingen.

¹⁹ Under vissa förutsättningar förändras marginalkostnaden på samma sätt som arbetskostnaden per producerad enhet.

Svag efterfrågan har medfört låga prispåslag

Företagen ändrar sina priser relativt sällan. Det finns flera orsaker till att företag är försiktiga med att ändra sina priser. En anledning kan vara att man strävar efter att ha en långsiktig relation med sina kunder. En annan kan vara att priset innehåller inslag av försäkringar, till exempel att man levererar en viss vara eller tjänst till ett pris som inte kan ändras under en viss period (bundna elpriser är ett exempel).

Företagen kan därför låta tillfälliga variationer i kostnaderna slå på vinsterna. När däremot kostnadsförändringarna är mer bestående tenderar företagen också att ändra priserna (se diagram 2:22). Under de senaste åren har företagen valt att inte höja priserna i samma takt som den mer bestående delen av arbetskostnadsutvecklingen.²⁰

Detta tyder på att företagen funnit det svårt att vältra över dessa kostnadsökningar på konsumenterna. Detta kan ha att göra med att efterfrågan har varit svagare än normalt och att osäkerheten om den internationella utvecklingen har varit stor. Att priserna utvecklades oväntat långsamt i förhållande till kostnaderna illustreras av att Riksbankens prognoser för arbetskostnader per producerad enhet varit relativt träffsäkra (se diagram 2:23) medan inflationsprognoserna legat över utfallen (se diagram 2:24).

Man kan också illustrera att inflationen inte har utvecklats enligt normala mönster med hjälp av ett skattat historiskt samband där inflationen förklaras av utvecklingen i importpriser och arbetskostnader. Via en sådan skattning kan inflationen skrivas fram utifrån den faktiska utvecklingen i de förklarande variabelerna. Diagram 2:25 visar sådana framskrivningar av inflationen mätt med KPIF exklusive energi tillsammans med utfallet.²¹ Framskrivningar har gjorts för två startpunkter: första kvartalet 2011 respektive tredje kvartalet 2012. Som diagrammet visar har inflationen 2011–2013 blivit lägre än vad det historiska sambandet indikerade, framför allt gäller det inflationen 2011–2012.

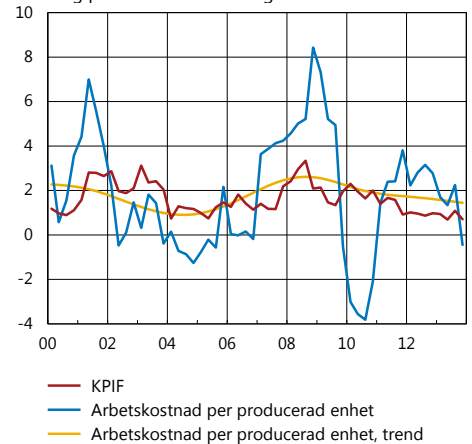
Företagen betonar lågt kostnadstryck och svag efterfrågan

Riksbankens företagsundersökningar innehåller ett par frågor, som kan användas för att få en bild av vad företagen själva anser om drivkrafter bakom deras prissättning. Bland annat tillfrågas företagen om vilka faktorer som de bedömer kommer att ha störst inverkan på företagets prisförändringar, upp eller ned, de kommande tolv månaderna. Under 2012 och inledningen av 2013 var det tydligt att efterfrågan bedömdes vara en faktor som skulle hålla priserna nere framöver (se diagram 2:26). Man kan dock notera att detta ändrats från och med mitten av 2013.

I undersökningarna som gjordes 2010–2011 ansåg företagen att kostnaderna för insatsvaror var en faktor som skulle komma att pressa upp priserna. Detta ändrades 2012, och även under 2013 har företagen indikerat att insatsvaror inte längre förväntas vara en pris-

Diagram 2:22. Arbetskostnad per producerad enhet och KPIF

Årlig procentuell förändring

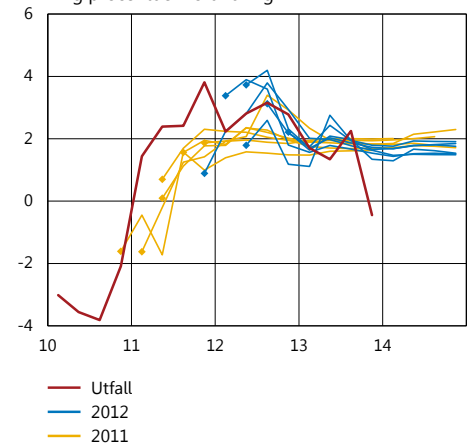


Anm. Trenden är framräknad via ett så kallat HP-filtrer och avser trend vid Riksbankens prognos i februari 2014.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:23. Arbetskostnad per producerad enhet, utfall och prognoser

Årlig procentuell förändring

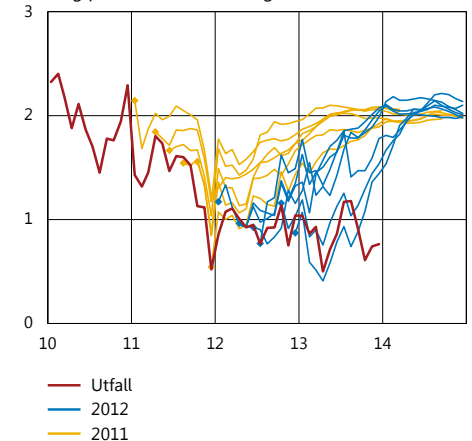


Anm. De gula och blåa linjerna avser Riksbankens prognoser under 2011–2012. Markeringarna visar startpunkten för varje prognos och kan därför avvika från senaste utfall för den tidpunkten.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:24. KPIF, utfall och prognoser

Årlig procentuell förändring



Anm. Se anmärkningen till diagram 2:23. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

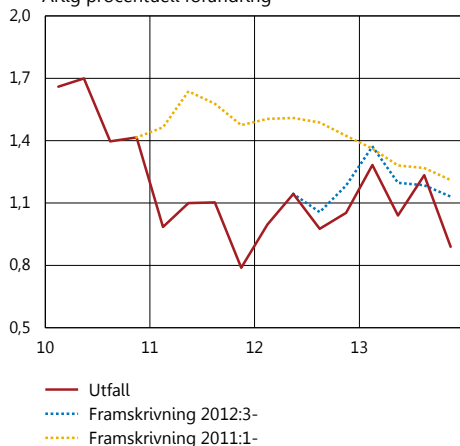
Källor: SCB och Riksbanken

²⁰ Den bestående delen mäts här som trenden i arbetskostnaden per producerad enhet. Trenden är framräknad via ett så kallat HP-filtrer.

²¹ För detaljer om skattningen, se fördjupningen "Perspektiv på den låga inflationen" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2014.

Diagram 2:25. Utfall och framskrivning av KPIF exklusive energi

Årlig procentuell förändring

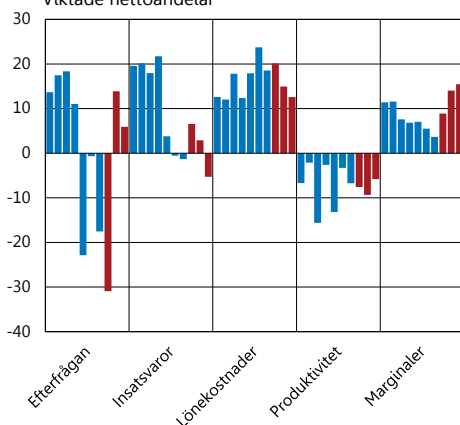


Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:26. Drivkrafter bakom prissättningen kommande tolv månader

Viktade nettoandelar



Anm. Staplarna visar den relativa andelen (netto) för fem faktorer som enligt företagen kommer att påverka priserna uppåt eller nedåt på tolv månaders sikt. Den första stapeln för varje faktor avser undersökningen i september 2010 och den sista avser undersökningen i september 2013. Undersökningarna genomförda under 2013 är markerade i rött.

Källa: Riksbanken

höjande faktor. Det stöder bilden att låga importpriser 2012–2013 bidragit till att hålla inflationen nere dessa år.

I slutet av 2012 räknade företagen med att deras marginaler, som är nära kopplade till prispåslagen, inte skulle ha så stor effekt på prisökningarna under 2013. Förväntningarna på marginalernas pris-höjande effekt ökade dock under 2013.

■ KAPITEL 3 – Penningpolitiken 2013

Tillväxten i svensk ekonomi var sammantaget svag under 2013. Främst hängde det samman med den svaga tillväxten i omvärlden som dämpade efterfrågan på svensk export. Sysselsättningen ökade, men eftersom utbudet av arbetskraft också ökade låg arbetslösheten kvar på ungefär samma nivå som 2012. Under året steg samtidigt förtroendet hos hushåll och företag, vilket stödde bilden av att tillväxten skulle öka och arbetsmarknaden förbättras mer påtagligt 2014. Inflationen var låg och sjönk ytterligare mot slutet av året. För att understödja återhämtningen och bidra till att inflationen går tillbaka mot målet bedrev Riksbanken en expansiv penningpolitik. Reporäntan var oförändrad på 1 procent fram till december, då den sänktes till 0,75 procent. Penningpolitiken under 2013 handlade om att väga hur låg räntan behöver vara för att inflationen ska närma sig målet tillräckligt snabbt, mot de ökade risker förknippade med hushållens skulder som en låg ränta kan medföra.

Penningpolitiska beslut under 2013

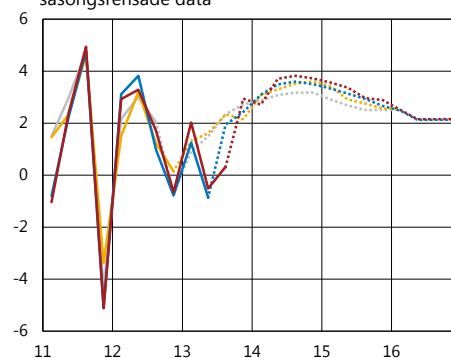
■ Februari – låg tillväxt men vissa ljusglimtar

Under inledningen av 2013 präglades den svenska ekonomin fortsatt av krisen i euroområdet, där problemen i skuldrikländerna alltjämt var en källa till osäkerhet och svag efterfrågan. Detta bidrog till att den svenska BNP-tillväxten förväntades bli svag under det första halvåret. Men det fanns samtidigt en del ljusglimtar. Oron på finansmarknaderna hade minskat och hushåll och företag, både i Sverige och i omvärlden, var något mer optimistiska om framtiden. Utvecklingen var fortsatt stark i tillväxtekonomierna och återhämtningen höll i sig i USA. Riksbanken bedömde därför att den svenska BNP-tillväxten successivt skulle öka under året (se diagram 3:1). Eftersom arbetsmarknaden påverkas av utvecklingen i BNP med viss eftersläpning väntades arbetslösheten stiga något under året, men efterhand som tillväxten skulle öka beräknades sysselsättningen stiga och arbetslösheten falla tillbaka. Sammantaget bedömdes resursutnyttjandet i ekonomin vara lägre än normalt.

