

AVDELNINGEN FÖR PENNINGPOLITIK



Redogörelse för penningpolitiken 2014

2015-03-16

Redogörelse för penningpolitiken 2014

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 2014, medan kapitel 3 redogör för den penningpolitik som bedrivits under året. Kapitel 4 analyserar träffsäkerheten i prognoserna. Rapporten innehåller också två fördjupningar – en om Riksbankens utvecklingsarbete 2014 och en som jämför drivkrafterna bakom inflationsutvecklingen i Sverige och i Norge de senaste åren.

Rapporten kallades tidigare Underlag för utvärdering av penningpolitiken. Redogörelsen för penningpolitiken 2014 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 2015

Penningpolitiken i Sverige

PENNINGPOLITISK STRATEGI¹

- 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 dessa möten publiceras en penningpolitisk rapport.² 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.

² Detta gäller från och med april 2015. Tidigare publicerades en penningpolitisk rapport i samband med tre av de penningpolitiska mötena och i samband med de tre andra möten publicerades en penningpolitisk uppföljning.

Innehåll

- KAPITEL 1 – Sammanfattning **5**
 - Fördjupning: Riksbankens utvecklingsarbete 2014 **9**
- KAPITEL 2 – Måluppfyllelse **13**
 - Fördjupning: Varför är inflationen låg i Sverige men inte i Norge? **26**
- KAPITEL 3 – Penningpolitiken 2014 **31**
- KAPITEL 4 – Prognosförmåga **39**
- Appendix **43**

KAPITEL 1 – Sammanfattning

Återhämtningen i konjunkturen fortsatte under 2014 men inflationen blev lägre än Riksbankens mål på 2 procent. KPIF-inflationen uppgick till i genomsnitt 0,5 procent medan KPI-inflationen, som inkluderar direkta effekter av de ränteförändringar som gjorts, var $-0,2$ procent i genomsnitt. En övergripande förklaring till att inflationen varit låg är att efterfrågeutvecklingen på senare år varit förhållandevis dämpad och att konjunkturläget alltså är något svagare än normalt. Detta har bland annat bidragit till att företagen haft svårt att höja sina priser i samma takt som deras kostnader ökat. Det finns också tecken på att inflationen kan ha hållits tillbaka av en ökad konkurrens och osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen. Den låga inflationen 2014 överraskade både Riksbanken och andra bedömare. Som en följd av att inflationen länge hade underskridit målet och fortsatte att vara oväntat låg sänkte Riksbanken under 2014 reporäntan i två steg, från 0,75 procent januari till noll procent i oktober. Även det faktum att förväntningarna om inflationen på längre sikt hade minskat sedan en tid och understeg 2 procent bidrog till att Riksbanken bedömde det som än mer angeläget att inflationen började stiga mot målet. Samtidigt kvarstod bedömningen att utvecklingen av hushållens skulder och bostadspriserna fortsatte att utgöra en risk för ekonomin på lite längre sikt. Det brådskar för andra politikområden att hantera riskerna med hushållens skuldsättning och utvecklingen på bostadsmarknaden eftersom räntan kommer att behöva vara låg under en längre tid.

Hygglig ekonomisk utveckling men låg inflation 2014

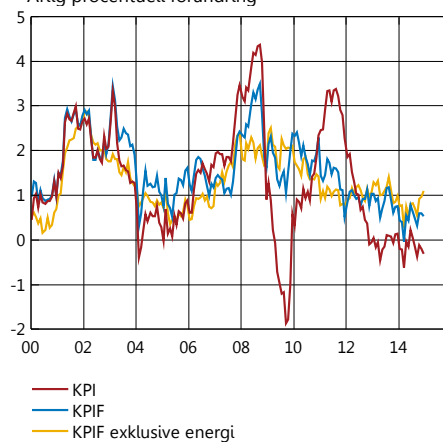
Den låga prisökningstakten som präglade utvecklingen de senaste åren fortsatte under 2014 (se diagram 1:1). Inflationen mätt med KPI uppgick till i genomsnitt $-0,2$ procent. Att KPI-inflationen blev så låg berodde till stor del på Riksbankens sänkningar av reporäntan, med sammanlagt två procentenheter från slutet av 2011 till slutet av 2014. Detta har medfört att hushållens räntekostnader för bolån, som ingår i KPI, har sjunkit. Men även inflationen mätt med KPIF, som inte inkluderar sådana ränteeffekter, var låg och uppgick 2014 till i genomsnitt 0,5 procent. Både KPI- och KPIF-inflationen var lägre än 2013.

Återhämtningen i konjunkturen fortsatte under 2014. BNP ökade med 2,1 procent, vilket är en högre tillväxt än 2013 och samma som ett historiskt genomsnitt sedan 2000 (se diagram 1:2). Både investeringarna och hushållens konsumtion utvecklades starkare 2014 än året innan. Även exporten, som i princip låg still 2013, ökade under 2014, vilket speglade att den internationella återhämtningen fortskred, om än i långsam takt, under året.

Sysselsättningen fortsatte att stiga, vilket den gjort trendmässigt sedan 2010. Arbetslösheten 2014 blev 7,9 procent, alltså ungefär lika hög som året innan. Att arbetslösheten inte minskade trots en ökad sysselsättning beror på att också arbetskraften ökade. Det håller uppe arbetslösheten på kort sikt, även om det är gynnsamt på längre sikt. Olika mått och indikatorer pekade ändå på att resursutnyttjandet var fortsatt något lägre än normalt.

Inflationsförväntningarna på fem års sikt sjönk under året och uppgick i december 2014 till 1,7 procent (se diagram 1:3). Det är relativt nära målet på 2 procent och givet den låga inflationen i ut-

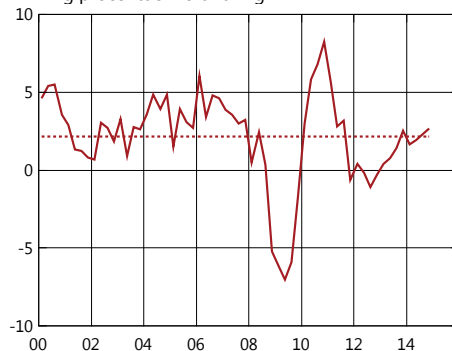
Diagram 1:1. Inflationens utvecklingen
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källa: SCB

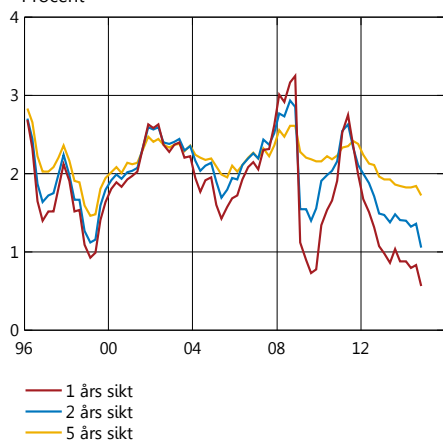
Diagram 1:2. BNP
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser genomsnitt för perioden 2000–2014.

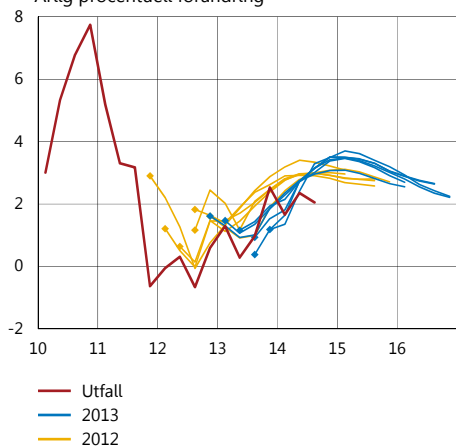
Källa: SCB

Diagram 1:3. Inflationförväntningar bland samtliga tillfrågade aktörer
Procent



Källa: TNS Sifo Prospera

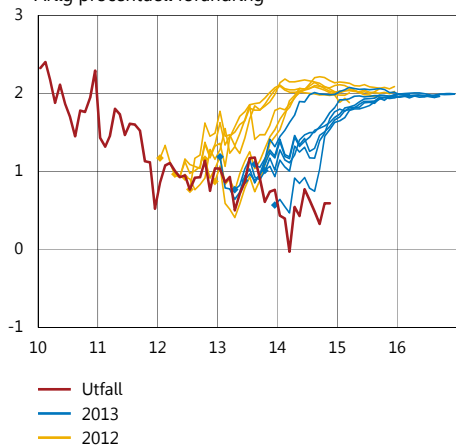
Diagram 1:4. BNP-tillväxt, utfall och prognoser
Årlig procentuell förändring



Anm. De gula och blå linjerna avser Riksbankens prognoser under 2012–2013. Markeringarna visar startpunkten för varje prognos och kan därför avvika från senaste utfall för den tidpunkten.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:5. KPIF, utfall och prognoser
Årlig procentuell förändring



Anm. Se anmärkningen till diagram 1:4. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

gångsläget tyder det på ett fortsatt förtroende för Riksbankens inflationsmål. Trenden har dock varit nedåtgående sedan slutet av 2011 och vikten av att de långsiktiga inflationsförväntningarna inte faller ytterligare var något som direktionen betonade under året.

Inflationen lägre än väntat under året

Det var framför allt genom den penningpolitik som fördes 2012 och 2013 som Riksbanken hade en möjlighet att påverka utfallet för inflationen 2014, eftersom det tar tid innan penningpolitiken får sitt fulla genomslag. De prognoser som Riksbanken gjorde under perioden 2012–2013 överskattade hur hög inflationen skulle bli 2014. Följaktligen överskattade Riksbanken också utvecklingen av reporäntan. Det var till viss del en konsekvens av att konjunkturen, internationellt och i Sverige, kom att förbättras i en långsammare takt än väntat. Den svaga utvecklingen i omvärlden har inneburit att inflationen fallit eller utvecklats svagt i många länder de senaste åren. Detta har dämpat den svenska inflationen via låga importpriser

Kostnadsökningarna har blivit måttliga. Men inflationen har dessutom blivit lägre än vad man kunde förvänta sig med utgångspunkt i kostnadsläget, vilket tyder på att företagen har haft svårt att höja sina priser i samma takt som deras kostnader har ökat. Det finns tecken på att inflationen kan ha hållits tillbaka av en ökad konkurrens och osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen framför allt i euroområdet.

■ Alltför optimistiska prognoser under 2012 och 2013

Under 2012 fortsatte det globala konjunkturläget att dämpas. Utvecklingen i framför allt euroområdet var svag och hämmades av oron kring de offentliga skulderna och olika finanspolitiska åtstramningar. Den statistik som blev tillgänglig under 2012 tydde visserligen på att den inhemska efterfrågan i Sverige hölls uppe relativt väl under större delen av året men också på att även den svenska ekonomin bromsade in mot slutet av 2012. Senare revideringar av nationalräkenskaperna har dock förändrat den bilden – i själva verket var BNP-utvecklingen under hela 2012 betydligt svagare än vad statistiken då visade.³

I de prognoser som Riksbanken gjorde under 2012 låg ett antagande om en snabbare konjunkturuppgång 2013 och 2014, både internationellt och i Sverige, än vad som blev fallet. Det skedde visserligen en återhämtning av konjunkturen under 2014, men inte i den utsträckning som låg i prognoserna 2012 (se diagram 1:4). Till viss del förklaras den överskattningen av att det under 2012 fanns en bild av att BNP-tillväxten var starkare än vad den i själva verket var (se fotnot 3). Efterfrågan blev således svagare än vad Riksbanken räknat med,

³ Nedrevideringen av BNP-tillväxten 2012 är förklaringen till att startpunkterna för prognoserna gjorda under 2012 (de gula markeringarna) i diagram 1:4 ligger på en högre nivå än utfallen (den röda linjen) för motsvarande period.

vilket bidrog till att inflationstrycket blev lägre än väntat (se diagram 1:5). De prognoser för inflationen som gjordes i början av 2012 fångade inte heller den snabba förstärkningen av kronan under sommaren 2012 som ledde till att importpriserna dämpades under resten av det året.

Utvecklingen av efterfrågan överskattades även under 2013. Den svaga efterfrågan innebar att kostnadsökningarna blev måttliga. Företagen tycks också ha haft svårt att höja sina priser i takt med kostnadsökningarna. I exempelvis Riksbankens företagsundersökningar har ökad konkurrens och osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen lyfts fram som faktorer bakom de låga prisökningarna.

En ytterligare faktor som i viss mån bidrog till den oväntat låga inflationen 2014 var utvecklingen av energipriserna. Det senaste året har elpriserna utvecklats oväntat svagt och under andra halvåret 2014 föll dessutom oljepriset kraftigt.

■ Alla bedömare överskattade utvecklingen

En jämförelse av olika prognoser visar att samtliga bedömare överraskades av att inflationen blev så låg som den blev 2014 (se diagram 1:6). Under större delen av 2013 låg prognoserna för KPIF-inflationen 2014 centrerade kring en nivå strax under 1,5 procent, det vill säga nästan en procentenhet högre än det slutliga utfallet. Prognoserna reviderades sedan ned successivt i takt med att oväntat låga månadsutfall för inflationen blev tillgängliga och från mitten av 2014 var prognoserna i linje med utfallet för året.

Konjunkturbedömarna överskattade även BNP-tillväxten 2014, om än i mindre utsträckning (se diagram 1:7). Under andra halvan av 2013 var den typiska prognosen att BNP skulle öka med ungefär 2,5 procent 2014. Under mitten av 2014 justerades prognoserna ned till en nivå som var nära utfallet på strax över 2 procent.

En utvärdering av prognoserna gjorda under 2007–2014 visar att skillnaderna mellan olika bedömares prognosförmåga är små och överlag inte statistiskt säkerställda.

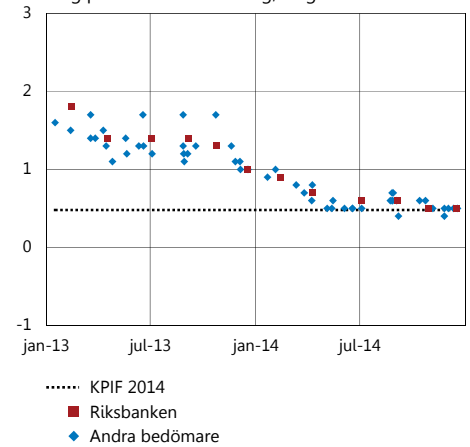
Fortsatt expansiv penningpolitik under 2014

Riksbanken hade under 2013 bedrivit en expansiv penningpolitik, för att understödja återhämtningen i ekonomin och bidra till att föra den låga inflationen tillbaka mot målet. Samtidigt kvartstod avvägningen 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. Det fanns delade meningar om hur denna avvägning påverkade hur expansiv penningpolitiken behövde vara.

Mot slutet av 2013 föll inflationen ytterligare på ett oväntat sätt då även ökningstakten i tjänstepriserna dämpades på bred front.

Diagram 1:6. Prognoser 2013 och 2014 för KPIF-inflationen 2014

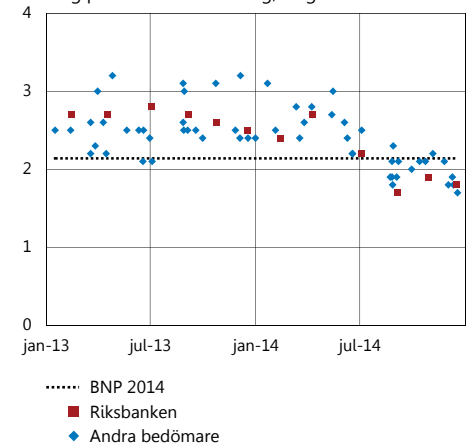
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt



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

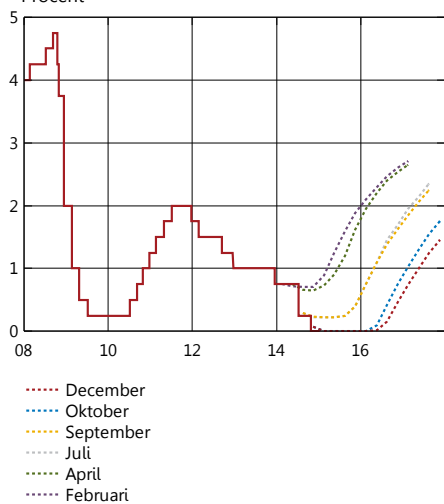
Diagram 1:7. Prognoser 2013 och 2014 för BNP-tillväxten 2014

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt



Anm. Andra bedömare avser HUI Research AB samt de som anges i diagram 1:6 förutom LO. Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

Diagram 1:8. Reporänta, prognoser 2014
Procent



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

Under 2014 fortsatte inflationsutfallen att vara lägre än Riksbankens prognos och bedömningen av inflationstrycket reviderades gradvis ned. Samtidigt fortsatte inflationsförväntningarna att falla. Detta medförde att penningpolitiken alltmer behövde lägga fokus på att bidra till att inflationsförväntningarna förblev förankrade. Riksbanken sänkte räntan till 0,25 procent i juli och till noll procent i oktober samtidigt som prognoserna för reporäntan reviderades ned påtagligt under året (se diagram 1:8). Samtidigt kvarstod bedömningen att utvecklingen av hushållens skulder och bostadspriserna fortsatte att utgöra en risk för ekonomin. Direktionen ansåg att det brådskade att hantera dessa risker och att ansvaret för detta vilade på regeringen och andra myndigheter.

■ Riksbankens utvecklingsarbete 2014

Riksbanken bedriver kontinuerligt ett utvecklingsarbete för att de penningpolitiska besluten ska baseras på ett så bra underlag som möjligt. Under 2014 fortsatte Riksbanken att utveckla den penningpolitiska analysen. Bland annat analyserades mer ingående sambanden mellan företagens prissättningsbeteende och den låga inflationen samt hur åtgärder inom makrotillsynen kan påverka makroekonomin.

Företagens prissättningsbeteende

Prisökningstakten i ekonomin är i slutänden det sammanlagda resultatet av de prissättningsbeslut som de enskilda företagen fattar. Information om hur företagen resonerar när de sätter sina priser och om de huvudsakliga drivkrafterna bakom besluten är därför värdefull. För att få en bättre bild av vad som styr företagen när de sätter sina priser har Riksbanken låtit genomföra en omfattande enkätundersökning bland svenska företag.⁴ Det var 895 företag inom handel, bygg och olika tjänstebranscher som hotell och restaurang som svarade på frågor om priser, kostnader och vinstmarginaler. Enkäten genomfördes av Konjunkturinstitutet på uppdrag av Riksbanken under försommaren 2014. Att det uppstod ett behov av att komplettera den omfattande analys som Riksbanken kontinuerligt gör av prisutvecklingen kan ses mot bakgrund av svårigheten att förstå den låga inflationen under det rådande kostnadsläget.

I Riksbankens tidigare interna analyser har det framkommit att en viktig delförklaring till den låga inflationen under senare år är att företagen har haft svårt att föra över sina ökade kostnader till konsumenterna och att deras prispåslag därför varit lägre än normalt.

Att företagen har haft svårt att föra över kostnadsökningar till konsumenterna i form av prisökningar bekräftas av enkätundersökningen. Enligt företagen berodde svårigheten att höja priserna på att efterfrågan var svag och svår att förutsäga. Det är därmed rimligt att vänta sig att priserna åter ökar snabbare när konjunkturen stärks och osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen gradvis avtar. Samtidigt uppgav företagen att konkurrensen ökat tydligt under senare år.

Resultaten av enkäten visade också att större företag i högre grad än mindre företag har lyckats pressa sina kostnader och därmed hålla sina marginaler uppe.

Makroekonomiska effekter av makrotillsynsåtgärder

Riksbanken behöver ta hänsyn till de beslut som fattas inom makrotillsynen för att kunna utföra båda sina policyuppdrag: att upprätt-

⁴ Se Apel, Mikael, Frohm, Eric, Hokkanen, Jyry, Nyman, Christina och Palmqvist, Stefan (2014), Varför har företagen inte höjt sina priser? Resultat från en enkät om företagens prissättning, *Ekonomiska kommentarer* nr. 4, 2014. Sveriges riksbank.

hålla ett fast penningvärde och att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende.

De inledande diskussionerna i det nyinrättade finansiella stabilitetsrådet handlade framför allt om skärpta kapitalkrav för de svenska storbankerna. Under det första halvåret 2014 analyserade Riksbanken vilka effekter detta kan få på makroekonomin. I maj 2014 kom Finansinspektionen med besked om skärpta kapitalkrav för svenska banker.⁵ Riksbankens analys tydde på att effekterna på BNP, utlåningsräntor och utlåningsvolymerna sammantaget blir relativt små. Slutsatsen var att den främsta effekten av de skärpta kapitalkraven är en stärkt motståndskraft i det svenska banksystemet. För att på ett mer påtagligt sätt påverka hushållens skuldsättning behöver man införa åtgärder som är riktade direkt mot hushållens efterfrågan på lån.⁶

I det finansiella stabilitetsrådets diskussioner under det andra halvåret fokuserade man på olika former av lånebegränsningar för hushållen, och i det sammanhanget var amorteringskrav mest diskuterat. Riksbanken analyserade olika former av amorteringskrav och de makroekonomiska effekterna som dessa skulle medföra. I samband med finansiella stabilitetsrådets möte i november presenterade Finansinspektionen ett förslag till amorteringskrav. Riksbankens analys indikerade dock att förslaget endast skulle ha en marginellt dämpande effekt på ökningstakten i huspriserna och hushållens skuldsättning. Även effekterna på makroekonomin i övrigt, exempelvis hushållens konsumtion, bedömdes vara små.⁷ Mot denna bakgrund menade Riksbanken att det behövdes mer kraftfulla åtgärder riktade mot hushållens efterfrågan på krediter.

Riksbankens forskningsarbete under 2014

Under 2014 fokuserade Riksbankens forskning bland annat på studier av mikrodata från svenska företag och hushåll i syfte att förstå deras ekonomiska agerande. Bland annat analyserades hushållens skuldsättning och deras amorteringsvanor. Ett viktigt resultat är att, bland många undersökta faktorer, är hushållets finansiella förmögenhet den faktor som har störst samband med risken att hushållen inte ska kunna återbetala sina bostadslån. Det vill säga, en buffert i form av finansiella tillgångar hjälper hushållet att undvika fallissemang. Detta resultat är framtaget på ett stort och representativt urval av svenska hushåll för perioden 2004–2007. Överlag är dock fallissemangsriskerna mycket låga för den studerade perioden.

Ett exempel på den mer makroinriktade forskningen är en artikel som studerar vilken betydelse variationer i bostadslåneräntorna kan ha för viktiga makroekonomiska variabler som privat konsumtion,

⁵ De innebär att riskviktsgolvet för svenska bolån höjdes från 15 till 25 procent och att en kontryckisk kapitalbuffert på 1 procent av svenska riskvägda tillgångar införs. Som ett genomsnitt för de svenska storbankerna motsvarar höjningen av riskviktsgolvet ett extra kärnprimärkapitalkrav på cirka 1 procentenhet av totala riskvägda tillgångar, medan den kontryckiska kapitalbufferten står för ytterligare 0,5 procentenheter.

⁶ Se fördjupningen Skärpta kapitalkrav på svenska banker – effekter på makroekonomin i *Penningpolitisk rapport*, juli 2014. Sveriges riksbank.

⁷ Se Amorteringskrav - ett steg mot en mer hållbar skuldutveckling, underlagspromemoria till Finansiella stabilitetsrådets möte 2014-11-11, Sveriges riksbank samt fördjupningen med samma namn i *Finansiell stabilitet* 2014:2. Sveriges riksbank.

BNP, bostadsinvesteringar och den framtida husprisutvecklingen. Studien visar på betydande effekter och att det finns mer att lära om penningpolitikens effekter på bostadsräntorna.⁸

Riksbankens övriga utvecklingsarbete under året

Utöver de projekt som beskrivits ovan fördjupade Riksbanken analysen inom ett antal andra områden under 2014. Bland annat analyserades samspelet mellan lönebildning, penningpolitik och inflation samt reporäntans effekt på hushållens skuldsättning och ränteutgifter.⁹

⁸ Se Walentin, Karl (2014), Business Cycle Implications of Mortgage Spreads, *Journal of Monetary Economics* 67(c), s. 62-77.

⁹ Se bland annat fördjupningarna Penningpolitikens effekt på hushållens skuldsättning i *Penningpolitisk rapport, februari 2014* samt Samspelet mellan lönebildning, penningpolitik och inflation i *Penningpolitisk rapport, juni 2014*. Sveriges riksbank.

■ KAPITEL 2 – Måluppfyllelse

Trots förbättringar av konjunkturläget var inflationen låg under 2014, såväl i Sverige som internationellt. I genomsnitt sjönk KPI med 0,2 procent medan prisnivån mätt med KPIF i genomsnitt ökade med 0,5 procent. Eftersom penningpolitiken verkar med fördröjning var det främst genom den politik som fördes 2012–2013 som Riksbanken hade en möjlighet att påverka utfallet för inflationen 2014. De prognoser för 2014 som Riksbanken gjorde 2012 och 2013, och som penningpolitiken baserades på, överskattade inflationen. Till viss del förklaras prognosfelen av att konjunkturen internationellt och i Sverige förbättrades i långsammare takt än vad Riksbanken antog. Den svaga efterfrågan medförde att företagen hade ovanligt svårt att föra över kostnadsökningar till kunderna. Det fanns också tecken på att inflationen kan ha hållits tillbaka av en ökad konkurrens och osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen i framför allt euroområdet. Riksbanken och andra bedömare reviderade gradvis prognoserna för inflationen 2014 i takt med att nya och låga inflationsutfall blev tillgängliga. Under 2012–2013 sänkte Riksbanken reporäntan med sammanlagt 1 procentenhet och reviderade ned ränteprognosen vid flera tillfällen för att få upp inflationen mot målet. Den låga inflationen har överraskat inte bara Riksbanken utan alla prognosmakare. Även internationellt har inflationen blivit överraskande låg. Trots att Riksbanken bedrivit en mycket expansiv penningpolitik de senaste åren har inflationen inte tagit fart på det sätt man skulle förvänta sig givet historiska mönster. En ännu mer expansiv penningpolitik under 2012–2013 skulle ha kunnat leda till en högre inflation 2014. Men det är samtidigt viktigt att ha i åtanke att en lägre ränta kunde ha bidragit till att ytterligare öka riskerna förknippade med hushållens skuldsättning.

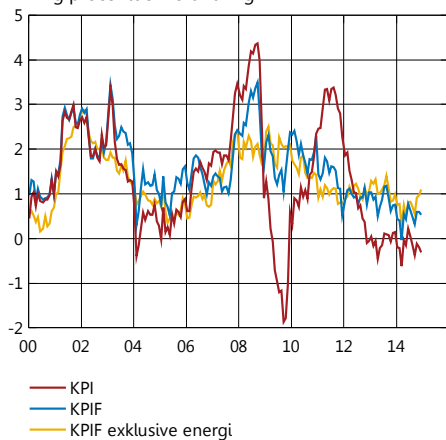
Måluppfyllelsen är en naturlig utgångspunkt för en utvärdering av penningpolitiken. Men en enkel jämförelse av utfallet för inflationen med inflationsmålet visar inte nödvändigtvis hur väl penningpolitiken bedrivits. Inflationen påverkas också av en rad andra faktorer än penningpolitiken, eftersom ekonomin ständigt utsätts för oväntade störningar. Detta gör att även välgrundade och genomarbetade prognoser ofta slår fel. Det är därför av intresse att analysera hur prognoserna utvecklats 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 tagit hänsyn till händelser som faktiskt hade gått att förutse. En systematisk analys av kvaliteten på prognoserna är därför ett viktigt inslag i en utvärdering av penningpolitiken. Exempelvis kan Riksbankens prognoser jämföras med andra bedömares prognoser.

I detta kapitel diskuteras inledningsvis utfallen 2014 för inflationen och den ekonomiska utvecklingen i övrigt. Därefter beskrivs prognoserna och penningpolitiken 2012 och 2013. 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 2014. Beskrivningen fokuserar därför på att identifiera om det inträffade oväntade händelser eller om det var historiska samband som förändrades och gjorde att Riksbankens bedömning av konjunktur- och inflationsutsikterna, som penningpolitiken baserades på, slog fel. Riksbankens prognoser jämförs även med andra bedömares prognoser. En sådan jämförelse belyser om dessa händelser var genuint oväntade eller hade varit möjliga att förutse. Slutligen analyseras utvecklingen av inflationsförväntningar-

Diagram 2:1. Inflation utvecklingen

Årlig procentuell förändring

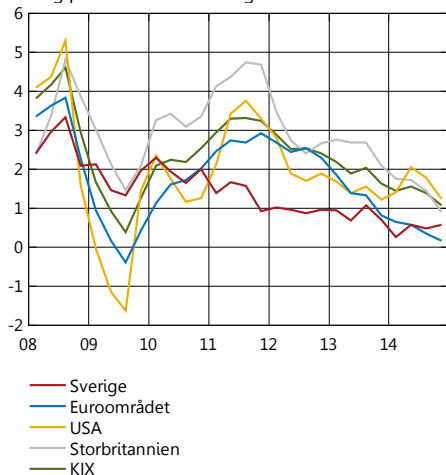


Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källa: SCB

Diagram 2:2. Inflation i Sverige och omvärlden

Årlig procentuell förändring



Anm. För Sverige visas KPIF och för euroområdet visas HIKP. Övriga avser KPI. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat, nationella källor, Office for National Statistics, SCB och Riksbanken

na. Att dessa är förankrade kring inflationsmålet är viktigt för Riksbankens strävan att uppnå prisstabilitet.

Inflationen och den ekonomiska utvecklingen i övrigt 2014

■ Fortsatt låga prisökningar under året

I genomsnitt minskade konsumentprisindex (KPI) med 0,2 procent under 2014 (se tabell 2:1). Detta beror till stor del på att räntekostnaderna för bolån sjunkit, vilket speglar Riksbankens sänkningar av reporäntan med sammanlagt två procentenheter från slutet av 2011 till slutet av 2014 i kombination med kraftiga nedrevideringar av reporänteprognoserna under samma period.

Om man däremot räknar bort effekten av räntorna ökade konsumentpriserna under 2014. Inflationen mätt med KPIF, där bostadsräntan alltså är fast, var i genomsnitt 0,5 procent under 2014 (se tabell 2:1). KPIF-inflationen var således högre än inflationen mätt med KPI, men den var ändå låg. Den låga prisökningstakten som präglade den ekonomiska utvecklingen de senaste åren fortsatte alltså under 2014 (se diagram 2:1). I likhet med föregående år bidrog energipriserna till att hålla inflationen nere under 2014. Orsaken var fortsatt låga prisökningar på el och en kraftig nedgång i oljepriset under andra halvåret. Exklusive energipriserna var KPIF-inflationen i genomsnitt 0,7 procent 2014 (se tabell 2:1).