Den svaga ekonomiska utvecklingen i Sverige bidrog tillsammans med fallande priser på importerade varor till att inflationstrycket var lågt. Riksbankens direktions ansåg därför att penningpolitiken behövde vara fortsatt expansiv, för att ge stöd åt konjunkturen så att inflationen skulle stiga mot målet på 2 procent. Direktionen konstaterade samtidigt att hushållens skulder som andel av deras inkomster var kvar på en hög nivå och att detta utgjorde en risk på längre sikt (se diagram 3:2). Vid det penningpolitiska mötet i februari beslutade direktionen att behålla reporäntan på 1 procent. Reporäntan väntades vara kvar på den nivån under hela 2013 och från början av 2014 gradvis öka till drygt 2,5 procent i början av 2016 (se diagram 3:3). Den reala reporäntan väntades vara negativ ända fram till slutet av 2014 (se diagram 3:4). En sådan penningpolitik väntades bidra till en KPI-inflation nära 2 procent från mitten av 2014 och till att resursutnyttjandet normaliserades under prognosperioden (se diagram 3:5). Inflationen mätt med KPI påverkas direkt av att hushållens räntekost-

Diagram 3:1. BNP, prognoser 2013

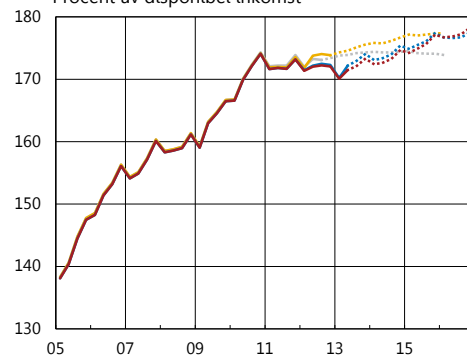
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



— December
— Oktober
— April
— Februari

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:2. Hushållens skulder, prognoser 2013
Procent av disponibel inkomst

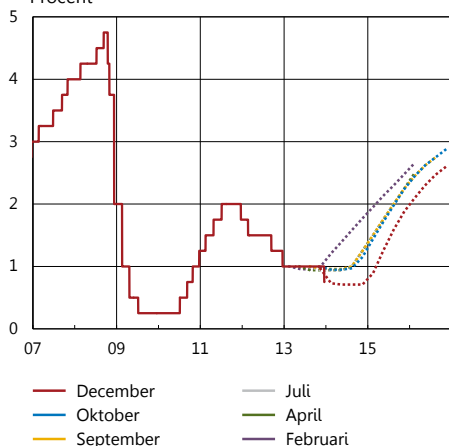


— December
— Oktober
— April
— Februari

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:3. Reporänta, prognoser 2013

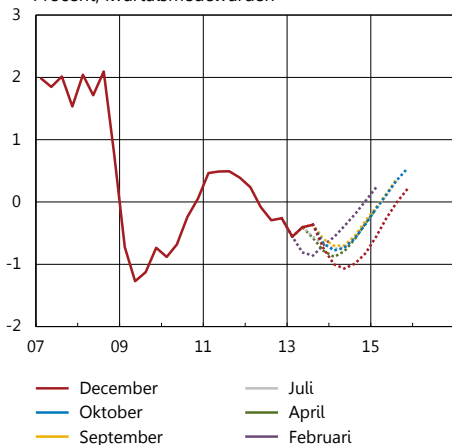
Procent



Anm. Utfall är dagsdata och prognos avser kvartalsmedelvärden.
Källa: Riksbanken

Diagram 3:4. Real reporänta, prognoser 2013

Procent, kvartalsmedelvärden

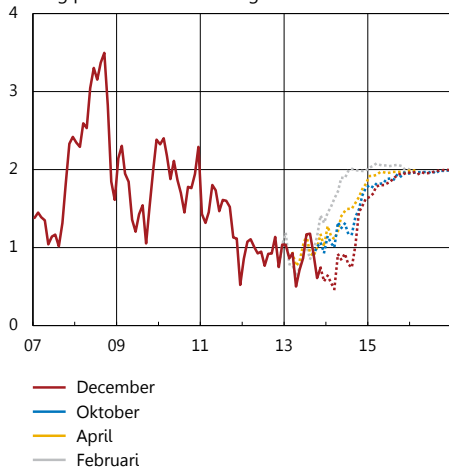


Anm. Den reala reporäntan är beräknad som ett medelvärde av Riksbankens reporänteprognos för det kommande året minus inflationsprognos (KPIF) för motsvarande period.

Källa: Riksbanken

Diagram 3:5. KPIF, prognoser 2013

Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

nader ökar snabbare när Riksbanken höjer reporäntan. Ökningstakten i KPI väntades därför uppgå till drygt 2,5 procent i slutet av prognosperioden. Samtidigt väntades hushållens skuldsättning förbli hög men inte öka alltför snabbt framöver (se diagram 3:2).

■ Alternativa räntescenarier och den penningpolitiska avvägningen

I den penningpolitiska rapporten i februari presenterades också som vanligt två alternativa scenarier för reporäntan. Alternativscenarierna var beräknade med Riksbankens makromodell Ramses och illustrerade vad som skulle kunna hända med den ekonomiska utvecklingen om Riksbanken hade valt en annan penningpolitik än i huvudscenariot. De fungerade alltså som simuleringar av tänkbara effekter av olika penningpolitiska alternativ.²²

Enligt modellberäkningarna skulle en lägre räntebana ha medfört att KPIF-inflationen skulle ha nått 2 procent något snabbare och arbetslösheten skulle ha minskat något mer än i huvudscenariot (se diagram 3:6–3:8).

Flertalet direktionsledamöter ansåg dock att det inte gick att välja räntebana enbart utifrån informationen i dessa scenarier. Inflationen och resursutnyttjandet kan påverkas av faktorer som inte fångas i dessa beräkningar. Hushållens skuldsättning är en sådan faktor. Vid det penningpolitiska beslutet i februari ansåg flertalet i direktionen att en lägre reporänta ytterligare skulle öka riskerna förknippade med hushållens skuldsättning. De framhöll också risken att låga räntor under lång tid kan få hushållen att bilda sig orealistiska förväntningar om ränteläget framöver och därmed öka sin skuldsättning på ett ohållbart sätt. Genom att inte sänka reporäntan kunde Riksbanken bidra till att hålla tillbaka ökningstakten i hushållens skuldsättning och därigenom minska riskerna för stora svängningar i inflationen och resursutnyttjandet längre fram. Denna avvägning mellan huvudscenariot och alternativet med en lägre räntebana fanns genomgående i de penningpolitiska besluten under året.²³

■ April – reporäntebanan sänktes då det förväntades ta längre tid för inflationen att nå målet

Inför det penningpolitiska mötet i april konstaterades att återhämtningen i den amerikanska ekonomin höll i sig och att utvecklingen i Asien var stark. Osäkerheten var dock fortfarande stor beträffande utvecklingen i euroområdet, där BNP-tillväxten väntades förbli svag. Samtidigt fanns tecken på att den svenska ekonomin gradvis återhämtade sig. Stämningläget bland hushåll och företag förbättrades och konsumtionen och investeringarna beräknades öka snabbare framöver.

²² I det första scenariot skulle Riksbanken föra en mer expansiv penningpolitik genom att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter i innevarande kvartal för att sedan sätta reporäntan 0,25 procentenheter lägre än räntebanan i huvudscenariot i ytterligare fyra kvartal. Efter fyra kvartal skulle reporäntan gradvis närma sig räntebanan i huvudscenariot. I det högre scenariot skulle räntan avvika uppåt i samma utsträckning som reporäntan sattes lägre i föregående scenario.

²³ Se även fördjupningen "Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen".

Inflationen var dock fortsatt låg. Som en följd av att inflationen 2012 blev lägre än vad Riksbanken och andra bedömare hade förväntat sig gjorde Riksbanken en översyn av de bedömningar som låg till grund för inflationsprognosen. Översynen indikerade att företagen – i förhållande till kostnadsutvecklingen – höjde priserna mindre än tidigare. Detta ledde fram till bedömningen att företagen hade svårare att föra över ökade kostnader till konsumentpriserna än vad Riksbanken tidigare räknat med. Att kronan blivit något starkare än väntat bidrog ytterligare till ett lägre inflationstryck i svensk ekonomi (se diagram 3:9). Prognosen för inflationen reviderades därför ned i april, främst avseende 2014, och det skulle nu ta längre tid för inflationen att nå målet på 2 procent (se diagram 3:5). Samtidigt väntades hushållens skulder nu öka snabbare, från en redan hög nivå.

För att stödja återhämtningen så att inflationen skulle stiga mot målet beräknades reporäntan behöva vara låg en längre tid än enligt tidigare bedömning. Vid det penningpolitiska mötet i april lämnade Riksbankens direktion reporäntan oförändrad på 1 procent samtidigt som reporäntebanan sänktes. Den lägre reporäntebanan hade till största delen att göra med att inflationsprognosen reviderades ned, främst avseende 2014. Enligt Riksbankens nya reporänteprognos skulle reporäntan långsamt börja höjas först under andra halvåret 2014, ungefär ett år senare än enligt bedömningen i februari (se diagram 3:3). Den nya prognosen innebar att reporäntan i slutet av 2014 väntades vara omkring 0,5 procentenhet lägre än enligt prognosen i februari. Med en sådan räntebana väntades inflationen mätt som KPIF vara nära 2 procent i början av 2015 (se diagram 3:5). Prognosen innebar att hushållens skuldsättning skulle öka något snabbare framöver, men mot bakgrund av det lägre inflationstrycket bedömde flertalet direktionsledamöter att den förda penningpolitiken ändå var väl avvägd.

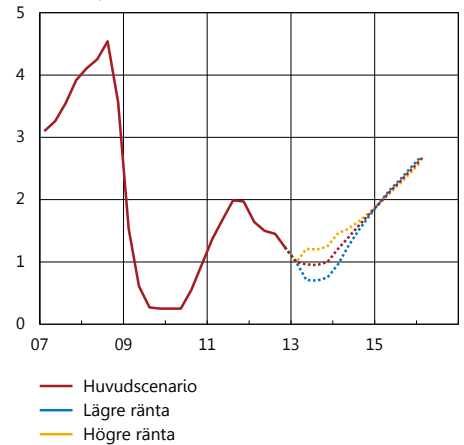
Jul, september och oktober – utsikterna till återhämtning oförändrat goda och penningpolitiken låg fast

Från april till oktober var den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden i linje med Riksbankens prognoser och prognosrevideringarna var små. Riksbanken räknade med att konjunkturutsikterna i omvärlden som helhet, sammanvägd utifrån den betydelse olika länder har för svensk ekonomi, successivt skulle bli bättre de närmaste åren.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna påverkades bland annat av skiftande förväntningar om när och hur den amerikanska centralbanken Federal Reserve skulle inleda en normalisering av penningpolitiken. I maj inleddes en uppgång i de långa obligationsräntorna globalt (se diagram 3:10) efter att Federal Reserve meddelat att man övervägde att trappa ned de obligationsköp som man genomfört i olika omgångar sedan 2008.²⁴ Men räntorna påverkades också

Diagram 3.6. Alternativa reporäntebanor, februari 2013

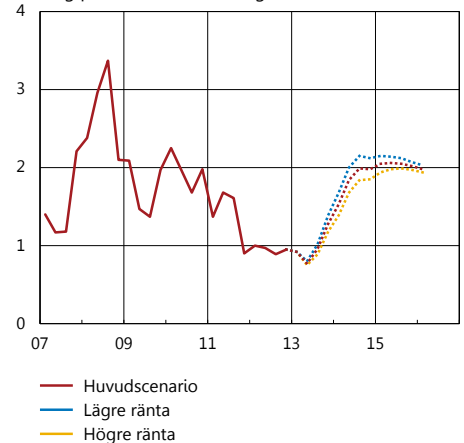
Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Scenarier i penningpolitisk rapport februari 2013. Källa: Riksbanken

Diagram 3.7. KPIF, alternativa reporäntebanor, februari 2013

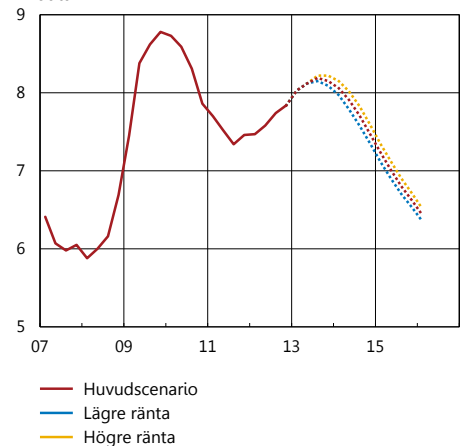
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Anm. Scenarier i penningpolitisk rapport februari 2013. KPIF är KPI med fast bostadsränta. Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3.8. Arbetslöshet, alternativa reporäntebanor, februari 2013

Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongsrensade data

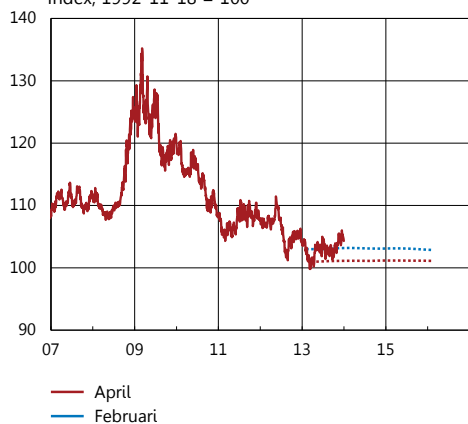


Anm. Scenarier i penningpolitisk rapport februari 2013. Källor: SCB och Riksbanken

²⁴ För mer information om detta, se fördjupningen "Förväntad nedtrappning av amerikanska centralbankens tillgångsköp", *Penningpolitisk rapport*, oktober 2013.