Tabell 2:1. Inflationen enligt olika mått
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

| | 2012 | 2013 | 2014 |
|-----------------------|------|------|------|
| KPI | 0,9 | 0,0 | -0,2 |
| KPIF | 1,0 | 0,9 | 0,5 |
| KPIF exklusive energi | 1,0 | 1,1 | 0,7 |

Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källa: SCB

Även andra delkomponenter i KPI, förutom energi och räntekostnader, utvecklades svagt under året. Priserna på varor fortsatte att sjunka 2014, om än i en något långsammare takt (se tabell 2:2). Prisnedgången på varor var dessutom bred. Priserna på livsmedel ökade, men inte lika snabbt som 2013. Prisökningen på tjänster, som har den största vikten i KPI, var lägre under 2013 än vad den har varit i genomsnitt sedan 2000 och utvecklingen under 2014 blev ännu svagare. Priserna på de flesta tjänster utvecklades svagare 2014 än de gjort historiskt. Vissa tjänstepriser sjönk under året, exempelvis utrikesresor som minskade med nästan tre procent.

Tabell 2:2. Utvecklingen i KPI och dess komponenter
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

| | Vikt (procent) | 2000–2013 | 2013 | 2014 |
|----------------|----------------|-----------|-------|------|
| Tjänster | 45,0 | 1,9 | 1,2 | 0,9 |
| Varor | 24,3 | -0,5 | -1,0 | -0,6 |
| Livsmedel | 17,6 | 1,9 | 2,0 | 0,6 |
| Energi | 8,3 | 4,6 | -1,8 | -2,4 |
| Räntekostnader | 4,8 | 2,1 | -10,0 | -7,0 |
| KPI | 100,0 | 1,4 | 0,0 | -0,2 |

Källa: SCB

Generellt förklaras den låga inflationen 2014 av de senaste årens svaga internationella efterfrågan och ett något svagare inhemskt konjunkturläge än normalt.¹⁰ Den svaga utvecklingen i omvärlden har inneburit att inflationen fallit eller utvecklats svagt i många länder de senaste åren (se diagram 2:2). Detta har dämpat den svenska inflationen via låga importpriser.

Kostnadsökningarna har blivit måttliga. Under 2013–2014 har arbetskostnaderna per producerad enhet legat något under ett historiskt genomsnitt 2000–2014 (se diagram 2:3). Enligt Riksbankens skattningar har företagets kapitalkostnader dessutom fallit sedan 2012, i takt med att det allmänna ränteläget har sjunkit.

Inflationen har dessutom blivit lägre än vad man kunde förvänta sig med utgångspunkt i kostnadsläget vilket tyder på att företagen har haft svårt att höja sina priser i samma takt som deras kostnader ökat (se diagram 2:4). Det finns också tecken på att inflationen kan ha hållits tillbaka av en ökad konkurrens och osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen framför allt i euroområdet.

För en diskussion av det låga inflationsutfallet 2014 i relation till Riksbankens prognoser, se avsnittet "Varför blev inflationen 2014 lägre än målet?" längre fram i detta kapitel.

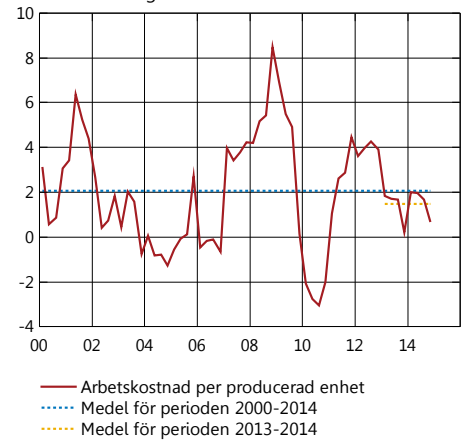
■ Återhämtningen i konjunkturen fortsatte 2014

Sverige är en liten öppen ekonomi och är därför starkt beroende av utvecklingen i omvärlden, särskilt utvecklingen i euroområdet som är den viktigaste svenska handelspartnern. De senaste årens svaga konjunkturutveckling i euroområdet har därför dämpat exporten och investeringarna i Sverige. Däremot har den inhemska konsumtionen ökat i normal takt och i ett internationellt perspektiv har BNP utvecklats relativt väl de senaste åren – tillväxten 2014 var starkare än i euroområdet och i paritet med tillväxten i USA och i Storbritannien (se diagram 2:5).

När det gäller utvecklingen av svensk BNP 2014 avspeglade den i stor utsträckning den internationella återhämtningen som visserligen fortskred under året, men i långsam takt. Den svenska exporten brukar i stor utsträckning följa utvecklingen av exportmarknaden. I takt med att den internationella konjunkturen förbättrades, återhämtade sig också exportmarknaden. Exporten, som i princip låg still

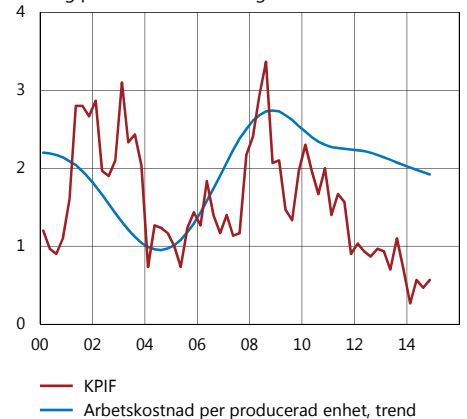
¹⁰ Se också fördjupningen Varför är inflationen låg i *Penningpolitisk rapport*, juli 2014, Sveriges riksbank.

Diagram 2:3. Arbetskostnad per producerad enhet
Årlig procentuell förändring, säsongsrensade och kalenderkorrigerade data



Källa: SCB

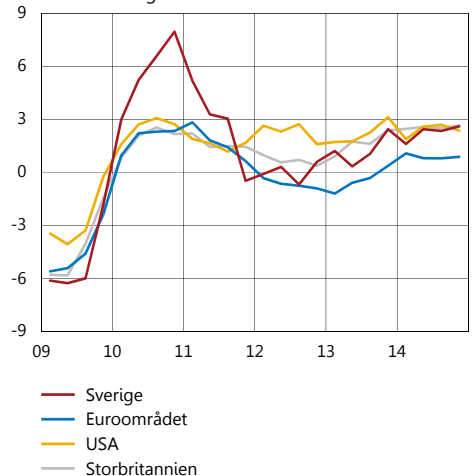
Diagram 2:4. KPIF och trend i arbetskostnad per producerad enhet
Årlig procentuell förändring



Anm. Trenden i arbetskostnad per producerad enhet är framräknad via ett så kallat HP-filtrer. Vid trendberäkningen används Riksbankens prognos i februari 2015.

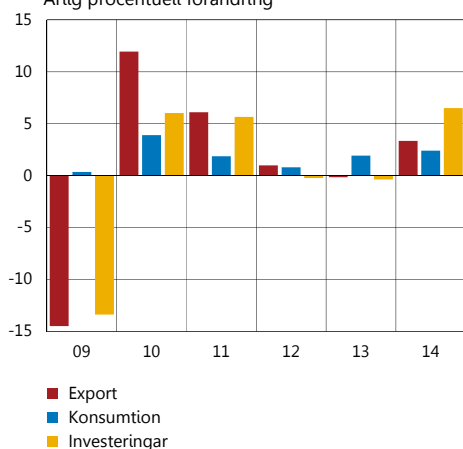
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:5. BNP i Sverige och omvärlden
Årlig procentuell förändring, säsongsrensade och kalenderkorrigerade data



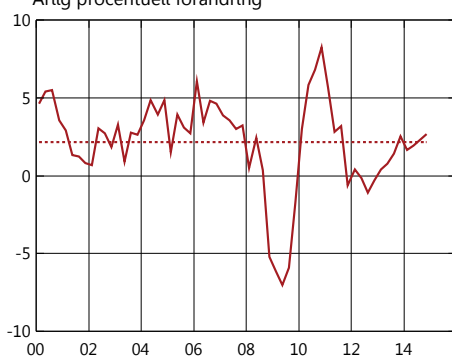
Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Office for National Statistics och SCB

Diagram 2:6. Export, konsumtion och investeringar
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

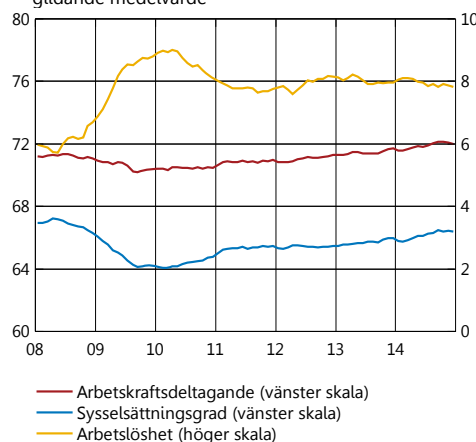
Diagram 2:7. BNP
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser genomsnitt för perioden 2000–2014.
Källa: SCB

Diagram 2:8. Arbetskraft, sysselsättning och arbetslöshet

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



Källa: SCB

2013, ökade med drygt 3 procent under 2014 (se diagram 2:6). Samtidigt började de inhemska investeringarna att öka igen efter att ha minskat något 2013 – i synnerhet ökade bostadsinvesteringarna snabbt under året. Hushållens konsumtion steg också i snabbare takt än 2013. Sammantaget ökade BNP med 2,1 procent (se tabell 2:3). Det är samma ökningstakt som genomsnittet för BNP-tillväxten sedan år 2000 (se diagram 2:7).

Vad gäller utvecklingen på arbetsmarknaden fortsatte återhämtningen under 2014. Antalet sysselsatta ökade med 1,4 procent och antalet arbetade timmar i ekonomin ökade med 1,5 procent (se tabell 2:3). Arbetskraften ökade i ungefär samma takt som sysselsättningen (se diagram 2:8). Det medförde att arbetslösheten låg kvar på en nivå kring 8 procent (se diagram 2:8 och tabell 2:3).

När utvecklingen av aktivitetsnivån i ekonomin ska sammanfattas används ofta något mått på resursutnyttjandet. Det finns dock inget entydigt sätt att mäta detta. Riksbanken använder därför ett antal indikatorer för att bedöma hur högt resursutnyttjandet är. Två av dessa 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 indikerar det en hög aktivitetsnivå i ekonomin och en högre resursanvändning än normalt. Motsatsen gäller när måtten är negativa. Enligt BNP-gapet var resursutnyttjandet cirka en procentenhet lägre än normalt under hela 2014 medan timgapet indikerar att resursutnyttjandet steg och var ungefär normalt mot slutet av året (se diagram 2:9).

Riksbanken har även en egen indikator på resursutnyttjandet, den så kallade RU-indikatorn, som sammanfattar information från olika enkäter och arbetsmarknadsdata med hjälp av en statistisk metod.¹¹ Enligt denna indikator steg resursutnyttjandet något under 2014 men var fortfarande något lägre än normalt (se diagram 2:9).

Tabell 2:3. Produktion och arbetsmarknad enligt olika mått
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

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

Anm. Arbetslöshet avser procent av arbetskraften.

Källa: SCB

¹¹ För en beskrivning av RU-indikatorn, se Nyman, Christina (2010). En indikator på resursutnyttjandet, *Ekonomiska kommentarer* nr 4, 2010. Sveriges riksbank. Variablerna som ingår i RU-indikatorn har valts så att de innehåller information om såväl utnyttjandet av arbetskraft och kapital som om efterfrågeläget. De ska vidare beskriva läget i ekonomin, det vill säga nivån på aktiviteten vid en viss tidpunkt och inte i första hand förändring över tiden.

Penningpolitik och prognoser 2012–2013

Ett sätt att analysera orsakerna till avvikelserna från inflationsmålet är att granska träffsäkerheten i de prognoser som Riksbanken gjorde 2012 och 2013 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 bild av varför inflationen 2014 avvek från målet.

Diagram 2:10–2:16 visar den faktiska utvecklingen och Riksbankens prognoser under åren 2012 och 2013 för inflationen mätt med KPI och KPIF, BNP i omvärlden, svensk BNP, arbetslösheten, reporäntan samt arbetskostnaderna per producerad enhet. 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.

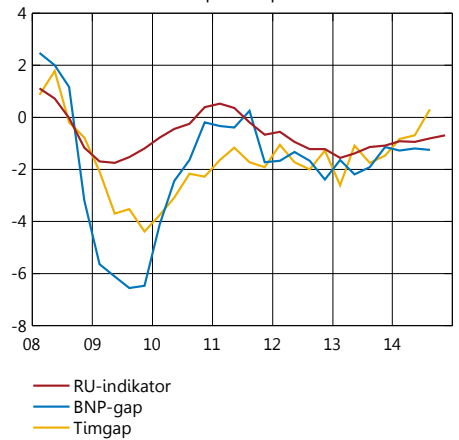
Den sammantagna bild som diagrammen ger är att Riksbanken under 2012 och 2013 överskattade hur hög inflationen skulle bli 2014 (se diagram 2:10 och 2:11). Till viss del var detta en konsekvens av att konjunkturen i omvärlden kom att förbättras i en långsammare takt 2014 än Riksbanken hade förväntat sig (se diagram 2:12). Överskattningen av den internationella utvecklingen bidrog till att Riksbanken också överskattade den svenska BNP-utvecklingen ett år framåt i de prognoser som gjordes under framför allt 2012 men även 2013 (se diagram 2:13 och 2:19). Prognoserna visade också på en snabbare nedgång i arbetslösheten än vad som blev fallet (se diagram 2:14). Följaktligen överskattades också konjunkturutvecklingen och reporäntan 2014 (se diagram 2:15). Arbetskostnaderna per producerad enhet blev måttliga vilket var väl i linje med Riksbankens prognoser (se diagram 2:16). Den relativt svaga efterfrågan och de måttliga kostnadsökningarna medförde alltså att inflationen blev låg. Men inflationen blev lägre än väntat även med utgångspunkt i kostnadsläget (se diagram 2:4). Företagen visade sig ha haft ovanligt svårt att föra över kostnadsökningar till kunderna (se vidare avsnittet "Varför blev inflationen 2014 lägre än målet?").

Nedan följer en beskrivning av den ekonomiska utvecklingen 2012 och 2013, Riksbankens räntebeslut under perioden och de händelser som gjorde att Riksbankens prognoser successivt reviderades på det sätt som diagram 2:10–2:16 illustrerar.