Diagram 3:9. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX, prognoser 2013

Index, 1992-11-18 = 100

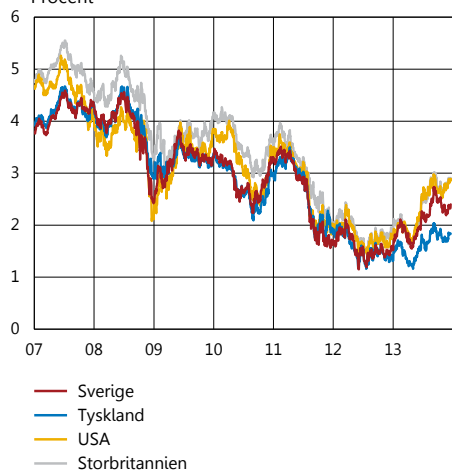


Anm. KIX är en sammanvägning av växelkurser som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Utfall är dagsdata och prognos avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

Diagram 3:10. Statsobligationsräntor, 10 års löptid

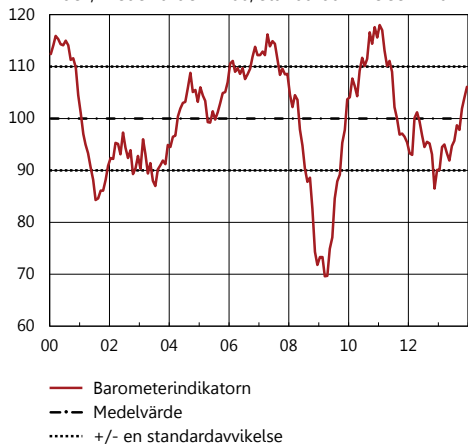
Procent



Källa: Macrobond

Diagram 3:11. Barometerindikatorn

Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



Källa: Konjunkturinstitutet

av tecknen på en bättre utveckling i Europa och i ett antal andra länder.

Stigande räntor och en förstärkning av konjunkturutsikterna i de utvecklade ekonomierna bidrog under sommaren till kapitalutflöden från vissa tillväxtekonomier, där konjunkturutsikterna i stället dämpades något.

I september överraskade Federal Reserve aktörerna på de finansiella marknaderna genom beslutet att fortsätta med sina månatliga tillgångsköp i oförändrad skala. Det medförde att statsobligationsräntorna föll tillbaka något, i förhållande till den kraftiga uppgången sedan i maj.

Politisk oenighet om finanspolitiken i USA ledde till att delar av den offentliga verksamheten stängdes ned under nästan tre veckor i oktober. Verksamheten kunde återupptas efter kongressens beslut om en tillfällig budget och en kortsiktig höjning av det offentliga skuldtaket.

Utvecklingen i den svenska ekonomin var tudelad. Svag efterfrågan i euroområdet bidrog till att exporten och investeringarna minskade. Samtidigt bidrog låga räntor och en stigande sysselsättning till en god inkomstutveckling som bäddade för att konsumtionen skulle kunna fortsätta öka stadigt. I takt med att världsekonomin växte snabbare förväntades även efterfrågan på svensk export öka och BNP-tillväxten ta bättre fart mot slutet av året (se diagram 3:1).

De nationalräkenskaper som publicerades i juli och september tydde på att svensk BNP ökat något långsammare under det första halvåret än vad Riksbanken tidigare trott. Indikatorer pekade dock på en fortsatt återhämtning och stämningläget hos svenska hushåll och företag hade successivt stigit (se diagram 3:11). Till ljuspunkterna hörde också att arbetslösheten blivit lägre än vad Riksbanken hade förväntat sig (se diagram 3:12). Förbättringen på arbetsmarknaden väntades bli tydligare under 2014 då konjunkturen stärktes mer påtagligt.

Priserna på bostadsrätter och villor hade fortsatt att öka under året (se diagram 3:16). Enkätundersökningar visade att hushållens förväntningar om boräntor på fem års sikt var fortsatt lägre än vad som var förenligt med Riksbankens antagande om reporäntan på lång sikt. Eftersom bostadspriser påverkas av förväntade framtida bostadsräntor fanns det risk för en ohållbar prisutveckling framöver.

Inflationen var kvar på en låg nivå. Enligt Riksbankens företagsintervjuer som genomfördes i september skulle det låga pristrycket i ekonomin bestå den närmaste tiden, till följd av hård konkurrens.

Vid de penningpolitiska mötena i juli, september och oktober beslutade Riksbankens direktion därför att lämna reporäntan oförändrad på 1 procent och bedömde att den skulle behöva vara kvar på sin låga nivå i ungefär ett år (se diagram 3:3). Sammantaget förväntades detta leda till att KPIF-inflationen skulle nå 2 procent under 2015 (se diagram 3:5).

Liksom tidigare under året konstaterade direktionen vid dessa penningpolitiska möten att en ännu lägre reporänta skulle kunna leda till att inflationen kunde nå målet något tidigare. Samtidigt bedömde flertalet direktionsledamöter att en lägre ränta också skulle öka riskerna förknippade med hushållens skuldsättning. Att lämna reporäntan oförändrad ansågs mot denna bakgrund vara en rimlig avvägning.

■ **Oväntat låg inflation resulterade i sänkning av reporäntan i december**

Inför det penningpolitiska mötet i december konstaterades att konjunkturutvecklingen i både Sverige och omvärlden sedan en tid hade varit ungefär i linje med Riksbankens prognoser.

Däremot hade inflationsutfallen för oktober och november, som inkommit sedan den penningpolitiska rapporten i oktober, blivit betydligt lägre än förväntat. Det var nu ökningen i tjänstepriser som visade tydliga tecken på att avta, och det rörde sig om en nedgång på bred front. Detta indikerade att det underliggande inflationstrycket var lägre än vad Riksbanken tidigare räknat med.

Det konstaterades vidare att ökningstakten i det inhemska kostnadstrycket hade fortsatt att vara högre än inflationen. Detta gav ytterligare stöd åt den bild som framträtt alltsedan april, nämligen att företagen hade haft svårt att föra över kostnadsökningar till högre priser. Sammantaget väntades inflationen jämfört med den senaste bedömningen i oktober nu bli tydligt lägre; det gällde framför allt under det närmaste året (se diagram 3:5).

Mot bakgrund av det låga inflationstrycket var samtliga direktionens ledamöter överens om att det var lämpligt att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 0,75 procent och att justera ner reporäntebanan (se diagram 3:3). Direktionen var också överens om att det mest troliga var att reporäntan skulle ligga kvar på 0,75 procent till början av 2015 innan den långsamt började höjas. Mot slutet av 2016 bedömdes reporäntan uppgå till 2,6 procent. Den reala reporäntan väntades nu vara negativ ända till slutet av 2015 (se diagram 3:4).

Även om reporäntan sänktes i december innebar beslutet liksom tidigare en avvägning mellan hur låg räntan behövde vara för att inflationen skulle närma sig målet tillräckligt snabbt och de ökade risker förknippade med hushållens höga skuldsättning som en låg ränta kan medföra. Utan en mer expansiv penningpolitik bedömdes risken dock finnas att inflationen inte skulle nå 2 procent de närmaste åren, och därför bedömdes det vara motiverat att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter och att justera ner reporäntebanan. Samtidigt fortsatte hushållens höga skuldsättning att utgöra en risk mer långsiktigt. Det konstaterades att flera politikområden behöver hjälpas åt för att hantera den risken och att åtgärder inom makrotillsynen spelar en viktig roll i detta sammanhang.

Diagram 3:12. Arbetslöshet, prognoser 2013
Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data

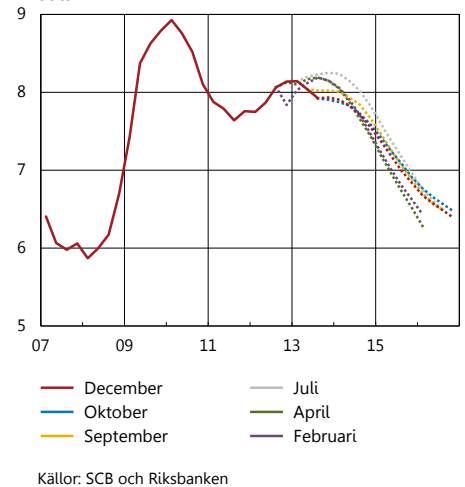
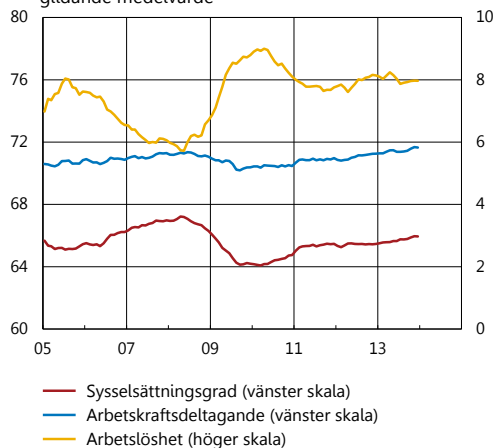


Diagram 3:13. Arbetskraft, sysselsättning och arbetslöshet

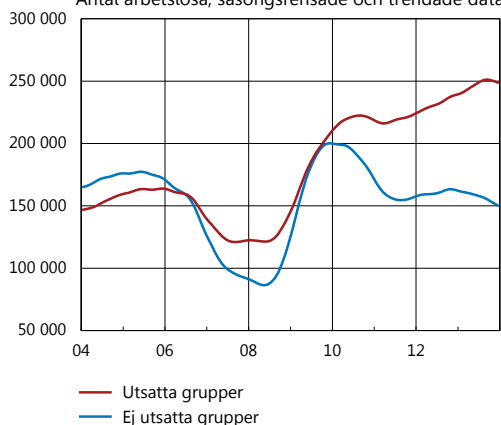
Procent av befolkningen respektive procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data, tre månaders glidande medelvärde



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:14. Arbetslösa, utsatta grupper på arbetsmarknaden

Antal arbetslösa, säsongrensade och trendade data



Anm. Arbetslösa inklusive personer i aktivitetsstöd. Enligt Arbetsförmedlingen är det fyra grupper som relativt sett har en utsatt position på arbetsmarknaden och som har svårare att få ett nytt jobb om de blir arbetslösa: utomeuropeiskt födda, personer med enbart förgymnasial utbildning, äldre i åldern 55–64 år och personer med funktionsnedsättning som medför nedsatt arbetsförmåga.

Källa: Arbetsförmedlingen

Viktiga frågor i den penningpolitiska diskussionen 2013

Direktionen var enig om att den fortsatt svaga konjunkturen och det låga inflationstrycket innebar att penningpolitiken behövde förbli expansiv under 2013. Med undantag för beslutet i december rådde det dock delade meningar om hur expansiv penningpolitiken behövde vara och vad som utgjorde en väl avvägd penningpolitik.²⁵ De olika bedömningarna avspeglade framför allt skillnader i synen på penningpolitikens möjligheter att å ena sidan snabbare minska arbetslösheten och få upp inflationen till målet och å andra sidan påverka hushållens skuldsättning. Direktionen diskuterade i detta sammanhang risken för att långvarigt låga räntor skulle kunna bidra till att hushållen bildar sig orealistiska förväntningar om låga räntor och stigande bostadspriser, men även risken för att inflationsmålet kan förlora i trovärdighet om inflationen långvarigt hamnar under målet. Därutöver gjorde ledamöterna olika bedömningar av hur aktiv penningpolitiken bör vara och i vilken utsträckning prognosen för kronkursen ska påverkas av prognosen för skillnaden mellan reporäntan och omvärldens styrräntor. Direktionen var enig om att förutsättningarna för att hantera riskerna med hushållens skuldsättning blev bättre i och med regeringens besked om hur ramverket för den svenska makrotillsynen ska se ut.