■ 2012: Fortsatt dämpning av konjunkturen

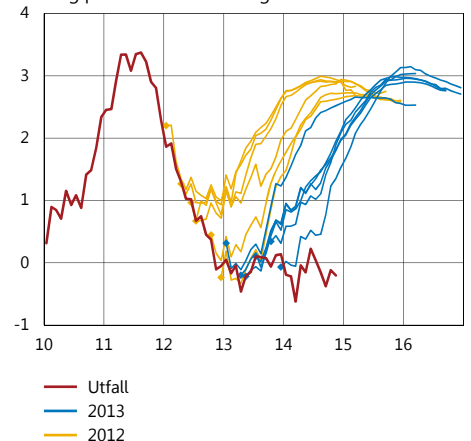
Under 2012 fortsatte det globala konjunkturläget att dämpas. Utvecklingen i framför allt euroområdet var svag och hämmades av oron kring de offentliga skulderna och olika finanspolitiska åtstramningar. Den svenska ekonomin verkade dock vara relativt motståndskraftig trots den svaga efterfrågan från omvärlden. Utfallen för BNP-utvecklingen visade på en relativt stabil tillväxt som hölls uppe av den inhemska efterfrågan. Mot slutet av året bromsade dock efterfrå-

Diagram 2:9. RU-indikatorn, BNP-gap och timgap
Standardavvikelse respektive procent



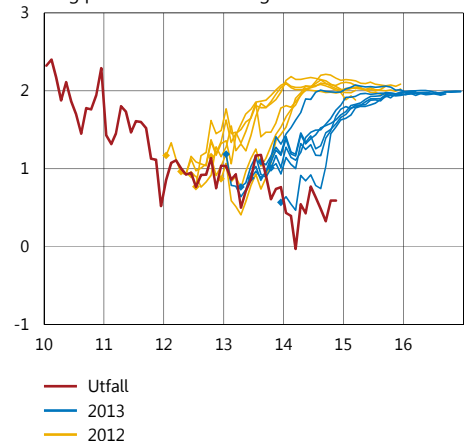
Anm. RU-indikatorn är normaliserad så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1. BNP-gap avser BNP:s avvikelse från sin trend beräknat med en produktionsfunktion. Timgap avser arbetade timmars avvikelse från Riksbankens bedömda trend.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:10. KPI, utfall och prognoser
Årlig procentuell förändring



Anm. De gula och blå linjerna avser Riksbankens prognoser under 2012–2013. Markeringarna visar startpunkten för varje prognos och kan därför avvika från senaste utfall för den tidpunkten.
Källor: SCB och Riksbanken

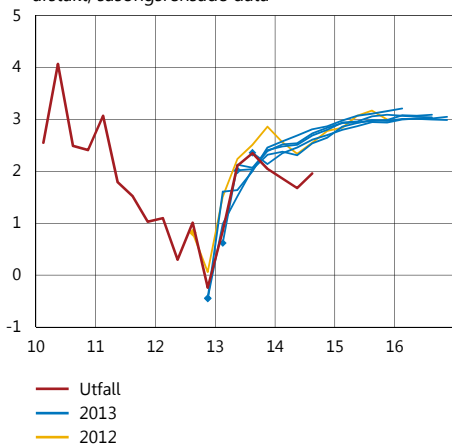
Diagram 2:11. KPIF, utfall och prognoser
Årlig procentuell förändring



Anm. Se anmärkningen till diagram 2:10. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:12. BNP i omvärlden, utfall och prognoser

KIX-vägd, kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data

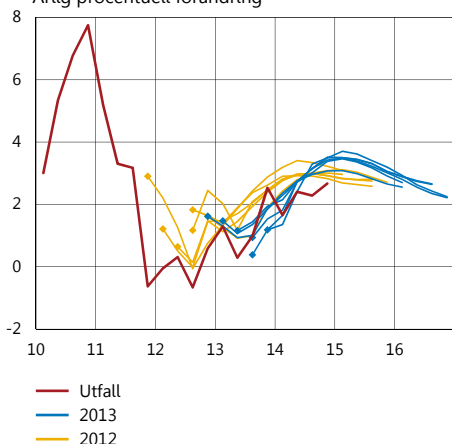


Anm. Se anmärkningen till diagram 2:10. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. KIX-baserade prognoser började Riksbanken publicera i slutet av 2012.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 2:13. BNP, utfall och prognoser

Årlig procentuell förändring

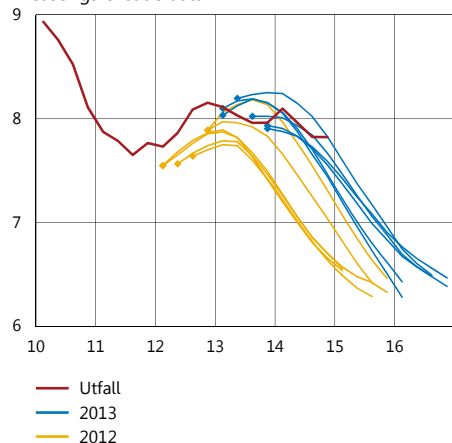


Anm. Se anmärkningen till diagram 2:10.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:14. Arbetslöshet, utfall och prognoser

Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Anm. Se anmärkningen till diagram 2:10. I februari 2013 gjorde SCB en metodändring i AKU-statistiken och uppdaterade tidigare utfall. Det är anledningen till att startpunkterna för prognoserna gjorda 2012 ligger på en lägre nivå än utfallen.

Källor: SCB och Riksbanken

gan in tydligt och prognosen för BNP-tillväxten 2013 reviderades ned (se diagram 2:13). Senare revideringar av nationalräkenskaperna har dock ändrat bilden påtagligt vad gäller utvecklingen för helåret 2012. Utfallet för BNP-tillväxten 2012 har reviderats från 0,9 procent till $-0,3$ procent.¹² Det vill säga, bilden av en positiv om än måttlig BNP-tillväxt 2012 har ändrats till att BNP istället föll under året. Den bild som Riksbanken hade av BNP-tillväxten 2012, som sedan reviderades ned, har givetvis bidragit till att konjunkturutvecklingen överskattades i Riksbankens prognoser.

Kronan stärktes oväntat snabbt i mitten av 2012. Kronans styrka var delvis en avspeglning av att den svenska ekonomin såg ut att utvecklas relativt väl i förhållande till andra länder och regioner (enligt statistiken före revideringen). Den svaga utvecklingen i världsekonomin satte, tillsammans med den starka kronan, spår i den svenska inflationen. I motsats till vad Riksbanken räknade med steg inte KPIF-inflationen under året utan varierade kring cirka 1 procent. KPI-inflationen fortsatte att sjunka i stället för att stabiliseras eftersom räntekostnaderna sjönk när Riksbanken sänkte reporäntan (se diagram 2:10 och 2:15).

De försämrade konjunkturutsikterna och det låga inflationsstrycket gjorde att Riksbanken sänkte räntan vid tre tillfällen under 2012 från 1,75 procent till 1 procent och gradvis reviderade ned räntebanan. Inflationsprognosen reviderades successivt ned under andra halvåret 2012. Den övergripande bilden var ändå fortfarande att inflationen skulle stiga i takt med att konjunktoren förbättrades. Bedömningen var att KPIF-inflationen skulle vara uppe på en nivå kring 2 procent första halvåret 2014 och att KPI-inflationen samtidigt skulle hamna en bit över inflationsmålet, pådriven av de förväntade höjningarna av reporäntan (se diagram 2:15). Prognoserna för KPIF-inflationen som gjordes i slutet av 2012 var relativt träffsäkra på kortare sikt, men den uppgång från slutet av 2013 och under 2014 som låg i prognoserna kom alltså inte att realiseras.

■ 2013: Tecken på ljusare konjunktur, men lågt inflationsstryck

Den svaga efterfrågan och osäkerheten kring problemen i euroområdet fortsatte att präglade konjunkturutvecklingen i början av 2013. Vissa ljusglimtar, som en fortsatt återhämtning i USA och ökad optimism bland svenska hushåll och företag, talade ändå för en gradvis återhämtning. Men inflationen var fortsatt låg och utfallet 2012 visade sig dessutom ha blivit lägre än vad Riksbanken och andra bedömare hade förväntat sig. Riksbankens analys av utfallet indikerade att den oväntat svaga internationella konjunkturen sannolikt hade en direkt påverkan på inflationen. Det fanns också tecken på att företagen systematiskt höjde priserna mindre än normalt i förhållande till deras

¹² I september 2014 publicerade SCB detaljerade årsberäkningar för 2012 och då reviderade man ned BNP-tillväxten för helåret 2012 jämfört med den preliminära skattningen som byggde på kvartalsberäkningar, se vidare SCB:s pressinformation 2014-09-18. Denna nedrevidering är en förklaring till att startpunkterna för prognoserna gjorda under 2012 (de gula markeringarna) i diagram 2:13 ligger på en högre nivå än utfallen (den röda linjen) för motsvarande period.

kostnader. I samband med reporäntebeslutet i april 2013 reviderade därför Riksbanken ned bedömningen av inflationstrycket i den svenska ekonomin. Även en något starkare krona bidrog till denna justering.

Prognosen för inflationen reviderades ned relativt mycket, främst för 2014 (se diagram 2:10 och 2:11). Eftersom bedömningen nu var att det skulle ta längre tid för KPIF-inflationen att komma upp till 2 procent behövde reporäntan vara låg under en längre period än tidigare för att stödja återhämtningen i ekonomin. Prognosen för reporäntan justerades därför också ned i relativt stor utsträckning (se diagram 2:15).

I juli 2013 kunde Riksbanken konstatera att den svenska ekonomin var tudelad. Exporten och investeringarna hölls tillbaka av den svaga internationella efterfrågan. Samtidigt bidrog låga räntor och en stigande sysselsättning till relativt goda inkomstökningar hos hushållen. Detta bedömdes bädda för en fortsatt stadig utveckling av konsumtionen. I takt med en uppgång i den globala konjunkturen förväntades även exporten ta fart.

Inflationen var i linje med Riksbankens prognoser under sommaren 2013, samtidigt som arbetslösheten sjönk i snabbare takt än väntat. BNP ökade visserligen inte lika snabbt som förväntat, men stämningläget i ekonomin fortsatte att förbättras och den internationella konjunkturen utvecklades ungefär enligt prognos – även om oklarheter om den framtida finans- och penningpolitiken i USA under en period bidrog till en ökad osäkerhet.

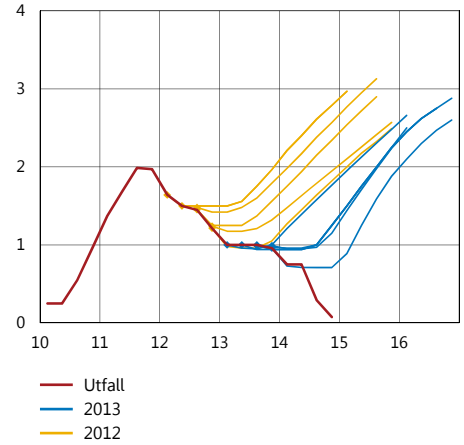
Inför det penningpolitiska mötet i december 2013 kunde Riksbanken konstatera att konjunkturen visserligen utvecklats ungefär som väntat sedan föregående möte, men att inflationsutfallen under senare delen av hösten återigen blivit överraskande låga. Utfallen visade sig bli betydligt lägre än vad som låg i Riksbankens prognos och i marknadsaktörernas inflationsprognoser för de nästkommande 1–2 månaderna – dessa kortsiktiga prognoser är i vanliga fall relativt träffsäkra (se diagram 2:17).

Under hösten hade även tjänstepriserna dämpats på bred front. Tillsammans med tecknen på ett lägre inflationstryck i omvärlden indikerade detta att det underliggande inflationstrycket i den svenska ekonomin var ännu lägre än Riksbankens redan kraftigt nedreviderade prognos. Prognosen för inflationen under framför allt 2014 reviderades därför ned ytterligare. Mot bakgrund av det låga inflationstrycket sänktes också reporäntan med 0,25 procentenheter till 0,75 procent och prognosen för reporäntan justerades ned. Bedömningen var att räntan skulle vara oförändrad under hela 2014.

■ **Risker förknippade med hushållens skulder inkluderades i de penningpolitiska avvägningarna 2012 och 2013**

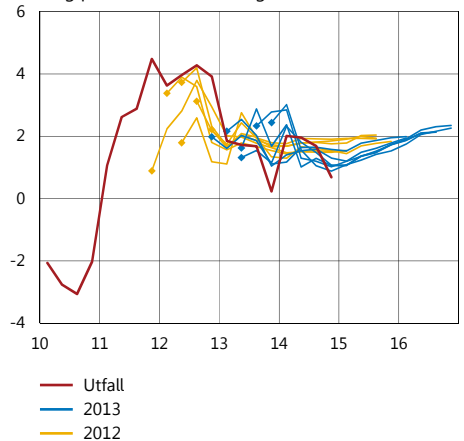
Penningpolitiken som Riksbanken bedrev under 2012 och 2013 syftade till att stödja den ekonomiska återhämtningen och få upp inflationen till inflationsmålet. I takt med att de ekonomiska utsikterna

Diagram 2:15. Reporänta, utfall och prognoser
Procent, kvartalsmedelvärden



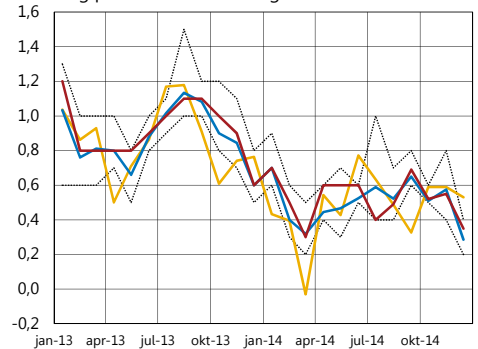
Anm. Se anmärkningen till diagram 2:10.
Källa: Riksbanken

Diagram 2:16. Arbetskostnad per producerad enhet, utfall och prognoser
Årlig procentuell förändring



Anm. Se anmärkningen till diagram 2:10.
Källor: SCB och Riksbanken

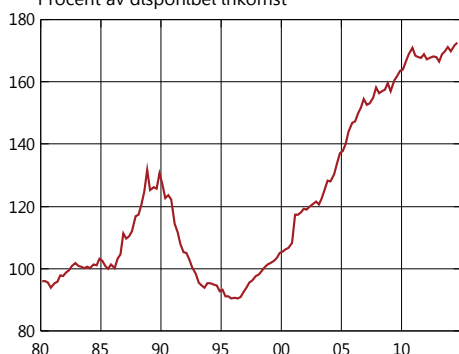
Diagram 2:17. Riksbankens och marknadens kortsiktiga prognoser för KPIF-inflationen
Årlig procentuell förändring



— Riksbanken
— Marknadsförväntningar (Medel exklusive Riksbanken)
- - - Utfall

Anm. Riksbankens KPIF-prognoser enligt senast publicerad prognos och marknadsförväntningar, jämfört med utfall. Riksbankens siffra är inte helt jämförbara med marknadsaktörernas förväntningar, eftersom Riksbankens prognoser ofta är äldre. Streckade linjer avser högsta och lägsta prognoserna hos samtliga prognosmakare.
Källor: Bloomberg, SCB och Riksbanken

Diagram 2:18. Hushållens skulder
Procent av disponibel inkomst



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

Källa: SCB

försämrades och bedömningen av inflationstrycket förändrades, sänkte Riksbanken reporäntan och justerade ned ränteprognozen.

Riksbankens direktion var under perioden överens om att den svaga konjunkturen och det låga inflationstrycket innebar att penningpolitiken behövde förbli expansiv. Men det rådde delade meningar om hur expansiv den borde vara. Ytterligare sänkningar av räntan kunde bidra till att inflationen närmade sig målet snabbare, men medförde å andra sidan också att hushållens höga skuldsättning ökade ytterligare (se diagram 2:18).