■ Utvecklingen på den svenska arbetsmarknaden

Trots den svaga konjunkturen utvecklades den svenska arbetsmarknaden relativt väl och sysselsättningsgraden steg. Genom att arbetskraften också ökade låg dock arbetslösheten kvar på omkring 8 procent (se diagram 3:13). Inom direktionen fanns olika uppfattningar om penningpolitikens möjlighet att bidra till minskad arbetslöshet. Flertalet direktionsledamöter menade att arbetslösheten i betydande utsträckning var av strukturell karaktär.²⁶ Penningpolitikens möjligheter att uppnå lägre arbetslöshet var därmed små. En anledning till denna syn var att en större andel av de arbetslösa bedömdes stå längre från arbetsmarknaden än tidigare. Olika så kallade utsatta grupper på arbetsmarknaden utgjorde 2013 en större andel av de arbetslösa än 2006 (se diagram 3:14). Både sammansättningen av gruppen arbetslösa och arbetslöshetstidens längd talade för att de arbetslösa 2013 hade sämre fotfäste på arbetsmarknaden än tidigare. Några direktionsledamöter menade dock att en mer expansiv penningpolitik som skulle leda till ett högre efterfrågetryck i ekonomin var särskilt viktig för att öka chansen för grupper med en svag ställning på arbetsmarknaden att finna en anställning och därmed för att undvika att arbetslösheten långvarigt blir kvar på en hög nivå.

²⁵ Se även rutan "Penningpolitiska beslut och reservationer 2013".

²⁶ För en mer ingående analys av utvecklingen på arbetsmarknaden, se fördjupningen "Perspektiv på utvecklingen på svensk arbetsmarknad".

■ Bostadspriser och hushållens skuldsättning

Hushållens skulder i förhållande till de disponibla inkomsterna har ungefär fördubblats sedan mitten av 1990-talet (se diagram 3:15). Den ökade skuldsättningen hänger samman med att bostadspriserna har ökat. Under 2013 fortsatte priser på småhus och bostäder att stiga (se diagram 3:16). En majoritet inom direktionen ansåg att den höga nivån på hushållens skuldsättning i Sverige innebar betydande risker för den makroekonomiska utvecklingen.

I vilken utsträckning penningpolitiken bör ta hänsyn till dessa risker beror på i vilken utsträckning penningpolitiken i sig påverkar riskerna, och där skiljde sig bedömningarna åt mellan direktionens ledamöter. Flertalet direktionsledamöter ansåg att hushållens skuldsättning skapade begränsningar för hur expansiv penningpolitiken kunde vara under 2013. Att det därmed skulle kunna ta något längre tid att uppnå inflationsmålet och ett normalt resursutnyttjande sågs som en acceptabel kostnad för att minska riskerna för en betydligt sämre makroekonomisk utveckling längre fram. Ett par ledamöter gjorde bedömningen att penningpolitiken skulle ha alltför liten effekt på riskerna förknippade med hushållens skuldsättning i förhållande till kostnaderna förknippade med en längre period med en inflation under målet och lågt resursutnyttjande. De ansåg därför att hänsyn till hushållens skuldsättning inte skulle tas i de penningpolitiska besluten. I stället skulle sådana eventuella risker hanteras inom andra politikområden, till exempel makrotillsynen.

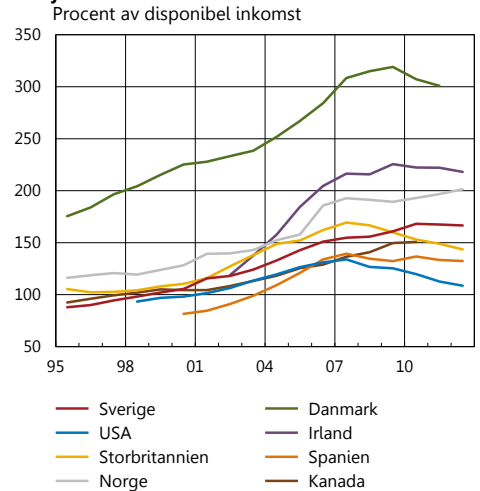
■ Hushållens ränteförväntningar

Det fanns också en oro i direktionen för att långvarigt låga räntor skulle kunna bidra till att hushållen bildar sig orealistiska förväntningar om den framtida ränteutvecklingen. Enkätundersökningar visade att hushållens förväntningar om boräntorna på fem års sikt var lägre än vad som verkade vara förenligt med Riksbankens antagande om reporäntan på lång sikt (se diagram 3:17). Om hushållens förväntningar på det framtida ränteläget blir orealistiskt låga, skulle detta kunna bidra till en ohållbar uppgång i bostadspriser och skuldsättning. Flertalet i direktionen menade under stora delar av året att detta var ett argument för att inte ytterligare sänka reporäntan.

■ Makrotillsyn och penningpolitik

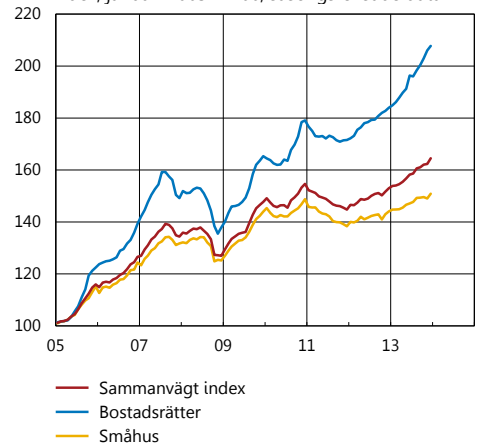
Det fanns en enighet inom direktionen om att andra verktyg än reporäntan kan vara mer effektiva för att minska riskerna förknippade med hushållens skuldsättning. En majoritet av direktionen ansåg det vara mycket angeläget att ytterligare åtgärder vidtas för att hejda fortsatta ökningar i hushållens skuldsättning. Detta gällde särskilt efter sänkningen av reporäntan och räntebanan i december.

Diagram 3:15. Hushållens skulder, internationell jämförelse



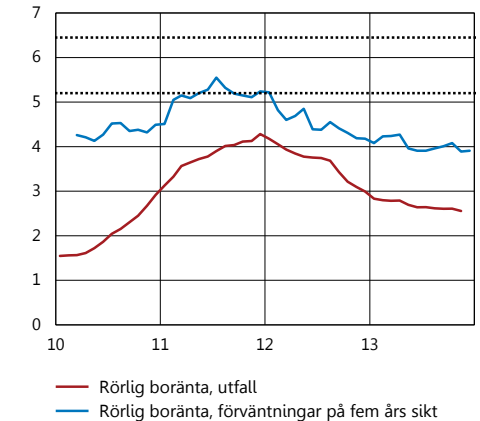
Källa: OECD

Diagram 3:16. Bostadspriser
Index, januari 2005 = 100, säsongrensade data



Källor: Valueguard och Riksbanken

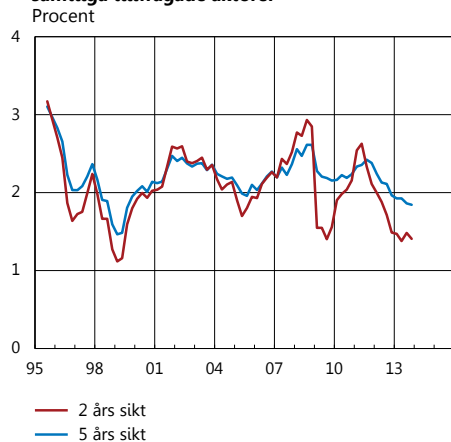
Diagram 3:17. Ränteförväntningar bland hushåll avseende rörlig boränta fem år framåt i tiden
Procent



Anm. De streckade linjerna visar ett intervall för den långsiktiga nivån på den rörliga boräntan. Intervallet baseras på dels ett intervall för den långsiktiga reporäntan på 3,5–4,5 procent, dels ett intervall för skillnaden mellan en tremånaders boränta och reporänta på 1,7–2 procentenheter.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

Diagram 3:18. Inflationförväntningar bland samtliga tillfrågade aktörer



Källa: TNS SIFO Prospera

En fråga som diskuterades vid de penningpolitiska mötena mot slutet av året var betydelsen för penningpolitiken av regeringens beslut att tilldela Finansinspektionen huvudansvaret för makrotillsynsverktygen. Var regeringens beslut ett skäl till att inte längre väga in eventuella risker med hushållens skuldsättning i de penningpolitiska besluten? Flertalet i direktionen menade att risker med finansiella obalanser trots beslutet måste beaktas i penningpolitiken även framöver. Ett skäl till detta var att utvecklingen av hushållens skuldsättning var fortsatt viktig för den makroekonomiska stabiliteten och Riksbankens möjligheter att mer långsiktigt uppnå inflationsmålet och stabilisera resursutnyttjandet. I det perspektivet konstaterades att de historiska erfarenheterna av makrotillsyn är begränsade, och att det är mycket osäkert vilka effekter makrotillsynsåtgärder har på ekonomin. Det påpekades också att det återstår mycket arbete innan ett färdigt ramverk för makrotillsynen är på plats. Sannolikt kommer olika politikområden att behöva samverka för att hantera finansiella obalanser. Man konstaterade också att Riksbankens syn att risker förknippade med finansiella obalanser bör beaktas i penningpolitiken är väl i linje med hur flera andra centralbanker och forskare resonerar.²⁷

■ Låg inflation och inflationsmålets trovärdighet

En viktig uppgift för penningpolitiken är att värna om inflationsmålets trovärdighet, och direktionen diskuterade också under året vilken roll den låga inflationen kan spela för inflationsförväntningarna. Om de mer långsiktiga inflationsförväntningarna faller under målet kan det bli svårare för Riksbanken att uppnå inflationsmålet. Några direktionsledamöter menade att denna risk var ett skäl för en mer expansiv penningpolitik. Flertalet ledamöter såg dock inte ännu några mer påtagliga tecken på att de mer långsiktiga inflationsförväntningarna, mätta som förväntad inflation på fem års sikt, var på väg att avvika alltför mycket från målet (se diagram 3:18).

■ Omvärldsutveckling, utländska styrräntor och växelkursen

Under större delen av året fanns det en samsyn inom direktionen vad gäller prognoserna för tillväxt, inflation och styrräntor i omvärlden. I början av året framfördes dock en avvikande mening om styrräntor och tillväxten i omvärlden som gick ut på att dessa skulle utvecklas svagare än i Riksbankens prognos.

Det rådde dock delade meningar om huruvida kronkursen skulle påverkas av den ökade skillnad mellan reporäntan och omvärldens styrräntor som fanns i Riksbankens prognos, och som inte avspeglades i den rådande marknadsprissättningen.²⁸ Direktionen var enig om att prognosen för kronkursen var mycket osäker och att kronan påverkas av många olika faktorer. Men ett par direktionsledamöter

²⁷ Se även fördjupningen "Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen" samt Smets, Frank (2013). Financial stability and monetary policy: How closely interlinked?, *Penning- och valutapolitik 2013:3*, Sveriges riksbank.

²⁸ Marknadsprissättningen – i form av så kallade terminräntor – ger indikationer om förväntade framtida styrräntor i Sverige och omvärlden.

ansåg att ränteskillnaderna i Riksbankens prognos, allt annat lika, borde leda till en starkare krona än vad som antas i prognosen, och därmed till ett lägre inflationstryck och till ett behov av en mer expansiv penningpolitik.