När hushållens skulder under lång tid ökar snabbare än inkomsterna blir hushållen allt mer sårbara. Deras marginaler att klara av oväntade förändringar i räntor, inkomster eller tillgångspriser minskar gradvis. Om skuldökningen dessutom delvis skulle drivas av orealistiska förväntningar om fortsatt låga räntor och stigande bostadspriser förvärras situationen. Även små störningar kan då få stora effekter på hushållens konsumtion, vilket kan riskera hållbarheten i den ekonomiska utvecklingen och påverka Riksbankens måluppfyllelse på längre sikt.¹³

Majoriteten i direktionen gjorde bedömningen att riskerna för en utveckling av detta slag var tillräckligt stora för att motivera att penningpolitiken under 2012 och 2013 var något mindre expansiv än den annars skulle ha varit. Räntebanan bidrog således till att inflationen väntades stiga mot inflationsmålet inom prognosperioden, men i något långsammare takt än annars. I december 2013 var direktionen dock enig om att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 0,75 procent och att det låga inflationstrycket gjorde att räntan sannolikt skulle behöva vara kvar på den nivån under 2014. Mot bakgrund av den oväntat låga inflationen och försämrade inflationsutsikter bedömdes möjligheten att ta hänsyn till riskerna med hushållens skulder bli mindre.

Varför blev inflationen 2014 lägre än målet?

■ Svagare internationell och inhemsk tillväxt än väntat 2014

Avsnitten ovan har beskrivit hur Riksbanken under 2012 och 2013 efter hand reviderade ned inflationsprognoserna för 2014. I de prognoser som gjordes 2012–2013 låg ett antagande om en snabbare konjunkturuppgång, både internationellt och i Sverige, än vad som blev fallet. Att den bild som Riksbanken hade av BNP-tillväxten 2012 sedan har reviderats ned har bidragit till att den svenska konjunkturutvecklingen överskattades i Riksbankens prognoser.¹⁴ Visserligen skedde det en viss återhämtning under 2014, men inte i den utsträckning som låg i prognoserna. Inflationsimpulserna från omvärld-

¹³ Se Alsterlind, Jan, Holmberg, Ulf, Jönsson, Kristian, Lagerwall, Björn och Winstrand, Jakob, Risker för makroekonomin och den finansiella stabiliteten av utvecklingen av hushållens skulder och bostadspriserna, Samverkansrådets analysgrupp underlagspromemoria PM 6, Sveriges riksbank, 2013.

¹⁴ Som beskrivits ovan var bilden då dessa prognoser gjordes att BNP-utvecklingen hölls uppe relativt väl av den inhemska efterfrågan men senare statistikrevideringar har visat att så inte riktigt var fallet. Den felaktiga bilden bidrog alltså till de prognosfel som gjordes 2012 och till viss del 2013.

den via importpriserna blev lägre än väntat. Dessutom utvecklades konsumtionen och exporten oväntat svagt. Det, tillsammans med de låga importpriserna, innebar att inflationstrycket blev lägre än väntat.

En ytterligare faktor som i viss mån bidrog till den oväntat låga inflationen 2014 var utvecklingen av energipriserna. Det senaste året har elpriserna utvecklats oväntat svagt och under andra halvåret 2014 föll dessutom oljepriset kraftigt.

■ Även med utgångspunkt i kostnadsläget blev inflationstrycket oväntat lågt

Under 2013 blev det tydligt att inflationen utvecklades betydligt svagare än vad Riksbanken räknat med, även justerat för den relativt svaga efterfrågan och kostnadsläget. Vid ett par tillfällen under 2013 justerade Riksbanken ned inflationsprognosen relativt mycket, även på kort sikt, då nya månadsutfall indikerade att inflationstrycket var betydligt lägre än väntat.¹⁵ En första större justering gjordes i april 2013, som ett resultat av låga utfall under våren (och överskattningen av inflationen 2012). En andra större justering gjordes i december 2013 då det visat sig att även tjänstepriserna utvecklades oväntat svagt. Ytterligare justeringar gjordes under 2014, även om dessa inte påverkade prognosen för inflationen 2014 i så stor utsträckning.

Att inflationstrycket blivit oväntat lågt har Riksbanken förklarat med att det delvis handlar om att efterfrågeläget överskattats. Men det har även handlat om att utväxlingen mellan efterfrågan och kostnadsutvecklingen i företagen å ena sidan, och prisökningarna i ekonomin å andra sidan, varit svagare än vad Riksbanken räknat med. En förklaring till det skulle kunna vara att företagens marginaler pressats av den svaga efterfrågan i större utsträckning än väntat och att företagen alltså haft ovanligt svårt att höja priserna i samma takt som deras kostnader ökat (se diagram 2:4). Enligt Riksbankens enkätundersökning, som genomfördes av Konjunkturinstitutet under försommaren 2014, finns tecken på att inflationen dessutom har hållits tillbaka av ökad konkurrens och osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen.

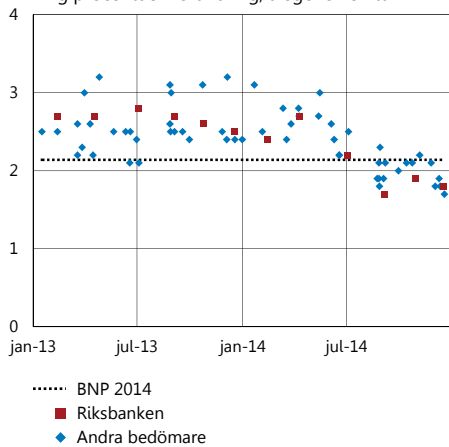
■ Andra förklaringar till den låga inflationen?

Samtidigt är det viktigt att vara ödmjuk inför det faktum att inflationen vid upprepade tillfällen visat sig ha utvecklats svagare än väntat och även att vara öppen med att orsakerna inte är lätta att identifiera. Man kan naturligtvis inte bortse från att det kan finnas andra orsaker till att inflationsutvecklingen överskattats i Riksbankens prognoser. En tänkbar möjlighet är att resursutnyttjandet har överskattats i ännu större utsträckning. Mot det talar dock att sysselsättningen faktiskt har utvecklats starkt. En annan tänkbar förklaring är att sjunkande inflationsförväntningar kan ha haft en större dämpande effekt på den faktiska inflationen än väntat.

¹⁵ Även andra bedömare gjorde liknande revideringar av sina prognoser för inflationen 2014 under 2013 och 2014, vilket beskrivs i avsnittet "Riksbankens prognoser jämförda med andra bedömares prognoser".

Diagram 2:19. Prognoser 2013 och 2014 för BNP-tillväxten 2014

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

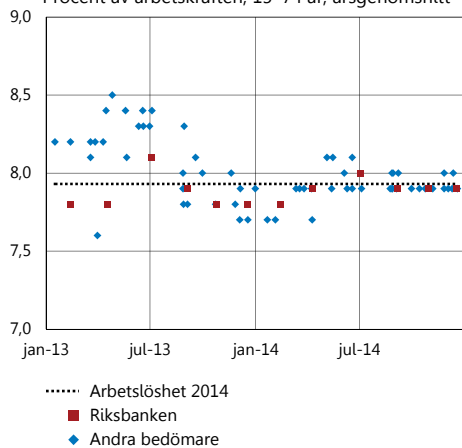


Anm. Andra bedömare är Finansdepartementet, HUI Research AB, Konjunkturinstitutet, Nordea, SEB, Svenska Handelsbanken, Svenskt Näringsliv och Swedbank.

Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

Diagram 2:20. Prognoser 2013 och 2014 för arbetslösheten 2014

Procent av arbetskraften, 15–74 år, årsgenomsnitt

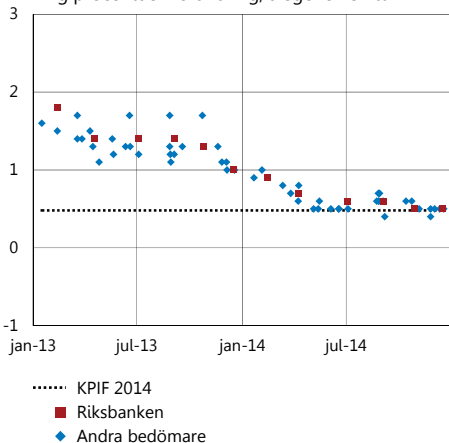


Anm. Andra bedömare avser LO samt de som anges i diagram 2:19.

Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

Diagram 2:21. Prognoser 2013 och 2014 för KPIF-inflationen 2014

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt



Anm. Andra bedömare avser LO samt de som anges i diagram 2:19 förutom HUI Research AB. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

Oavsett vilka faktorer som ligger bakom kan man konstatera att Riksbankens prognoser 2012 och 2013 överskattade utfallet för inflationen 2014. Men de beslut som fattas vid ett visst tillfälle baseras på den information som just då finns tillgänglig – ett exempel på det är de utfall för BNP-utvecklingen 2012 som senare reviderades ned relativt kraftigt, med mer än 1 procentenhet. Den låga inflationen har överraskat inte bara Riksbanken utan alla prognosmakare. Även internationellt har inflationen blivit överraskande låg. Trots att Riksbanken bedrivit en mycket expansiv penningpolitik de senaste åren har inflationen inte tagit fart på det sätt man skulle förvänta sig givet historiska mönster. En ännu mer expansiv penningpolitik under 2012–2013 skulle ha kunnat leda till en högre inflation 2014. Men det är samtidigt viktigt att ha i åtanke att en lägre ränta kunde ha bidragit till att ytterligare öka riskerna förknippade med hushållens skuldsättning.

■ Låg inflation även i andra länder

Det är värt att notera att inflationen inte bara varit låg i Sverige utan även i många andra länder. Efter detta kapitel finns en fördjupning som beskriver denna utveckling och som jämför situationen i Sverige och i Norge. Dessa två länder har haft en liknande utveckling av inflationen till för något år sedan. En jämförelse mellan länderna kan därför ge en ytterligare inblick i drivkrafterna bakom den svenska inflationsutvecklingen.¹⁶

Riksbankens prognoser för 2014 jämförda med andra bedömares prognoser

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. Om det däremot skulle visa sig att andra bedömare lyckats väsentligt bättre än Riksbanken med att förutse den ekonomiska utvecklingen kan det indikera att det finns brister i Riksbankens prognoser.¹⁷ Diagram 2:19–2:23 visar hur Riksbankens och andra bedömares prognoser för 2014 för ett antal centrala variabler har förändrats över tiden, från början av 2013 fram till dess att det faktiska utfallet blev känt i slutet av 2014 eller början av 2015.¹⁸ Skälet till att diagrammen startar 2013 och inte tidigare är att de flesta bedömare gör prognoser två år framåt (för innevarande år och nästa år), inte tre år framåt som Riksbanken gör.

Det typiska mönstret är att de prognoser som gjordes tidigt, i början av 2013, låg längre från utfallet än prognoserna som gjordes

¹⁶ En jämförelse mellan Sverige och ett större antal länder finns i en fördjupning i *Penningpolitisk rapport*, februari 2015. Sveriges riksbank.

¹⁷ Kapitel 4 redovisar en mer utförlig och formell analys av Riksbankens och andra bedömares prognosförmåga över en längre period.

¹⁸ SCB publicerar det slutliga BNP-utfallet 2014 med ungefär två års fördröjning. Fram till dess kan utfallet revideras då nya kvartalsutfall för nationalräkenskaperna publiceras. För prognosutvärderingen används dock det BNP-utfall för 2014 som publicerades i samband med att utfallet för sista kvartalet 2014 publicerades i februari 2015.

sent, i slutet av 2014. Det är naturligt eftersom det mot slutet av 2014 fanns månads- och kvartalsutfall för 2014 som prognoserna för helåret kunde baseras på.

Av diagrammen framgår också tydligt att de flesta bedömares prognoser låg relativt nära varandra och reviderades på ett liknande sätt. Det fanns visserligen en viss spridning, framför allt i de prognoser som gjordes tidigt, men det är inte uppenbart att någon av prognosmakarna konsekvent lyckades förutse utfallen betydligt tidigare än de övriga. Det är en god illustration av att det ständigt sker förändringar i ekonomin som är svåra att förutse och som gör att prognoser successivt måste revideras.

■ Successiv nedrevidering av inflationsprognoserna från slutet av 2013

En jämförelse av prognoserna visar att bedömarna under första halvåret 2013 hade en relativt samstämmig bild av BNP-utvecklingen – prognoserna för BNP-tillväxten 2014 låg samlade i intervallet 2–3 procent (se diagram 2:19). Under andra halvåret 2013 justerades bilden och bedömningen av BNP-utvecklingen 2014 blev generellt sett något mer optimistisk. I samband med detta reviderades också prognoserna för arbetslösheten 2014 ned (se diagram 2:20). Utvecklingen visade sig dock inte bli så stark och under sommaren 2014 justerades bedömningen av den realekonomiska utvecklingen 2014 till en nivå som var i linje med det slutliga utfallet (se diagram 2:19 och 2:20).

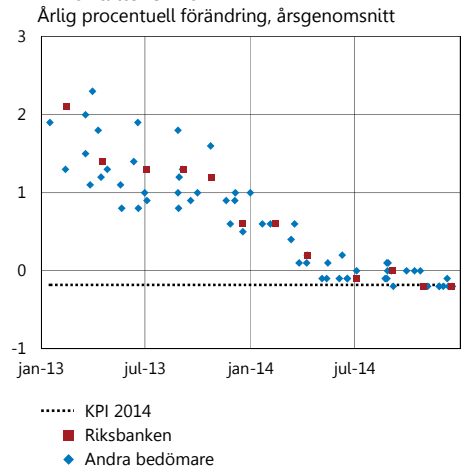
Vad gäller prognoserna för KPIF-inflationen 2014 låg de centrerade kring en nivå strax under 1,5 procent under större delen av 2013 (se diagram 2:21). Från slutet av 2013 och fram till sommaren 2014 reviderades bedömningen gradvis nedåt i takt med att oväntat låga månadsutfall för inflationen blev tillgängliga, och från mitten av 2014 låg prognoserna för KPIF-inflationen på en nivå i linje med utfallet för året.

Spridningen av prognoserna för KPI-inflationen 2014 var något större än för KPIF under första halvåret 2013, vilket var naturligt givet skillnaderna i bedömarens syn på ränteutvecklingen under 2014 (se diagram 2:22 och 2:23). Skillnaderna minskade dock mot slutet av 2013 och precis som KPIF-prognoserna justerades prognoserna för KPI-inflationen och reporäntan 2014 successivt ned fram till mitten av 2014.

■ Alla bedömare hade svårt att förutse inflationen 2014

Av diagram 2:19–2:23 framgår att Riksbankens prognoser generellt sett var i linje med övriga bedömarens prognoser. I inledningen av 2013 var Riksbanken en av de prognosmakare som hade den mest optimistiska synen på konjunkturutvecklingen 2014. Uppjusteringen som många prognosmakare gjorde i mitten av 2013 innebar dock att Riksbankens bedömning av den realekonomiska utvecklingen 2014 hamnade mer i mitten i fältet av prognoser (se diagram 2:19 och

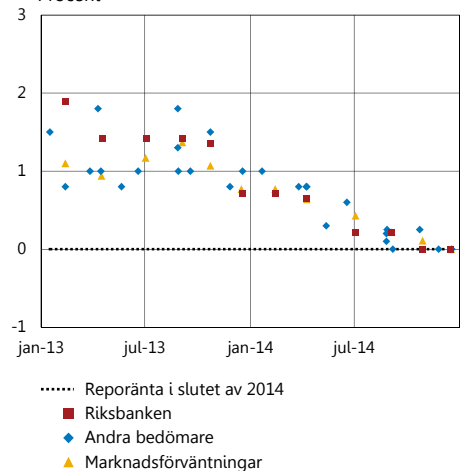
Diagram 2:22. Prognoser 2013 och 2014 för KPI-inflationen 2014



Anm. Andra bedömare avser LO samt de som anges i diagram 2:19.

Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

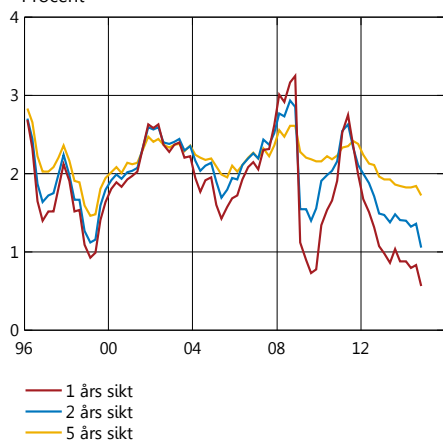
Diagram 2:23. Prognoser 2013 och 2014 för reporäntan i slutet av 2014



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.

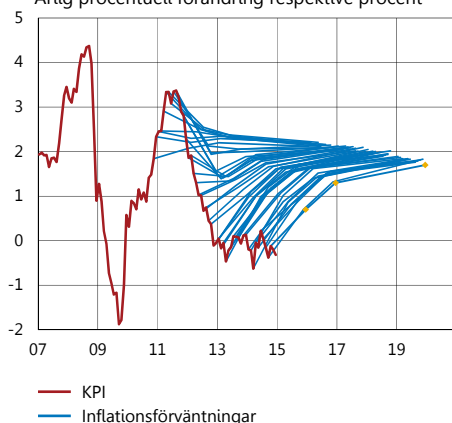
Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

Diagram 2:24. Inflationförväntningar bland samtliga tillfrågade aktörer
Procent



Källa: TNS Sifo Prospera

Diagram 2:25. KPI och inflationförväntningar, penningmarknadens aktörer
Årlig procentuell förändring respektive procent



Anm. Gula markeringar avser ett, två respektive fem års sikt i undersökningen från december 2014.

Källor: SCB och TNS Sifo Prospera

2:20). Riksbankens nedrevidering av inflations- och ränteprognoserna på våren 2013 innebar att även dessa prognoser hamnade nära genomsnittet av övriga bedömares prognoser (se diagram 2:21–2:23).

De revideringar av prognoserna som Riksbanken och övriga bedömare gjorde från slutet av 2013 och fram till mitten av 2014 följer samma mönster och speglar en successiv nedjustering av bedömningen av konjunkturutvecklingen och inflationstrycket, till stor del i takt med att nya kvartals- och månadsutfall blev tillgängliga. Bilden som träder fram är att avvikelserna mellan prognoserna för 2014 och utfallen för året i stor utsträckning förklaras av händelser som alla bedömare hade svårt att förutse.

Inflationförväntningarna 2014

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

Ett högt förtroende för inflationsmålet underlättar Riksbankens arbete med att uppfylla målet och ökar också möjligheterna för penningpolitiken att stabilisera produktionen och sysselsättningen. Om aktörerna i ekonomin litat på att inflationen stabiliseras kring inflationsmålet behöver penningpolitiken inte reagera lika mycket när ekonomin drabbas av störningar som leder till tillfälliga avvikelser från inflationsmålet.

■ Inflationförväntningarna sjönk ytterligare något under året

På Riksbankens uppdrag mäter TNS Sifo Prospera inflationförväntningarna hos penningmarknadens aktörer, arbetsgivar- och arbetsgivarorganisationer samt inköpschefer i handeln och industrin. Dessa tillfrågas om förväntningarna på inflationen på ett, två respektive fem års sikt.

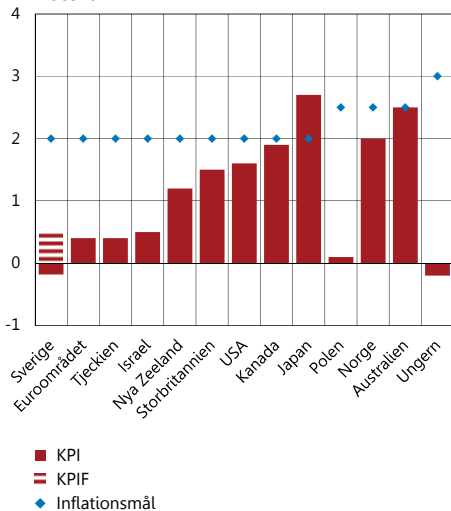
Sedan 2011 har inflationförväntningarna på alla horisonter sjunkit gradvis (se diagram 2:24). I slutet av 2014 låg de genomsnittliga förväntningarna på ett och två års sikt på de lägsta nivåerna sedan krisåret 2009. Historiskt sett har inflationförväntningarna på de kortare horisonterna till stor del samvarierat med den rådande inflationen (se diagram 2:25). Med tanke på att inflationen varit låg under ett par år och dessutom sjönk något 2014 jämfört med 2013 är det således i linje med ett normalt mönster att inflationförväntningarna på kortare horisonter är låga.

Inflationförväntningarna på fem års sikt samvarierar också till viss del med den aktuella inflationstakten, men i mindre utsträckning. Sedan slutet av 1990-talet har inflationförväntningarna på fem års sikt varit väl förankrade kring inflationsmålet (se diagram 2:24). De har dock sjunkit sedan 2011 och fortsatte ytterligare något nedåt till en nivå på cirka 1,7 procent i december 2014. Givet den låga inflationen 2014 tyder det ändå på att allmänheten har ett fortsatt förtroende för Riksbankens inflationsmål på 2 procent.

Vikten av att inflationsförväntningarna på sikt inte faller ytterligare var något som betonades av Riksbanken under 2014. Under andra halvåret motiverades den expansiva penningpolitiken bland annat med att den kunde bidra till att inflationsförväntningarna förblev förankrade runt 2 procent genom att sända en tydlig signal om att penningpolitiken inriktades på att inflationen skulle närma sig målet (se vidare diskussionen om den förda penningpolitiken 2014 i kapitel 3).

■ Varför är inflationen låg i Sverige men inte i Norge?

Diagram 2:26. Inflation 2014 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 inflationen har taket som markering. Euroområdet avser HIKP. KPIF är KPI med fast bostadsränta. En del av inflationsutvecklingen i Japan förklaras av en momshöjning i april 2014.

Källor: OECD och respektive centralbank

Diagram 2:27. HIKP-inflation i Sverige och Norge
Årlig procentuell förändring



Källa: Eurostat

Medan inflationen i Sverige och i många andra länder har varit fortsatt låg har inflationen i Norge stigit under senare tid och är nu betydligt närmare den norska centralbankens inflationsmål. I denna fördjupning diskuteras skillnader mellan Sverige och Norge som skulle kunna förklara varför inflationen utvecklats olika. Att den norska kronan försvagats relativt kraftigt sedan 2013 och att efterfrågan i Norge överlag varit högre är sannolikt de viktigaste orsakerna bakom denna utveckling.

Låg inflation i Sverige och i omvärlden

Att inflationen är låg är inte bara ett svenskt fenomen. Även i många andra länder har den fallit eller utvecklats överraskande svagt de senaste åren och även andra centralbanker har haft svårt att uppnå sina respektive inflationsmål (se diagram 2:26). Den låga internationella inflationen avspeglar i hög grad att efterfrågan på många håll återhämtat sig oväntat långsamt efter finanskrisen.

I Sverige har inflationen varit relativt sett lägre än i många andra länder under en längre period, men de senaste 1–2 åren har inflationen fallit i euroområdet och är nu på ungefär samma nivå som i Sverige. Särskilt tjänstepriserna har ökat långsamt det senaste året i både Sverige och euroområdet. Men generellt sett har det varit en bred nedgång i prisökningstakten och den syns i de flesta länder i euroområdet och i många undergrupper i konsumentprisindex.

En förklaring som har lyfts fram när den gäller den låga svenska inflationen är att efterfrågan har varit relativt svag under många år vilket har bidragit till att kostnadsökningarna blivit måttliga och prispåslagen låga. En starkare växelkurs åren efter krisen antas också ha bidragit, liksom en dämpad utveckling av bland annat energipriserna. Orsakerna har diskuterats i flera fördjupningar i Riksbankens penningpolitiska rapport.¹⁹

Intressant att jämföra med inflationsutvecklingen i Norge

För att få ytterligare inblick i drivkrafterna bakom den svenska inflationsutvecklingen kan en jämförelse med Norge vara intressant. Under flera år utvecklades inflationen i Sverige och Norge ungefär parallellt, med en uppgång strax före den globala finanskrisen och en trendmässig nedgång åren därefter (se diagram 2:27). De två senaste åren har dock inflationen utvecklats mycket olika i Sverige och Norge. I Norge steg inflationen relativt kraftigt under 2013 och har därefter blivit kvar kring 2 procent. Norge är därmed ett av ganska få länder där inflationen stigit de senaste åren. I Sverige fortsatte inflationen snarast nedåt och är sedan en tid strax över noll procent.

¹⁹ Perspektiv på den låga inflationen, i *Penningpolitisk rapport*, februari 2014, Varför är inflationen låg? i *Penningpolitisk rapport*, juli 2014 och Låg inflation – inte bara ett svenskt fenomen i *Penningpolitisk rapport*, februari 2015. Sveriges riksbank.

Genom att undersöka vilka faktorer som har utvecklats olika i Sverige och Norge de senaste åren kan man få vissa förklaringar till skillnaderna mellan de båda länderna. En sådan jämförelse blir också ett sätt att kontrollera om de förklaringar till den låga inflationen i Sverige som förts fram verkar rimliga och relevanta. Om de faktorer som har dämpat inflationen i Sverige har utvecklats på ett annat sätt i Norge stöder detta den analys som gjorts.²⁰

Starkare efterfrågan i Norge...

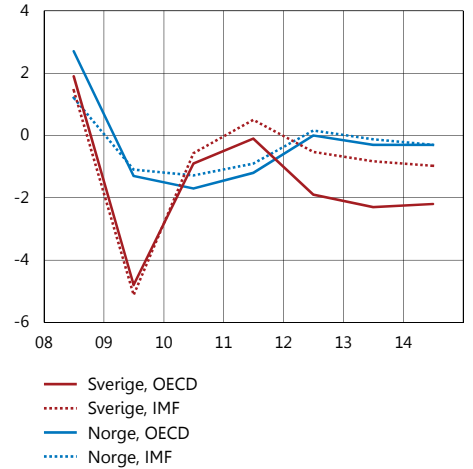
En faktor att studera vid en sådan jämförelse är efterfrågeläget och resursutnyttjandet i ekonomin. Ju högre efterfrågan, desto lättare kan företag i alla led i produktionskedjan höja sina priser och föra över kostnadsökningar till försäljningspriserna. Ju högre efterfrågan i ekonomin som helhet är, desto högre är också efterfrågan på arbetsmarknaden och desto mer sannolikt är det att löneökningarna blir höga. Även om sambandet mellan efterfrågeläget och inflationen är långtifrån perfekt kommer därmed ett högre resursutnyttjande att avspeglas i högre inflation.

Diagram 2:28 visar produktionsgapen i Sverige och Norge enligt IMF och OECD, vilket är ett ofta använt mått på resursutnyttjandet. Det finns vissa skillnader i bedömningarna men bilden är i stora drag densamma. Den globala finanskrisen slog inledningsvis betydligt hårdare mot den svenska ekonomin än mot den norska. Återhämtningen i Sverige gick dock snabbt och i slutet av 2010 och början av 2011 var resursutnyttjandet i Sverige väl i paritet med det i Norge. Men därefter försvagades den svenska ekonomin återigen och från 2012 och framåt har resursutnyttjandet varit lägre i Sverige än i Norge. Allt sedan krisen bröt ut, de senaste sex åren, har således efterfrågeläget överlag varit mer gynnsamt i Norge än i Sverige.

Det högre resursutnyttjandet innebär en större efterfrågan på arbetskraft och därmed högre löneökningar (se diagram 2:29). Både under och efter krisen har löneökningarna i Norge varit högre än i Sverige. Efter krisen finns dessutom en tendens till trend uppåt för löneökningarna i Norge som inte tycks ha någon motsvarighet i Sverige. Trenden uppåt i löneutvecklingen avspeglas även i att arbetskostnaderna per producerad enhet har tenderat att öka mer i Norge än i Sverige sedan finanskrisen (se diagram 2:30).

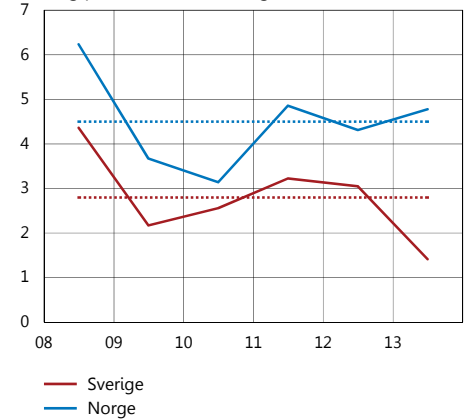
Att efterfrågan varit förhållandevis svag och resursutnyttjandet i ekonomin lägre än normalt har förts fram som en övergripande förklaring till att inflationen i Sverige varit låg.²¹ Detta antas bland annat ha bidragit till att kostnadsökningarna har blivit måttliga och prispåslagen låga. I Norge antas på motsvarande sätt det mer gynnsamma efterfrågeläget ha underlättat för företagen att öka sina marginaler.²²

Diagram 2:28. Produktionsgap enligt IMF och OECD
Procent



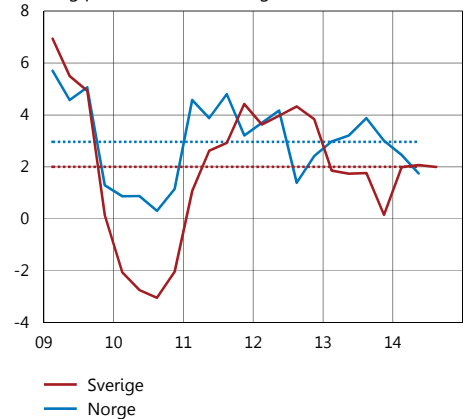
Anm. Avser IMF WEO oktober 2014 respektive OECD Economic Outlook november 2014.
Källor: IMF och OECD

Diagram 2:29. Löneökningar
Årlig procentuell förändring



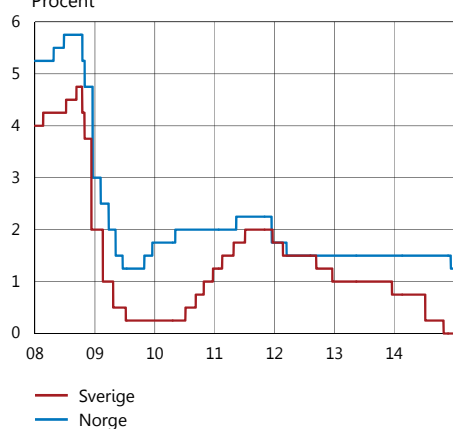
Anm. Streckade linjer avser medel för perioden 2008–2013.
Källa: OECD

Diagram 2:30. Arbetskostnad per producerad enhet
Årlig procentuell förändring



Anm. Data från Norges Bank har räknats om från att vara uttryckt i euro till att vara uttryckt i norska kronor. Streckade linjer avser medel för perioden 2009 kv1–2014 kv2.
Källor: ECB, Norges Bank och Riksbanken

²⁰ En faktor som i viss mån har bidragit till att höja inflationen i Norge, men som inte tas upp i denna fördjupning, är att metoderna för att beräkna ökningstakten i hyror och livsmedelspriser har ändrats under senare tid; se *Pengepolitisk rapport med värdering av finansiell stabilitet*, 1/2014. Norges Bank.
²¹ Se till exempel fördjupningen Varför är inflationen låg? i *Penningpolitisk rapport*, juli 2014. Sveriges riksbank.
²² Se till exempel *Pengepolitisk rapport med värdering av finansiell stabilitet*, 3/2013. Norges Bank.