Penningpolitiska beslut och reservationer 2013

12 februari Reporäntan lämnades oförändrad på 1 procent. Prognosen för reporäntan justerades ned marginellt. Prognosen för reporäntan innebar att räntan skulle ligga kvar på ungefär 1 procent under 2013 för att därefter med början under första kvartalet 2014 höjas till 2,7 procent i det första kvartalet 2016. Vice riksbankschef Karolina Ekholm reserverade sig mot räntebeslutet och ränteprognosen. Hon förordade en sänkning av reporäntan till 0,75 procent och en bana där reporäntan låg kvar på den nivån till och med första kvartalet 2014 för att gradvis höjas till knappt 2 procent vid prognosperiodens slut. Detta motiverades av hennes bedömning att en räntebana som under prognosperioden gav en högre prognos för KPIF-inflationen och en lägre prognos för arbetslösheten utgör en bättre avvägd penningpolitik. Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson reserverade sig mot den penningpolitiska rapporten, räntebeslutet och ränteprognosen i rapporten. Han förordade en sänkning av reporäntan till 0,5 procent och en bana där reporäntan låg kvar på den nivån till och med första kvartalet 2014 och sedan steg till 1,5 procent vid prognosperiodens slut. Detta motiverades av hans bedömning att rapportens prognoser för utländska styrräntor längre fram, utländsk tillväxt och svensk inflation var för höga, och att hans räntebana med hänsyn till dessa omständigheter gav en prognos för KPIF-inflationen närmare inflationsmålet och en prognos för arbetslösheten närmare en långsiktigt hållbar nivå och därför utgjorde en bättre avvägd penningpolitik. Han bedömde också att hans lägre räntebana inte märkbart skulle påverka eventuella risker med hushållens skuldsättning, eftersom penningpolitiken normalt sett endast har mycket små kortsiktiga effekter på skuldsättningen och med låg och stabil inflation inga långsiktiga sådana effekter.

16 april Reporäntan lämnades oförändrad på 1 procent. Prognosen för reporäntan sänktes. Den nya räntebanan innebar att reporäntan skulle ligga kvar på 1 procent till och med tredje kvartalet 2014 för att därefter gradvis höjas till 2,5 procent det första kvartalet 2016. Vice riksbankschef Karolina Ekholm reserverade sig mot räntebeslutet och ränteprognosen. Hon förordade en sänkning av reporäntan till 0,75 procent och en bana där reporäntan låg kvar på den nivån till och med tredje kvartalet 2014 för att gradvis höjas till omkring 1,75 procent vid prognosperiodens slut. Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson reserverade sig mot den penningpolitiska uppföljningen, räntebeslutet och ränteprognosen i rapporten. Han förordade en sänkning av reporäntan till 0,5 procent och sedan en bana där reporäntan låg på 0,25 procent från och med det tredje kvartalet 2013 till

och med tredje kvartalet 2014 och sedan steg till 1,5 procent vid prognosperiodens slut. Ekholm och Svensson motiverade sina reservationer på samma sätt som i februari. Svensson ansåg dessutom att hans lägre räntebana kanske skulle öka hushållens skuldkvot med ett par procentenheter inom ett par år, men inte på lång sikt, och att den inte märkbart skulle påverka eventuella risker med hushållens skuldsättning.

2 juli Reporäntan lämnades oförändrad på 1 procent. Prognosen för reporäntan lämnades oförändrad. Prognosen innebar att reporäntan skulle ligga kvar på 1 procent till och med tredje kvartalet 2014 för att därefter gradvis höjas till 2,75 procent i det tredje kvartalet 2016. Vice riksbankscheferna Karolina Ekholm och Martin Flodén reserverade sig mot räntebeslutet och ränteprognosen. Ekholm förordade en sänkning av reporäntan till 0,75 procent och en bana där reporäntan låg kvar på den nivån till och med andra kvartalet 2014 för att gradvis höjas till omkring 2,25 procent vid prognosperiodens slut. Hon motiverade sin reservation på samma sätt som i februari och april. Flodén förordade en sänkning av reporäntan till 0,75 procent och en bana där reporäntan låg kvar på den nivån till och med andra kvartalet 2014 för att sedan följa räntebanan i den penningpolitiska rapporten. Detta motiverades av hans bedömning att en sådan räntebana skulle medföra en prognos där KPIF-inflationen snabbare återgick till 2 procent och resursutnyttjandet blev mer balanserat. Dessutom ansåg Flodén att en sådan räntebana skulle minska risken att räntebanan i framtiden måste revideras ned, och att det skulle ta lång tid innan räntan skulle kunna höjas från den låga nivå den befann sig på.

4 september Reporäntan lämnades oförändrad på 1 procent. Prognosen för reporäntan lämnades oförändrad. Vice riksbankscheferna Karolina Ekholm och Martin Flodén reserverade sig mot räntebeslutet och ränteprognosen och förespråkade lägre räntebanor. De förordade båda en sänkning av reporäntan till 0,75 procent och samma räntebanor som i juli. De motiverade sina reservationer på samma sätt som i juli.

23 oktober Reporäntan lämnades oförändrad på 1 procent. Prognosen för reporäntan justerades ned marginellt. Vice riksbankscheferna Karolina Ekholm och Martin Flodén reserverade sig mot räntebeslutet och ränteprognosen och förespråkade lägre räntebanor. Ekholm förordade en sänkning av reporäntan till 0,75 procent och en bana där reporäntan låg kvar på den nivån till och med tredje kvartalet 2014 för att gradvis höjas till ungefär 2,4 procent vid prognosperiodens slut. Flodén förordade en sänkning av reporäntan till 0,75 procent och en bana där reporäntan låg kvar på den nivån till och med tredje kvartalet 2014 för att från fjärde kvartalet 2014 snabbt höjs mot räntebanan i den penningpolitiska rapporten. De

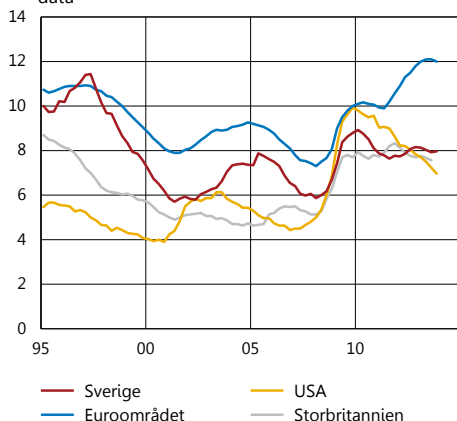
motiverade sina reservationer på samma sätt som i juli och september.

16 december En enig direktion beslutade att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 0,75 procent och att sänka prognosen för reporäntan. Den nya ränteprognosen innebär att reporäntan väntades vara kvar på 0,75 procent ungefär ett år. Först i början av 2015 bedömdes det vara lämpligt att långsamt börja höja räntan. I slutet av prognosperioden väntades räntan uppgå till 2,6 procent.

■ Perspektiv på utvecklingen på svensk arbetsmarknad

Diagram 3:19. Arbetslöshet, internationell jämförelse

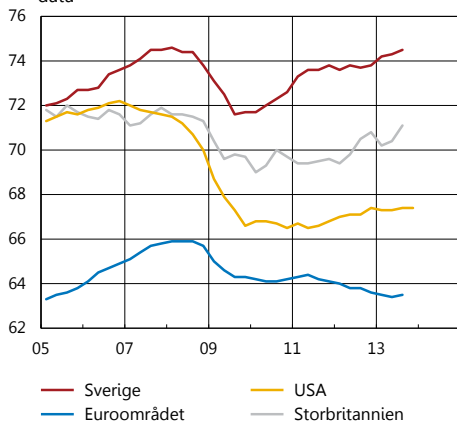
Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Källor: Eurostat, SCB och Riksbanken

Diagram 3:20. Sysselsättningsgrad, internationell jämförelse

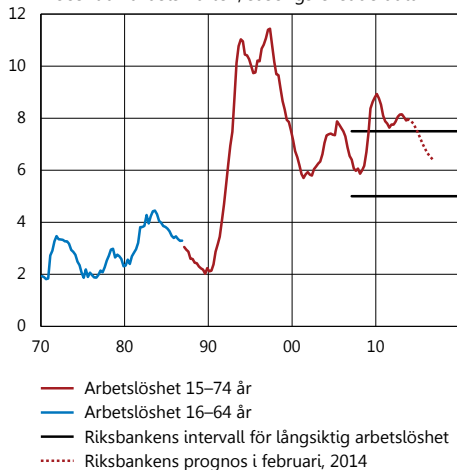
Procent av befolkningen, 15–64 år, säsongrensade data



Källor: Eurostat och OECD

Diagram 3:21. Arbetslöshet och långsiktig hållbar arbetslöshet

Procent av arbetskraften, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Utvecklingen på arbetsmarknaden är viktig för Riksbanken vid utformningen av penningpolitiken. Denna fördjupning belyser arbetsmarknadsläget på flera olika sätt. Riksbankens samlade bedömning är att det finns lediga resurser på arbetsmarknaden, vilket bidrar till att inflationen är låg och motiverar den låga reporäntan. Analysen visar dock samtidigt att det finns faktorer som kan innebära att det blir svårt att framöver minska arbetslösheten påtagligt med hjälp av penningpolitik. En sådan faktor är att sammansättningen av arbetslösheten har förändrats.

Arbetsmarknadsläget viktigt för penningpolitiken

Utvecklingen på arbetsmarknaden har betydelse för utformningen av penningpolitiken. Sysselsättning och arbetslöshet påverkar lönebildningen och därigenom också inflationen. Samtidigt är resursutnyttjandet på arbetsmarknaden en viktig del i konjunkturanalysen och bedömningen av hur den faktiska ekonomiska utvecklingen förhåller sig till vad som kan anses vara långsiktigt hållbart.

Arbetslösheten används ofta som ett mått på resursutnyttjandet på arbetsmarknaden, men arbetsmarknadsläget bör bedömas utifrån en större uppsättning indikatorer. Detta illustreras av diagram 3:19 och 3:20. Arbetslösheten i Sverige är något högre än i Storbritannien och USA (se diagram 3:19). Samtidigt är sysselsättningsgraden väsentligt högre i Sverige, och den har också stigit påtagligt de senaste åren (se diagram 3:20). Detta tydliggör att arbetslösheten har olika bestämningsfaktorer i olika länder.

I Sverige tyder nivån på arbetslösheten på att det finns lediga resurser på arbetsmarknaden, det vill säga att den faktiska arbetslösheten är högre än den långsiktigt hållbara arbetslösheten. Riksbankens bedömning är att den långsiktiga arbetslösheten ligger i intervallet 5 till 7,5 procent (se diagram 3:21).

Bedömningen utgår från antagandet att arbetslösheten 2006 var nära den långsiktigt hållbara nivån. Därutöver bygger bedömningen på antaganden om effekterna av dels de reformer som genomförts på den svenska arbetsmarknaden sedan 2006, som verkar för lägre långsiktig arbetslöshet, dels den demografiska utvecklingen under denna period, som verkar för högre långsiktig arbetslöshet.²⁹ Intervallet speglar hur osäkra de olika antagandena är. Hur snabbt arbetslösheten kan sjunka tillbaka beror till stor del på matchningseffektiviteten; därför är olika indikatorer på denna viktiga att följa.

²⁹ Se fördjupningen "Den långsiktiga utvecklingen på svensk arbetsmarknad" i *Penningpolitisk rapport*, juli 2012, Sveriges riksbank.

Överraskande stark utveckling av sysselsättningen och arbetskraften

Med tanke på konjunkturläget har sysselsättningen och sysselsättningsgraden i Sverige ökat oväntat mycket (se diagram 3:20). Men även utvecklingen av arbetskraften har överraskat positivt. Den har ökat kraftigt i förhållande till vad som kan förväntas utifrån den demografiska utvecklingen – en så kallad demografisk framskrivning (se diagram 3:22).

Den demografiska framskrivningen görs i två steg. Till att börja med håller man detaljerade relationer i arbetsmarknadsläget 2006 konstanta. Därefter studerar man effekterna på det totala arbetskraftsdeltagandet av att befolkningen ändras till antal och sammansättning. Vid en sådan framskrivning framgår att arbetskraftsdeltagandet har utvecklats starkt, givet demografin.

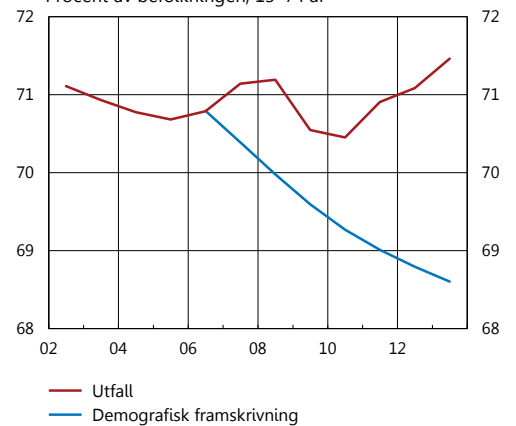
Den demografiska framskrivningen avspeglar att det jämfört med 2006 nu finns en högre andel av befolkningen i åldersgrupper med ett genomsnittligt lägre arbetskraftsdeltagande. Detta talar för att arbetskraftsdeltagandet borde vara lägre (se diagram 3:23 och 3:24). Trots detta är det totala arbetskraftsdeltagandet högre än 2006. Arbetskraftsdeltagandet har stigit trendmässigt i flertalet åldersgrupper, och de reformer som regeringen har genomfört på den svenska arbetsmarknaden för att stimulera arbetsutbudet bedöms vara en av orsakerna till detta.

Förändrad sammansättning av gruppen arbetslösa påverkar arbetslösheten

På sikt antas ett högt arbetskraftsutbud öka möjligheterna för sysselsättningen att växa och arbetslösheten att bli lägre. Men eftersom sysselsättningsgraden hittills inte stigit i samma utsträckning som arbetskraftsdeltagandet har arbetslösheten ökat sedan 2006. Den demografiska utvecklingen och trenderna i vissa gruppers arbetskraftsdeltagande har precis som för arbetskraften medfört att arbetslöshetens sammansättning har förändrats. De arbetslösa består idag till större del av grupper som står längre från arbetsmarknaden (se diagram 3:25).

Till dessa hör till exempel personer med låg utbildning och funktionsnedsatta med nedsatt arbetsförmåga. Att de arbetslösa till högre grad utgörs av personer som har svårare att komma i arbete speglas också av att den genomsnittliga arbetslöshetstiden fortsatt är ovanligt lång (se diagram 3:26). Detta beskrevs i en analys av arbetsmarknadens funktions sätt, som Riksbanken presenterade hösten 2012. Fortfarande saknas tydliga tecken på att matchningseffektiviteten har börjat förbättras. Den så kallade jobbchansen ligger fortsatt lågt i förhållande till hur arbetskraftsefterfrågan har utvecklats.³⁰ Normalt sett har ett ökat utbud av arbetskraft en återhållande effekt på inflationstrycket i ekonomin eftersom löneutvecklingen dämpas när fler söker arbete. Men den mekanismen försvagas om en större

Diagram 3:22. Arbetskraftsdeltagande, utfall jämfört med demografisk framskrivning
 Procent av befolkningen, 15–74 år



Anm. Demografiska framskrivningen konstanthåller detaljerade relationer i arbetsmarknadsläget 2006 och visar för åren därefter effekter på arbetsmarknaden av att befolkningen ändras till antal och sammansättning avseende ålder, ursprung och kön.
 Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:23. Befolkning i olika åldersgrupper
 Procent av den arbetsföra befolkningen, 15–74 år

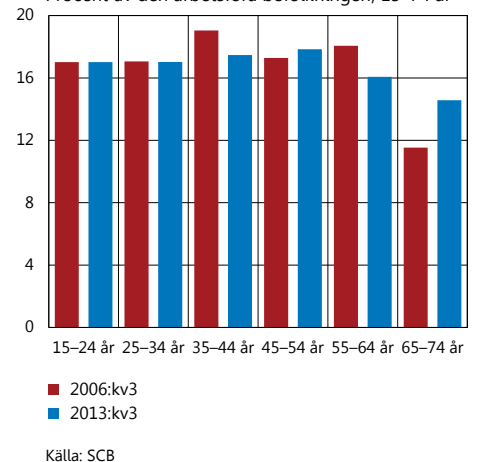
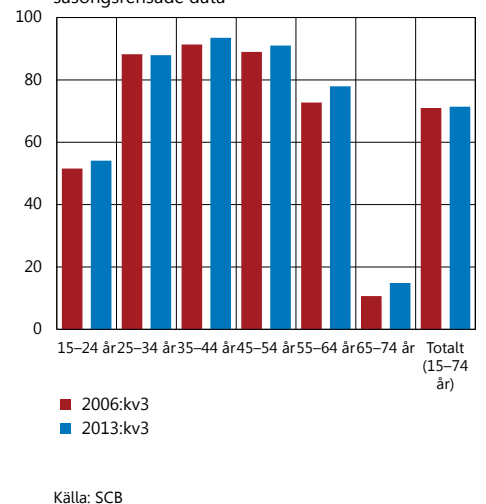


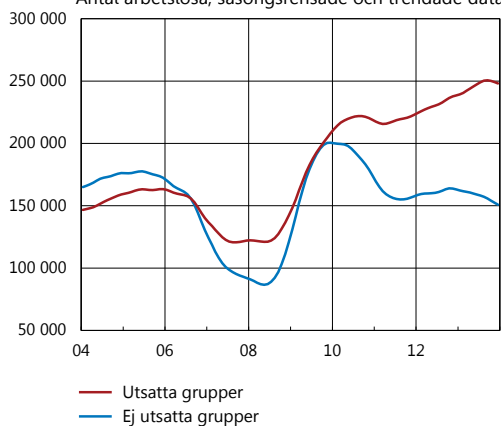
Diagram 3:24. Arbetskraftsdeltagande i olika åldersgrupper
 Procent av den arbetsföra befolkningen, 15–74 år, säsongrensade data



³⁰ Jobbchansen definieras som andelen sökande som gått från arbetslöshet till arbete.

Diagram 3:25. Arbetslösa, utsatta grupper på arbetsmarknaden

Antal arbetslösa, säsongrensade och trendade data

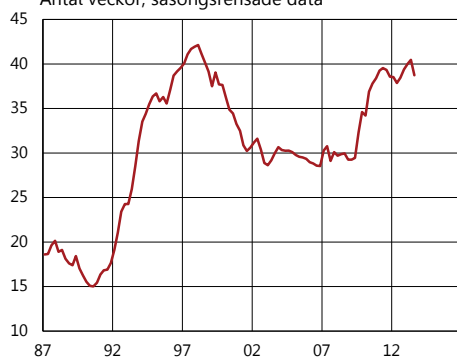


Anm. Arbetslösa inklusive personer i aktivitetsstöd. Enligt Arbetsförmedlingen är det fyra grupper som relativt sett har en utsatt position på arbetsmarknaden och som har svårare att få ett nytt jobb om de blir arbetslösa: utomeuropeiskt födda, personer med enbart förgymnasial utbildning, äldre i åldern 55–64 år och personer med funktionsnedsättning som medför nedsatt arbetsförmåga.

Källa: Arbetsförmedlingen

Diagram 3:26. Genomsnittlig arbetslöshetstid, 20–64 år

Antal veckor, säsongrensade data



Källa: SCB

andel av de nya arbetssökandena har en svagare förankring på arbetsmarknaden.

Riksbankens samlade bedömning är att det under det gångna året har funnits lediga resurser på arbetsmarknaden, vilket har bidragit till att inflationen varit låg och motiverat den låga reporäntan. Den låga räntan bidrar till en allt starkare konjunktur och därmed också till ljusare utsikter på arbetsmarknaden. Analysen visar dock att det finns faktorer som kan innebära att det blir svårt att framöver minska arbetslösheten påtagligt och varaktigt med hjälp av penningpolitiken. En sådan faktor är den förändrade sammansättningen av gruppen arbetslösa. Detta utgör en utmaning främst för andra politikområden, inom vilka åtgärder kan behöva vidtas för att det ska bli möjligt att nå låg arbetslöshet.

■ KAPITEL 4 – Prognosförmåga

Penningpolitiken verkar med fördröjning och behöver därför baseras på prognoser. En utvärdering av prognoserna gjorda under perioden 2007–2013 visar att Riksbanken har gjort förhållandevis bra prognoser för KPIF-inflationen, BNP-tillväxten och arbetslösheten. Precisionen är däremot relativt sett lägre för KPI-inflationen, vilket avspeglar en lägre relativ träffsäkerhet för prognoserna för reporäntan. En analys visar att det framför allt är ett relativt stort prognosfel 2009 som påverkar Riksbankens resultat vad gäller KPI-prognoserna. Utvärderingen visar också att skillnaderna mellan olika bedömares prognosförmåga är små och överlag inte statistiskt säkerställda.

Utvärdering av prognoser gjorda 2007–2013

Prognoser träffar sällan exakt rätt. Diagram 2:12–2:15 i kapitel 2 illustrerar hur Riksbankens och andra bedömares prognoser för ett antal centrala variablers utveckling 2013 förändrades från prognostillfälle till prognostillfälle. Det typiska mönstret är att de prognoser som gjordes tidigt, i början av 2012, 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 lyckas förutse det slutliga utfallet betydligt tidigare än andra. 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.³¹

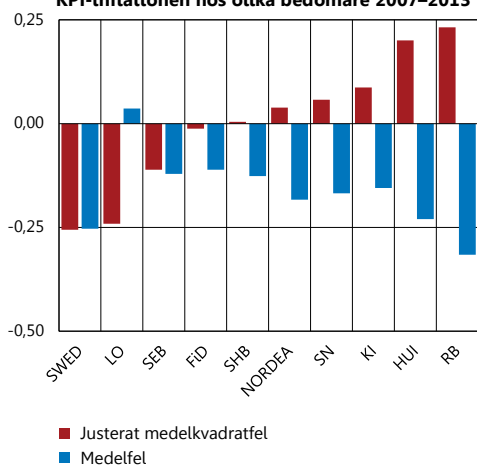
■ Mått på träffsäkerheten

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 2:13 erhålls till exempel medelfelet för Riksbankens prognoser för KPI-inflationen genom att för varje prognostillfälle beräkna skillnaden mellan utfallet (den streckade linjen i diagrammet) och prognosen (den röda punkten i diagrammet) och sedan ta medelvärdet av dessa skillnader. Ett negativt medelfel indikerar att prognoserna i genomsnitt legat över det slutliga utfallet, medan ett positivt medelfel innebär att prognoserna i genomsnitt varit för låga.

En svaghet med denna metod är att positiva och negativa prognosfel 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 varit träffsäkra. För att undvika problemet att positiva och negativa prognosfel tar ut varandra är det därför vanligt att även beräkna det genomsnittliga *kvadrerade* prognosfelet – medelkvadratfelet. Detta innebär att

³¹ Se fördjupningen "Om att utvärdera penningpolitik" i *Redogörelse för penningpolitiken 2012*.

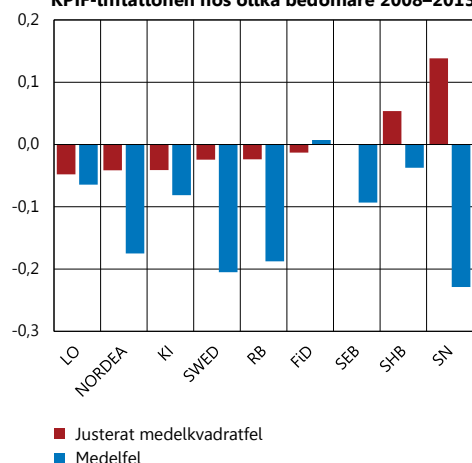
Diagram 4.1. Träffsäkerheten i prognoserna för KPI-inflationen hos olika bedömare 2007–2013



Anm. FiD = Finansdepartementet, HUI = HUI Research AB, KI = Konjunkturinstitutet, RB = Riksbanken, SHB = Svenska Handelsbanken, SN = Svenskt Näringsliv och SWED = Swedbank. Se fotnot 34 och 35 för information om underlaget till diagrammet.

Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

Diagram 4.2. Träffsäkerheten i prognoserna för KPIF-inflationen hos olika bedömare 2008–2013



Anm. Se diagram 4.1 för en förklaring av förkortningarna. Se fotnot 34 och 35 för information om underlaget till diagrammet. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

prognosfelet vid varje prognostillfälle kvadreras innan medelvärdet beräknas. På så sätt undviker man problemet att positiva och negativa prognosfel tar ut varandra.