Diagram 2:31. Styrränta i Sverige och i Norge
Procent

Källor: Norges Bank och Riksbanken

Diagram 2:32. Växelkurs
Index, 2008-01-01 = 100

Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. TWI är ett handelsviktat index.

Källor: Norges Bank och Riksbanken

När det gäller penningpolitiken sänkte både Riksbanken och Norges Bank sina respektive styrräntor i snabb takt 2008–2009 i samband med finanskrisen. I Norge började styrräntan höjas från krisnivån redan i slutet av 2009. Riksbanken började höja reporäntan från mitten av 2010 då återhämtningen tog fart i Sverige. I både Norge och Sverige sänktes styrräntorna återigen i början av 2012 då skuldproblematiken i euroområdet hejdade den internationella konjunkturuppgången (se diagram 2:31). Styrräntan låg sedan kvar på samma nivå i Norge, medan reporäntan gradvis sänktes ned mot noll i Sverige i takt med att inflationen fortsatte att falla. Skillnaden i penningpolitik i Sverige och Norge de två senaste åren speglar således skillnaden i inflationsutveckling i de två länderna.

... och svagare norsk krona

En annan faktor att studera vid en jämförelse av det här slaget är växelkursen. Utvecklingen av växelkursen påverkar bland annat pris-sättningen på importerade konsumtionsvaror. Priset på en given importerad vara kan utvecklas olika i Sverige och Norge om växelkursen utvecklas olika, även om världsmarknadspriset på varan är detsamma. Det finns också ett samband mellan resursutnyttjandet och växelkursen såtillvida att ju högre resursutnyttjandet är, desto lättare är det för företagen att låta ökade kostnader till följd av en svagare växelkurs spilla över på försäljningspriset.

Den svenska och den norska kronan har haft en liknande utveckling sedan finanskrisen (se diagram 2:32). Båda försvagades kraftigt i samband med krisen, förstärktes åren därefter och har sedan återigen försvagats. De senaste åren har dock den norska kronan, som började försvagas redan 2013, försvagats betydligt mer än den svenska kronan. I slutet av 2014 var den norska kronan tillbaka på ungefär samma nivå som den hade under krisen. Den svenska kronan försvagades avsevärt mindre under samma period och var i slutet av 2014 tillbaka på ungefär samma nivå som före krisen.

Norges Bank har fört fram försvagningen av den norska kronan som en förklaring till att inflationen i Norge ökade under 2013. Riksbanken har på motsvarande sätt framhållit att förstärkningen av den svenska kronan efter krisen bidrog till den lägre inflationen 2011–2012, men att kronan varit en mindre viktig förklaring till den låga inflationen efter 2013.²³

Inflationsförväntningarna närmare målet i Norge

Förväntningarna ses ibland som en särskild förklaringsfaktor till inflationen. Ju fastare förväntningarna är förankrade vid inflationsmålet, desto bättre fungerar målet som riktmärke för pris- och lönesättningen. Om inflationsförväntningarna är dåligt förankrade kan det uppstå självförstärkande spiraler där inflationen rör sig allt längre bort från målet, uppåt eller nedåt. Ju bättre förankrade inflationsför-

²³ Se till exempel fördjupningen Varför är inflationen låg? i *Penningpolitisk rapport*, juli 2014. Sveriges riksbank.

väntningarna är, desto lättare blir det därmed att uppfylla inflationsmålet.

I Norge har inflationsförväntningarna de senaste åren legat närmare inflationsmålet (som i Norge är 2,5 procent) än i Sverige (se diagram 2:33 och 2:34). Man bör dock förmodligen inte dra alltför långtgående slutsatser av detta när det gäller att förklara den olikartade utvecklingen av inflationen. Det är nämligen sannolikt att förväntningarna påverkas mer av den faktiska inflationen än vad inflationen påverkas av förväntningarna, i synnerhet på kort sikt.

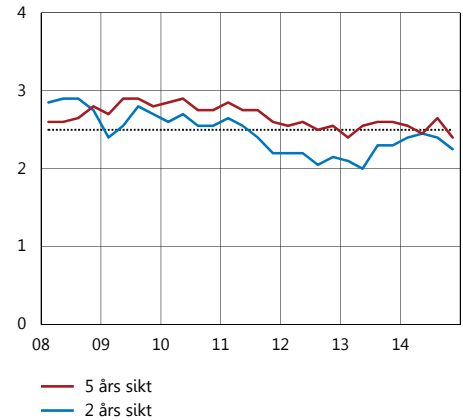
Även i Norge minskade förväntningarna på både två och fem års sikt trendmässigt från 2011 och ett par år framåt, i takt med att den faktiska inflationen föll, på ungefär samma sätt som skedde i Sverige. När den faktiska inflationen i Norge sedan ökade under 2013 så stabiliserades de femåriga förväntningarna kring inflationsmålet och de tvååriga vände uppåt.

Men även om det sannolikt är så att förväntningarna i hög grad avspeglar utvecklingen av den faktiska inflationen är det inte oproblemiskt om förväntningarna på lång sikt avviker från målet. Ju längre tid de långsiktiga förväntningarna avviker från målet, och ju större avvikelser är, desto större är risken att inflationsmålet börjar förlora sin roll som riktmärke för pris- och lönesättningen. På det sättet kan förväntningarna få ett mer tydligt genomslag på den faktiska inflationen.

Jämförelsen stöder tidigare analys

Sammantaget stöder jämförelsen mellan Sverige och Norge i allt väsentligt tidigare analyser av den låga inflationen i Sverige. En förklaring till att Norge har haft högre inflation är den relativt sett svagare utvecklingen av den norska kronan sedan 2013. En annan förklaring är att efterfrågan överlag har varit lägre i Sverige. Detta har gjort det svårare för företagen att höja sina priser och föra över kostnadsökningar på kunderna, och har också medfört ett lägre efterfrågetryck på arbetsmarknaden och mer dämpade löneökningar.

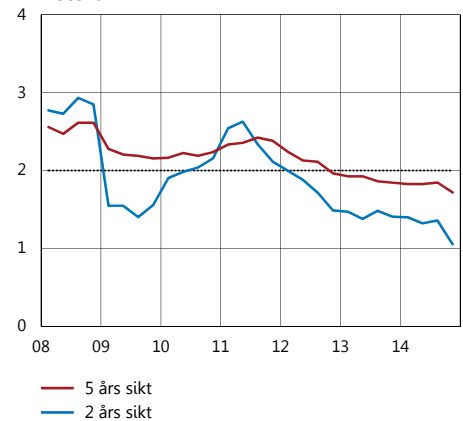
Diagram 2:33. Inflationsförväntningar i Norge
Procent



Anm. Förväntningarna avser samtliga tillfrågade aktörer. Streckad linje avser Norges Banks inflationsmål.

Källa: Norges Bank

Diagram 2:34. Inflationsförväntningar i Sverige
Procent



Anm. Förväntningarna avser samtliga tillfrågade aktörer. Streckad linje avser Riksbankens inflationsmål.

Källa: TNS Sifo Prospera

■ KAPITEL 3 – Penningpolitiken 2014

Penningpolitiken har under ett antal år inneburit en avvägning mellan att få inflationen att stiga mot målet tillräckligt snabbt och att motverka de ökade risker förknippade med hushållens skuldsättning som en låg ränta kan medföra. De senaste åren har dock inflationstrycket i den svenska ekonomin varit lågt, och trots att konjunkturen förbättrades sjönk inflationen ytterligare under 2014. Till följd av oväntat låga inflationsutfall och ett allt lägre inflationstryck bedömde direktionen att utrymmet blev allt mindre för att ta hänsyn till hushållens skuldsättning i räntebesluten. Penningpolitiken kom under 2014 således att fokusera alltmer på att snabbt föra inflationen tillbaka till målet och bidra till att inflationsförväntningarna förblev förankrade. Riksbanken sänkte räntan till 0,25 procent i juli och till noll procent i oktober samtidigt som prognoserna för reporäntan reviderades ned påtagligt under året. Samtidigt kvarstod bedömningen att utvecklingen av hushållens skulder och bostadspriserna fortsatte att utgöra en risk för ekonomin på lite längre sikt. Direktionen ansåg att det brådskade att hantera dessa risker och att ansvaret vilade på regeringen och andra myndigheter.

Penningpolitiska beslut under 2014

Under 2014 kom den oväntat låga inflationen att väga allt tyngre i de penningpolitiska besluten. Direktionen bedömde att det skulle finnas en risk för att inflationsförväntningarna inte förblev förankrade vid inflationsmålet om inflationen under alltför lång tid skulle avvika från målet. I så fall skulle inflationsmålets roll som nominellt ankare riskera att försvagas. Sänkningarna av reporäntan ned till noll procent syftade därför inte enbart till att få den faktiska inflationen att stiga utan också till att sända en tydlig signal om det nominella ankarets betydelse. Samtidigt betonade direktionen att den låga räntan skulle öka riskerna för att hushållens skulder utvecklas på ett ohållbart sätt, men att ansvaret för att hantera dessa risker nu vilade på regeringen och andra myndigheter.

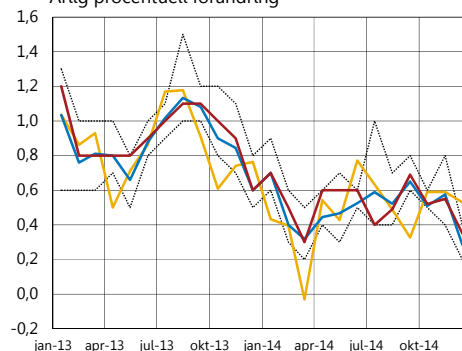
I följande avsnitt redovisas mer utförligt den ekonomiska utvecklingen och bakgrunden till de penningpolitiska besluten under året.

■ Fortsatt expansiv penningpolitik i inledningen av året

Riksbanken hade under 2013 bedrivit en expansiv penningpolitik, för att understödja återhämtningen i ekonomin och bidra till att föra inflationen tillbaka mot målet. Men mot slutet av året föll inflationen ytterligare på ett oväntat sätt då även ökningstakten i tjänstepriserna dämpades på bred front (se diagram 3:1). Direktionen gjorde då bedömningen att inflationstrycket skulle bli lägre framöver. Som en följd av detta sänktes reporäntan i december från 1 procent till 0,75 procent, samtidigt som prognosen för reporäntan justerades ned.

I inledningen av 2014 kunde direktionen konstatera att utsikterna för en återhämtning i konjunkturen var goda i omvärlden som helhet. I euroområdet bedömdes återhämtningen visserligen ske i långsam takt, men tillväxtutsikterna var desto bättre på andra viktiga svenska exportmarknader, som USA och Storbritannien. Inflationen i

Diagram 3:1. Riksbankens och marknadens kortsiktsprognoser för KPIF-inflationen
Årlig procentuell förändring



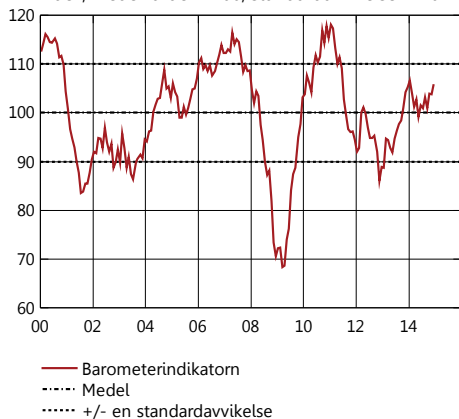
— Riksbanken
— Marknadsförväntningar
(Medel exklusive Riksbanken)
— Utfall

Anm. Riksbankens KPIF-prognoser enligt senast publicerad prognos och marknadsförväntningar, jämfört med utfall. Riksbankens siffror är inte helt jämförbara med marknadsaktörernas förväntningar, eftersom Riksbankens prognoser ofta är äldre. Streckade linjer avser högsta och lägsta prognoserna hos samtliga prognosmakare.

Källor: Bloomberg, SCB och Riksbanken.

Diagram 3:2. Barometerindikatorn

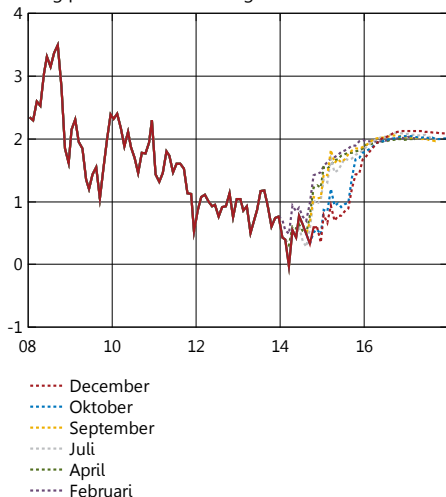
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:3. KPIF, prognoser 2014

Årlig procentuell förändring

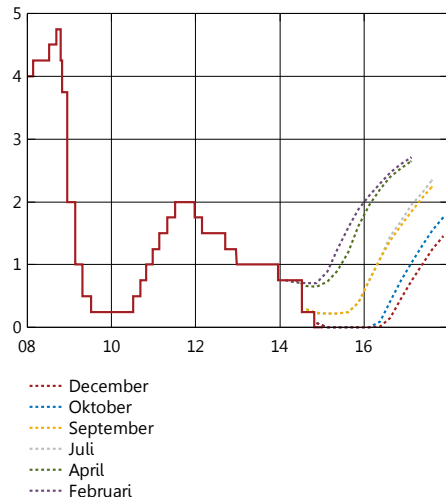


Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:4. Reporänta, prognoser 2014

Procent



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

omvärlden hade sjunkit de senaste åren men väntades stiga gradvis i takt med att konjunkturen stärktes.

Vid det penningpolitiska mötet i februari bedömde direktionen att utsikterna för Sveriges ekonomi var goda efter några år med svag tillväxt. Förtroendet steg bland svenska företag och hushåll (se diagram 3:2). Samtidigt förbättrades läget på arbetsmarknaden. Till sammans med en omvärldsefterfrågan som gradvis stärktes fanns förutsättningarna på plats för att tillväxten i Sverige skulle ta fart 2014.

Trots de förbättrade konjunkturutsikterna var inflationen fortsatt låg. En orsak till detta var att prisökningarna i företagen var låga i förhållande till kostnadsutvecklingen. Bedömningen var ändå att företagen skulle kunna föra över sina kostnadsökningar till konsumentpriserna när konjunkturen förbättrades. Vid det penningpolitiska mötet i februari beslutade direktionen att lämna reporäntan oförändrad på 0,75 procent. Även prognosen för reporäntan lämnades oförändrad.

■ Överraskande låga inflationsutfall under våren

Inför det penningpolitiska mötet i april bekräftade nyinkommen information att utvecklingen i omvärlden fortsatte att förbättras i linje med tidigare bedömningar. Inflationen i omvärlden var dock fortsatt låg och kostnadstrycket bedömdes förbli relativt måttligt framöver.

Ett starkt BNP-utfall för fjärde kvartalet 2013 hade kommit in sedan det senaste penningpolitiska mötet i februari. Direktionen såg det som ytterligare ett tecken på att konjunkturåterhämtningen inleddes i Sverige. Därutöver var konsumentförtroendet relativt gott. I stort sett stod sig bilden av konjunkturutsikterna från februari mötet. Även i fråga om arbetsmarknadsutvecklingen var utsikterna oförändrade mellan februari och april.