■ Träffsäkerheten i prognoserna för perioden 2007–2013

Statistiska mått på träffsäkerheten, som medelfel och medelkvadratfel, säger inte så mycket om prognosförmåga 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. Sådana beräkningar bör alltså tolkas med stor försiktighet.³²

För att få en mer stabil bild av träffsäkerheten är det bättre att studera prognoser gjorda under en längre tidsperiod. I diagram 4:1–4:5 visas medelfel och kvadrerade medelfel för prognoserna för inflationen enligt KPI och KPIF, BNP-tillväxten, arbetslösheten och reporäntan beräknade över perioden 2007–2013.³³

Medelfelet, blå stapel i diagrammen, är alltså det genomsnittliga prognosfelet under perioden. En positiv stapel innebär att prognoserna i genomsnitt underskattat utfallen medan en negativ stapel innebär en överskattning.

De röda staplarna i diagrammen visar justerade medelkvadratfel. Justeringen är gjord med en metod som tar hänsyn till att vissa prognosmakare i genomsnitt gör sina prognoser senare än andra och därför har tillgång till mer information.³⁴ I diagrammen redovisas respektive bedömares justerade medelkvadratfel som en avvikelse från genomsnittet för alla bedömare. Ett negativt värde innebär då att en bedömare har ett lägre justerat medelkvadratfel och därmed är mer träffsäker än genomsnittet. Rangordningen av träffsäkerheten i diagrammen görs med utgångspunkt från det justerade medelkvadratfelet (de röda staplarna). Prognoserna med den största träffsäkerheten är således de som gjordes av bedömare med det lägsta värdet.

Jämfört med motsvarande analys i tidigare års redogörelser för penningpolitiken har två förändringar gjorts i år. Den första förändringen gäller hur bedömarens justerade medelkvadratfel redovisas. Förändringen påverkar bara skalan i diagrammen, den har ingen betydelse för rangordningen av bedömare.³⁵ Den andra förändringen gäller utvärderingsperioden som i år startar 2007. Tidigare år redovisades utvärderingar av prognoserna gjorda från och med 1999. Utvärderingar av den längre perioden var dock behäftade med pro-

³² I appendix redovisas beräkningar av medelfel och kvadrerade medelfel för prognoserna 2013 för ett antal bedömare.

³³ För KPIF-inflationen är perioden 2008–2013 eftersom måttet KPIF introducerades i juli 2008. För Riksbanken avser prognosfelet under första halvan av 2008 inflationen mätt med KPIX, som var det mått på underliggande inflation som KPIF så småningom ersatte. Även när det gäller andra bedömare kan prognoserna i början av perioden avse KPIX. De två måtten har det gemensamt att de renser bort de direkta effekterna på KPI av förändringar i bostadsräntor.

³⁴ Beräkningsmetoden utgår från att de kvadrerade prognosfelet kan delas upp i en komponent som beror på mängden tillgänglig information vid publiceringen, en komponent som avspeglar de olika prognosmakarnas prognosförmåga och en komponent som fångar att olika år är olika svåra att prognostisera för alla bedömare. För en beskrivning av metoden, se Andersson, Michael och Aranki, Ted (2009), Prognosmakares förmåga – vad brukar vi utvärdera och vad vill vi utvärdera? *Penning- och valutapolitik* 2009:3, Sveriges riksbank.

³⁵ I motsvarande diagram i tidigare rapporter skalades respektive bedömares justerade medelkvadratfel upp med medelkvadratfelet för samtliga bedömares prognoser. Skillnaden jämfört med diagrammen i denna rapport består alltså endast av en konstant och har ingen betydelse för rangordningen av bedömare. I och med förändringen blir Riksbankens diagram konsistenta med hur andra institutioner väljer att redovisa resultaten från motsvarande beräkningar.

blemet att Riksbankens prognoser fram till 2007 inte var baserade på vad banken själv ansåg vara den mest sannolika utvecklingen av reporäntan.³⁶ Under denna period var prognoserna så kallade *betingade* prognoser – fram till 2005 var de prognoser för hur inflationen, BNP, arbetslösheten med mera skulle utvecklas under antagande att reporäntan hölls oförändrad under prognosperioden. Det var ett antagande som hade pedagogiska poänger, men det var normalt inte särskilt realistiskt. Hur bra de *betingade* prognoserna egentligen var är därför svårt att utvärdera i och med att förutsättningen för prognoserna – att reporäntan inte ändrades – oftast inte slog in.

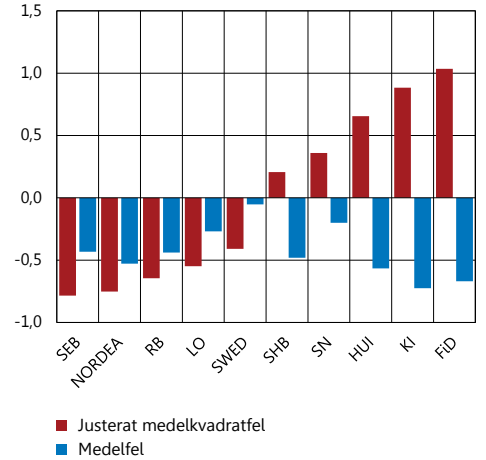
Sedan 2007 publicerar dock Riksbanken egna prognoser för reporäntan som speglar den utveckling av reporäntan som direktionen bedömer ger en väl avvägd penningpolitik under prognosperioden. Prognoserna görs således numera under helt andra förutsättningar än tidigare och på ett sätt som bättre lämpar sig för jämförelser med andra prognosmakare. Det är därför naturligt att starta utvärderingsperioden 2007. En nackdel är naturligtvis att utvärderingen av prognoserna för KPI, BNP och arbetslöshet då görs på en kortare period än tidigare, vilket gör att slumpen får en större betydelse för resultatet.

Det förtjänar att påpekas att bytet av period inte medför någon stor förändring av Riksbankens rangordning jämfört med andra prognosmakare – den enda skillnaden gäller BNP-prognoserna där Riksbankens resultat förbättras en placering. För att illustrera detta, och för att kunna jämföra resultatet av årets prognosutvärdering med resultatet förra året, redovisas också en utvärdering av prognoserna för KPI, BNP och arbetslöshet för den längre perioden 1999–2013 i appendix.

■ **Relativt små skillnader i träffsäkerhet**

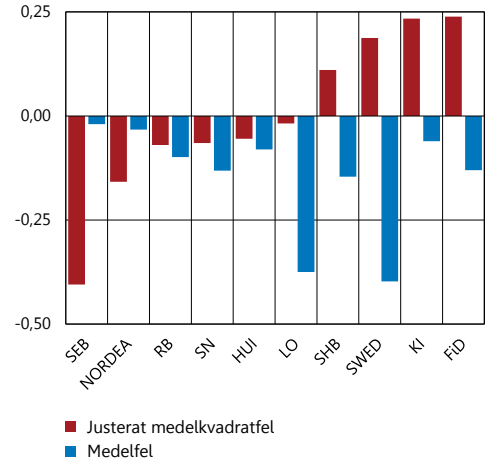
Riksbanken förefaller ha gjort relativt bra prognoser för BNP-tillväxten och arbetslösheten, medan prognoserna för KPIF-inflationen placerar sig ungefär i mitten av fältet av prognosmakare.³⁷ Precisionen är däremot relativt sett lägre för KPI-inflationen. Eftersom utvecklingen av reporäntan spelar en central roll för skillnaden mellan KPI och KPIF borde den lägre precisionen i KPI-inflationen avspeglas i en lägre relativ träffsäkerhet även för reporäntan.³⁸ Detta bekräftas av diagram 4:5. Samtliga bedömare har i genomsnitt överskattat reporäntan, men Riksbanken har det största justerade medelkvadratfelet.

Diagram 4.3. Träffsäkerheten i prognoserna för BNP-tillväxten hos olika bedömare 2007–2013



Anm. Se diagram 4:1 för en förklaring av förkortningarna. Se fotnot 34 och 35 för information om underlaget till diagrammet. Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

Diagram 4.4. Träffsäkerheten i prognoserna för arbetslösheten hos olika bedömare 2007–2013



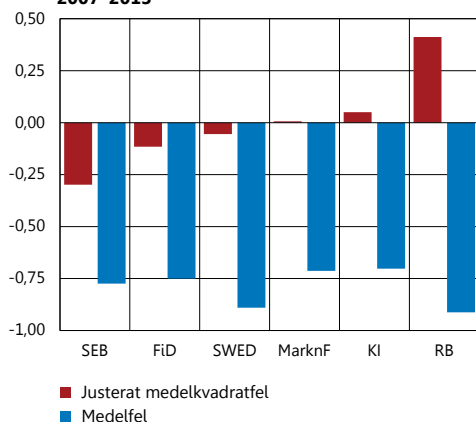
Anm. Se diagram 4:1 för en förklaring av förkortningarna. Se fotnot 34 och 35 för information om underlaget till diagrammet. En viss justering har gjorts av vissa prognoser gjorda 2012–2013. Se vidare fotnot 37. Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

³⁶ Riksbanken har alltid betonat att detta kan vara en källa till problem vid jämförelser av prognoser. För mer om detta, se Andersson, Michael och Palmqvist, Stefan (2013), En mer rättvisande bild av Riksbankens inflationsprognoser, *Ekonomiska kommentarer*, nr 7 2013, Sveriges riksbank.

³⁷ SCB genomförde en metodändring av AKU-statistiken i februari 2013 och uppdaterade samtidigt utfallen för perioden 2010–2012 (för detaljer, se SCB:s pressmeddelande nr 2013:34). Eftersom prognoserna från 2012 och början av 2013 gjordes innan storleken på revideringen av arbetslösheten var känd är det mer rättvisande att jämföra dessa prognoser mot ett utfall som inte inkluderar revideringen. Riksbanken har därför justerat utfallet som dessa prognoser jämförs med. Justeringen är 0,3 procentenheter, vilket ungefär motsvarar den genomsnittliga uppjustering av arbetslösheten 2010–2012 som metodändringen medförde.

³⁸ 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.

Diagram 4.5. Träffsäkerheten i prognoserna för reporäntan vid årets slut hos olika bedömare 2007–2013



Anm. Se diagram 4:1 för en förklaring av förkortningarna. Se fotnot 34 och 35 för information om underlaget till diagrammet. MarknF = Marknadsförväntningar beräknade utifrån terminsräntor med hjälp av räntor på derivatkontrakt (RIBA och FRA), justerade för genomsnittliga riskpremier motsvarande en räntepunkt per månads löptid. Före 2007 publicerade Riksbanken inte prognoser för reporäntan. Riksbankens kvartalsprognoser har uppskattats till dagsvärden för att få fram ett värde i slutet av året. Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

En analys visar att det framför allt är relativt stora prognosfel för 2009 som påverkar Riksbankens resultat när det gäller KPI-prognoserna.³⁹ Tabell 4:1 redovisar rangordningen av Riksbankens KPI-prognoser varje år sedan 2007. Som tabellen illustrerar är det bara 2009 som Riksbankens prognoser hade sämst träffsäkerhet; andra år var Riksbankens prognosförmåga ungefär i mitten av fältet. Trots det hamnar Riksbanken sist i en utvärdering av hela perioden 2007–2013. Förklaringen är att Riksbankens KPI-prognoser för 2009 slog ordentligt fel, och då skillnaderna mellan bedömarens prognosfel för enskilda år normalt är ganska små, får ett stort prognosfel ett enstaka år en stor påverkan på en utvärdering som sammanfattar flera år.

Det är värt att betona att även om det finns vissa skillnader i träffsäkerheten hos olika bedömare också sett över längre tidsperioder, så är dessa skillnader generellt sett relativt små. Formella test visar att skillnaderna i regel inte är statistiskt säkerställda. Det finns alltså statistiskt sett lite som talar emot hypotesen att alla bedömare gör lika bra prognoser.⁴⁰

Tabell 4.1. Årlig rangordning av Riksbankens prognoser 2007–2013

| | BNP | Arbetslöshet | KPI | KPIF | Reporänta |
|-----------|-----|--------------|-----|------|-----------|
| 2007 | 1 | 5 | 5 | - | 4 |
| 2008 | 4 | 2 | 4 | 6 | 5 |
| 2009 | 4 | 6 | 10 | 8 | 6 |
| 2010 | 3 | 6 | 5 | 3 | 2 |
| 2011 | 3 | 5 | 6 | 4 | 4 |
| 2012 | 4 | 7 | 7 | 5 | 5 |
| 2013 | 4 | 4 | 8 | 7 | 6 |
| 2007–2013 | 3 | 3 | 10 | 5 | 6 |

Anm. Siffran i tabellen anger Riksbankens ranking, baserat på den estimerade träffsäkerheten. Ranking 1 är bäst. Tio institut gör prognoser för BNP, arbetslöshet och KPI. Nio gör KPIF-prognoser och fem gör prognoser för reporäntan. I utvärderingen av reporänteprognoserna inkluderas även marknadsförväntningarna enligt marknadens prissättning utifrån terminsräntor. Dessa terminsräntor är beräknade med hjälp av räntor på derivatkontrakt (RIBA och FRA). Terminsräntorna är justerade för genomsnittliga riskpremier motsvarande en räntepunkt per månads löptid.

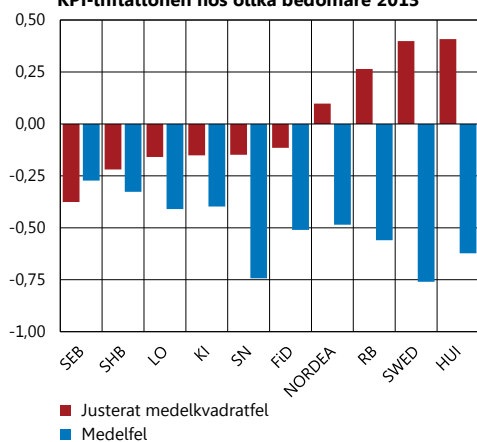
Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

³⁹ Se Andersson, Michael och Palmqvist, Stefan (2013), Riksbankens prognoser står sig väl, *Ekonomiska kommentarer* nr 3, 2013, Sveriges riksbank. I denna kommentar visas bland annat att om 2009 exkluderas från analysen av KPI-prognoserna förbättras Riksbankens rangordning avsevärt i en utvärdering av perioden 2007–2012.

⁴⁰ Se tabell A1 och A2 i appendix för en redovisning av testresultaten. Parvisa jämförelser mellan Riksbanken och övriga bedömare visar på två skillnader som är statistiskt säkerställda. SN gör signifikant sämre prognoser för KPIF-inflationen och SEB gör signifikant bättre prognoser för arbetslösheten.

Appendix

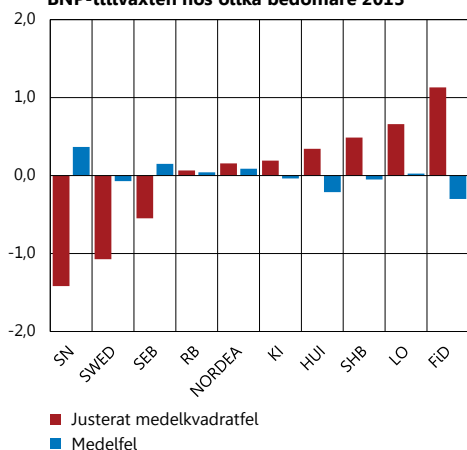
Diagram A1. Träffsäkerheten i prognoserna för KPI-inflationen hos olika bedömare 2013



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

Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

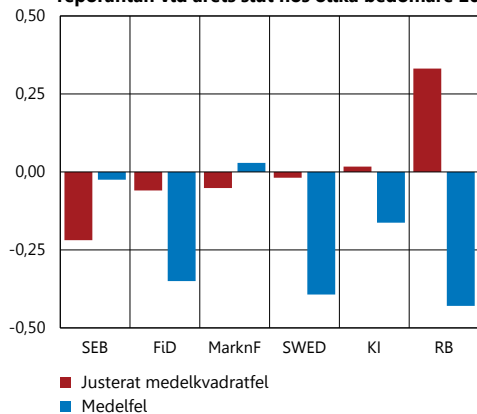
Diagram A3. Träffsäkerheten i prognoserna för BNP-tillväxten hos olika bedömare 2013



Anm. Se anmärkningen till diagram A1 för en förklaring av förkortningarna.

Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

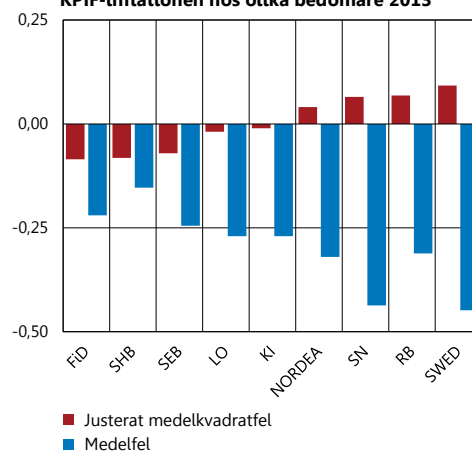
Diagram A5. Träffsäkerheten i prognoserna för reporäntan vid årets slut hos olika bedömare 2013



Anm. Se anmärkningen till diagram A1 för en förklaring av förkortningarna. MarknF = Marknadsförväntningar beräknade utifrån terminräntor med hjälp av räntor på derivatkontrakt (RIBA och FRA), justerade för genomsnittliga riskpremier motsvarande en räntepunkt per månads löptid. Riksbankens kvartalsprognoser har uppskattats till dagsvärden för att få fram ett värde i slutet av året.

Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

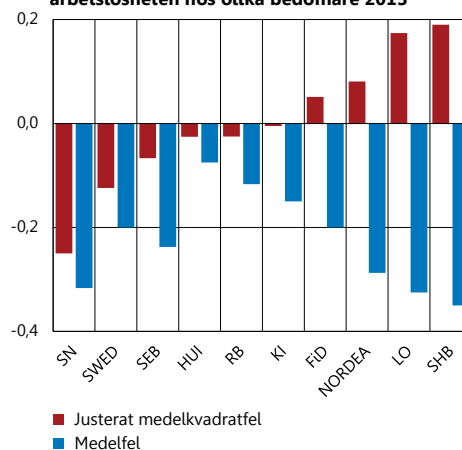
Diagram A2. Träffsäkerheten i prognoserna för KPIF-inflationen hos olika bedömare 2013



Anm. Se anmärkningen till diagram A1 för en förklaring av förkortningarna.

Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

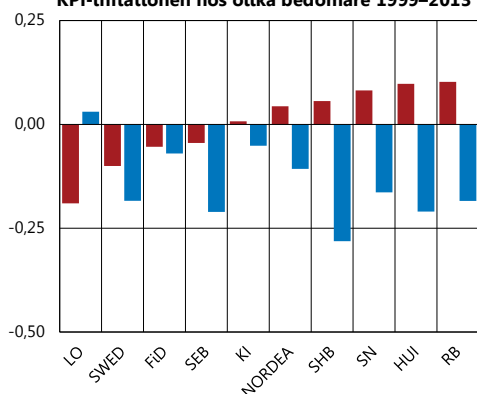
Diagram A4. Träffsäkerheten i prognoserna för arbetslösheten hos olika bedömare 2013



Anm. Se anmärkningen till diagram A1 för en förklaring av förkortningarna. En viss justering har gjorts av vissa prognoser gjorda 2012–2013. Se vidare fotnot 37.

Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

Diagram A6. Träffsäkerheten i prognoserna för KPI-inflationen hos olika bedömare 1999–2013

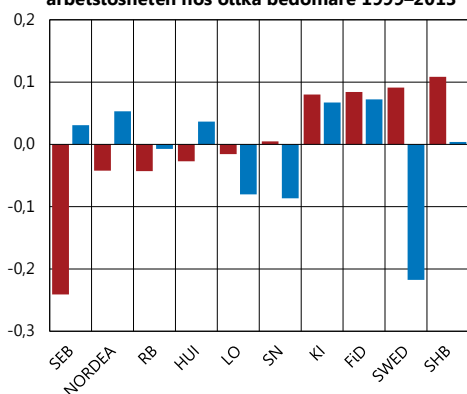


■ Justerat medelkvadratfel
■ Medelfel

Anm. Se anmärkningen till diagram A1 för en förklaring av förkortningarna.

Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

Diagram A8. Träffsäkerheten i prognoserna för arbetslösheten hos olika bedömare 1999–2013

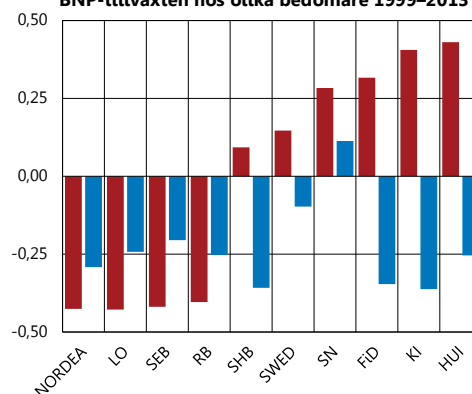


■ Justerat medelkvadratfel
■ Medelfel

Anm. Se anmärkningen till diagram A1 för en förklaring av förkortningarna.

Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

Diagram A7. Träffsäkerheten i prognoserna för BNP-tillväxten hos olika bedömare 1999–2013



■ Justerat medelkvadratfel
■ Medelfel

Anm. Se anmärkningen till diagram A1 för en förklaring av förkortningarna.

Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

I tabell A1 testas hypotesen (H0) att alla bedömare gör lika bra prognoser mot den alternativa hypotesen (HA) att åtminstone en bedömare gör bättre eller sämre prognoser än övriga. Tabellen redovisar det så kallade p-värdet. Om p-värdet är litet är det osannolikt att hypotesen (H0) att alla bedömare gör lika bra prognoser stämmer. Vanligtvis är ett p-värde under 0,05 eller 0,1 ett kriterium (som utgör den så kallade signifikansnivån) för att förkasta H0. Tabell A1 visar att man enligt detta kriterium inte kan förkasta hypotesen att alla bedömare gör lika bra prognoser.

I tabell A2 testas på motsvarande sätt hypotesen (H0) att Riksbanken gör lika bra prognoser som en annan bedömare mot den alternativa hypotesen (HA) att Riksbanken gör bättre eller sämre prognoser än den andra bedömaren. Testen görs med en annan bedömare i taget. Tabellen visar att man i regel inte kan förkasta hypotesen att Riksbanken i statistisk mening gör lika bra prognoser som någon annan bedömare. Det finns två undantag: SEB gör bättre prognoser för arbetslösheten och Svensk Näringsliv sämre prognoser för KPIF-inflationen.

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 |
|------|--------------|------|------|-----------|
| 0,88 | 0,19 | 0,87 | 0,51 | 0,80 |

Anm. Den studerade perioden är 2007–2013 för BNP, arbetslöshet, KPI och reporäntan och 2008–2013 för KPIF. För 2008–2009 ingår delvis prognoser för KPIX istället för KPIF.

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 | 0,25 | 0,26 | 0,52 | 0,93 | 0,37 |
| HUI | 0,31 | 0,91 | 0,94 | | |
| KI | 0,27 | 0,23 | 0,68 | 0,69 | 0,47 |
| LO | 0,95 | 0,87 | 0,15 | 0,68 | |
| Nordea | 0,93 | 0,62 | 0,51 | 0,73 | |
| SEB | 0,90 | 0,06* | 0,30 | 0,73 | 0,13 |
| SHB | 0,53 | 0,35 | 0,52 | 0,35 | |
| SN | 0,46 | 0,93 | 0,63 | 0,04** | |
| SWED | 0,87 | 0,45 | 0,15 | 0,94 | 0,39 |
| MarknF | | | | | 0,38 |

Anm. Den studerade perioden är 2007–2013 för BNP, arbetslöshet, KPI och reporäntan och 2008–2013 för KPIF. För 2008–2009 ingår delvis prognoser för KPIX istället för KPIF. * markerar att resultatet är signifikant på 10-procentsnivån. ** markerar att resultatet är signifikant på 5-procentsnivån. FiD = Finansdepartementet, HUI = HUI Research AB, KI = Konjunkturinstitutet, SHB = Svenska Handelsbanken, SN = Svenskt Näringsliv, SWED = Swedbank och MarknF = Marknadsförväntningar beräknade utifrån terminsräntor med hjälp av räntor på derivatkontrakt (RIBA och FRA), justerade för genomsnittliga riskpremier motsvarande en räntepunkt per månads löptid.

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



MIX
Pepper från
ansvarfulla källor
FSC® C007116

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