Men liksom vid mötet i februari kunde direktionen konstatera att inflationen var fortsatt låg, trots att konjunkturutsikterna förbättrats. Inflationen de närmast föregående månaderna hade blivit lägre än prognosen i februari (se diagram 3:1). Detta fick till följd att inflationsprognosen reviderades ned något (se diagram 3:3). Konjunkturutsikterna talade även denna gång för att företagen framöver skulle börja höja priserna i större utsträckning.

Mot denna bakgrund beslutade direktionen vid det penningpolitiska mötet i april att lämna reporäntan oförändrad på 0,75 procent (se diagram 3:4). Men de överraskande låga inflationsutfallen hade ökat osäkerheten om hur snabbt inflationen skulle stiga, vilket ledde till en nedrevidering av reporänteprognosen som avspeglade en större sannolikhet för en räntesänkning i närtid jämfört med bedömningen i februari.

■ Kraftig räntesänkning i juli

Bilden av konjunkturutsikterna såväl i Sverige som i omvärlden var relativt oförändrad inför det penningpolitiska mötet i juli. Men direkt-

ionen gjorde nu bedömningen att inflationstrycket skulle bli betydligt lägre än vad man tidigare trott och att penningpolitiken därför behövde bli mer expansiv. Det fanns en rad samverkande faktorer som bidrog till detta. En sådan faktor var att inflationsutfallen hade fortsatt att vara lägre än vad både Riksbanken och marknadsaktörerna hade förväntat sig. Sedan det penningpolitiska mötet i april hade det publicerats tre nya inflationsutfall för mars, april och maj som alla var lägre än Riksbankens prognos. Inflationsutfallet i mars var dessutom betydligt lägre än såväl Riksbankens som andra bedömares prognoser (se diagram 3:1).

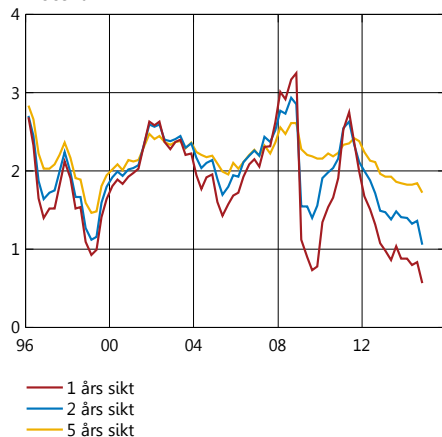
Prisökningstakten var låg i ett stort antal varu- och tjänstegrupper, vilket tydde på ett svagt underliggande inflationstryck. Dessutom fortsatte inflationstrycket i omvärlden att vara svagt, vilket medförde att penningpolitiken i omvärlden blev mer expansiv än tidigare, och att styrräntorna i omvärlden därmed skulle bli lägre. Bland annat hade ECB nyligen sänkt styrräntan och signalerat att den skulle vara låg under en lång tid framöver. Om räntan blir högre i Sverige än i omvärlden tenderar kronkursen att förstärkas, vilket bidrar till lägre inflation genom lägre importpriser. Allt annat lika talade därför lägre styrräntor i omvärlden för lägre styrräntor också i Sverige. Dessutom fanns det risk för att en inflation som låg under målet under lång tid skulle påverka inflationsförväntningarna så att de inte längre skulle förbli förankrade kring målet på 2 procent. Därmed riskerade trovärdigheten för inflationsmålet som nominellt ankare att minska. Ju längre tid inflationen avvek från målet, desto större bedömdes denna risk bli. Sammantaget talade dessa faktorer tydligt för en sänkning av reporäntan och reporäntebanan vid det penningpolitiska mötet i juli.

Den låga inflationen vägde tungt i det penningpolitiska beslutet. Direktionen beslutade vid mötet i juli att sänka räntan med 0,5 procentenheter och revidera ned reporänteprognosen kraftigt (se diagram 3:4). Den nya ränteprognosen innebar att reporäntan skulle börja höjas först i slutet av 2015. Direktionen bedömde att den mer expansiva penningpolitiken inte bara skulle bidra till att driva upp den faktiska inflationen utan även till att inflationsförväntningarna förblev förankrade kring 2 procent, eftersom man nu sände en tydlig signal om att penningpolitiken skulle se till att inflationen skulle närma sig målet inom en rimligt snar framtid.

■ Dämpade omvärldsutsikter under hösten

Inför det penningpolitiska mötet i september kunde direktionen konstatera att tillväxtutsikterna i omvärlden blivit mer osäkra, bland annat till följd av den tilltagande oron i Ukraina. Direktionen konstaterade dock att även om det skett vissa revideringar av BNP- och inflationsprognoserna var utsikterna för konjunkturen och inflationen i grova drag i linje med bedömningen i juli. Direktionen beslutade därför att lämna reporäntan oförändrad på 0,25 procent (se diagram 3:4). Men den svagare utvecklingen i omvärlden och dess negativa

Diagram 3:5. Inflationsförväntningar bland samtliga tillfrågade aktörer
Procent



Källa: TNS Sifo Prospera

inverkan på svensk tillväxt ledde till en mindre nedjustering av reporänteprognosen.

■ Reporäntan sänktes till noll i oktober

Inför det penningpolitiska mötet i oktober gjorde direktionen bedömningen att tillväxten i euroområdet skulle bli lägre än vad man väntat sig tidigare, vilket dämpade utsikterna för omvärlden. Även prognoserna för inflationen i omvärlden reviderades ned. I Sverige fortsatte konjunkturen att förbättras, framför allt tack vare en god tillväxt i hushållens konsumtion och i bostadsinvesteringarna.

Trots att såväl BNP som sysselsättning hade utvecklats förhållandevis väl det senaste året hade inflationen fortsatt att bli lägre än väntat. Prognosfelet för inflationen i september blev stort (se diagram 3:1). Dessutom var den låga inflationen fördelad över flertalet undergrupper av KPI. Den breda nedgången i inflationen och det återkommande behovet av att revidera ned inflationsprognosen tydde på att det underliggande inflationstrycket var lägre än i tidigare bedömningar. Detta tillsammans med lägre inflation och svagare konjunkturutveckling i omvärlden innebar sammantaget att direktionen nu bedömde att det skulle ta ännu längre tid innan inflationen i Sverige nådde 2 procent (se diagram 3:3).

Reporäntan sänktes därför med 0,25 procentenheter till noll procent, samtidigt som prognosen för reporäntan reviderades ned påtagligt (se diagram 3:4). Direktionen bedömde att reporäntan skulle behöva vara kvar på noll procent tills inflationen tydligt tagit fart. Först i mitten av 2016 väntades reporäntan börja höjas långsamt. Den mycket expansiva penningpolitiken bedömdes öka efterfrågan i ekonomin och därigenom bidra till ett högre inflationstryck. Precis som i juli bedömdes dessutom den mycket expansiva penningpolitiken bidra till att inflationsförväntningarna förblev förankrade runt 2 procent, genom att sända en tydlig signal att penningpolitiken inriktades på att inflationen skulle närma sig inflationsmålet.

■ Beredskap för ännu mer expansiv penningpolitik

Inför det penningpolitiska mötet i december bedömde direktionen att konjunkturåterhämtningen i omvärlden skulle fortsätta, men liksom tidigare var det stora skillnader mellan olika regioner. Oljepriset hade fortsatt att falla kraftigt sedan oktober och nått den lägsta nivån sedan 2010. I omvärlden bedömdes detta medföra att tillväxten blev lägre i länder beroende av oljeexport medan den i stället blev högre i oljeimporterande länder. Sammantaget var konjunkturutsikterna i omvärlden i stort sett oförändrade jämfört med bedömningen i oktober. En tydlig effekt av det lägre oljepriset var dock att inflationen i omvärlden nu väntades bli betydligt lägre än i oktoberprognosen.

Sedan den penningpolitiska rapporten i oktober hade den svenska konjunkturen fortsatt att förbättras, men inflationen var fortfarande låg och inflationsförväntningarna hade sjunkit (se diagram 3:5). Den realekonomiska utvecklingen i Sverige hade varit i linje med

Riksbankens prognos, och BNP och sysselsättning bedömdes fortsätta att stiga i linje med tidigare prognos. Inflationen väntades dock bli något lägre under en tid, främst till följd av det fallande oljepriset.

Sammantaget gjorde direktionen bedömningen att penningpolitiken behövde bli ännu mer expansiv, dels för att se till att inflationen närmade sig målet tillräckligt snabbt, dels för att minska risken för att de långsiktiga inflationsförväntningarna skulle fortsätta att falla. Reporäntan bedömdes nu behöva ligga kvar på noll procent en något längre tid jämfört med oktoberprognosen – till andra halvåret 2016 (se diagram 3:4). Vid den tidpunkten väntades KPIF-inflationen vara nära 2 procent, samtidigt som BNP-tillväxten bedömdes ha varit relativt hög under cirka ett år och arbetslösheten ha fallit sedan en tid. Det skulle alltså bli frågan om en mycket låg reporänta i förhållande till rådande konjunktur- och inflationsläge. Direktionen konstaterade också att om penningpolitiken skulle behöva göras ännu mer expansiv framöver var alternativet i första hand att fortsätta att skjuta på en första höjning av reporäntan. Riksbanken meddelade även att ytterligare åtgärder förbereddes som skulle kunna användas för att göra penningpolitiken mer expansiv. Sådana åtgärder skulle vid behov kunna presenteras med start vid det penningpolitiska mötet februari 2015.

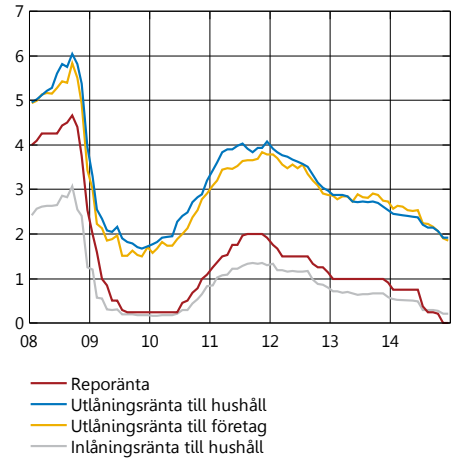
■ **Riksbankens räntesänkningar har inneburit lägre räntor till hushåll och företag**

För att penningpolitiken ska ha avsedd effekt på ekonomin måste den så kallade transmissionsmekanismen fungera, det vill säga att en förändring av reporäntan påverkar inflationen och den övriga ekonomin på ett önskvärt sätt. En central del i transmissionsmekanismen är att en förändring av reporäntan påverkar övriga räntor i ekonomin. Direktionen kunde mot slutet av året konstatera att så hade skett. De sänkningar av reporäntan som genomförts under året hade haft en betydande effekt nedåt på de räntor som hushåll och företag möter (se diagram 3:6). Därmed var en viktig förutsättning på plats för att den expansiva penningpolitiken skulle bidra till att föra inflationen tillbaka till målet. Räntorna till företag och hushåll är låga också i en internationell jämförelse (se diagram 3:7 och 3:8).

Viktiga frågor i den penningpolitiska diskussionen 2014

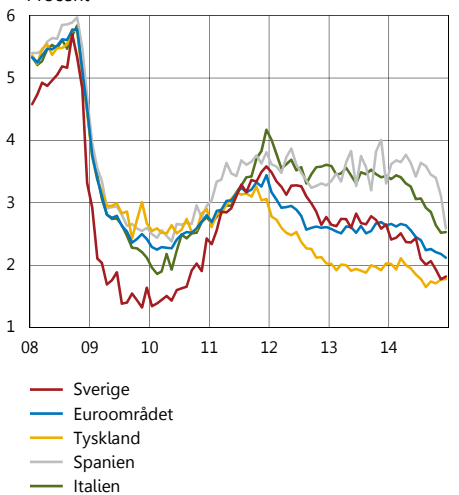
Två frågor dominerade diskussionerna i samband med de penningpolitiska besluten 2014: dels den oväntat låga inflationen och risken för att inflationsförväntningarna skulle fortsätta att falla, dels riskerna förknippade med hushållens skuldsättning. Sänkningarna av styrräntan under året avspeglar i mångt och mycket en förskjutning i riktning mot minskad hänsyn till hushållens skuldsättning och ett ökat fokus på att snabbt få inflationen att stiga mot målet.

Diagram 3:6. Svenska räntor
Procent



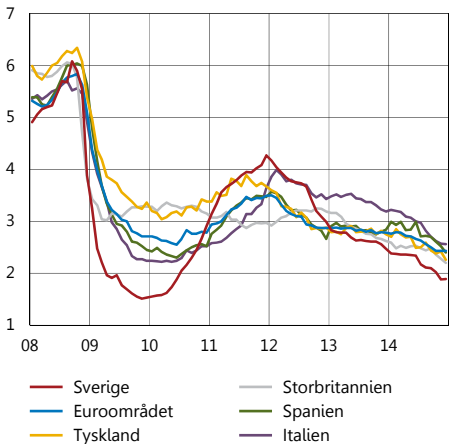
Anm. Ut- och inlåningsräntan avser nytecknade avtal. Inlåningsräntan är beräknad som bankernas genomsnittliga inlåningsränta medan utlåningsräntan avser MFI:s genomsnittliga utlåningsränta.
Källa: SCB och Riksbanken

Diagram 3:7. Räntor till företag
Procent



Anm. Utlåningsräntor från MFI till icke-finansiella företag avseende nya avtal med räntebindningstid upp till och med ett år.
Källor: Eurostat och SCB

Diagram 3:8. Räntor till hushåll
Procent



Anm. Utlåningsräntor från MFI till hushåll med bostad som säkerhet avseende nya lån med räntebindningstid upp till och med ett år.
Källor: Eurostat och SCB

Diagram 3:9. Hushållens skulder
Procent av disponibel inkomst



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

Källa: SCB

■ Den låga inflationen och inflationsmålets trovärdighet

Den viktigaste anledningen till att penningpolitiken under året kom att bli alltmer expansiv var att inflationen hade varit låg och fallande under en lång tid, och att inflationsutfallen upprepade gånger blev lägre än Riksbankens prognos. Direktionen ansåg därför att det behövdes en bred analys för att förstå orsakerna till den låga inflationen och att man behövde ta hänsyn till både efterfråge- och utbudsfaktorer. När det gäller tänkbara utbudsfaktorer nämndes teknikomvandlingen och den ökade globala konkurrensen. Ett par ledamöter framförde åsikten att det inte spelade så stor roll för penningpolitiken exakt vilka faktorer som förklarade den låga inflationen; Riksbanken behövde ändå agera med en mer expansiv penningpolitik för att föra inflationen upp till målet.

Utvecklingen av de mer långsiktiga inflationsförväntningarna var också oroande. Dessa hade fallit trendmässigt sedan hösten 2011 i takt med att inflationen hade blivit allt lägre (se diagram 3:5). Det rådde samsyn om att den låga inflationen och de fallande inflationsförväntningarna utgjorde en risk för inflationsmålets trovärdighet. Detta var också en viktig orsak till räntesänkningarna i juli och oktober. Intentionen var att räntesänkningarna, utöver att pressa upp inflationen, skulle skicka en tydlig signal om att penningpolitiken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

■ Hushållens skuldsättning

En faktor som direktionen har diskuterat mycket vid de senaste årens räntebeslut är hushållens höga skuldsättning (se diagram 3:9). Utvecklingen av hushållens skulder hänger samman med utvecklingen av bostadspriserna, vilket beror på att bostadsköp till stor del är lånefinansierade. De senaste årens penningpolitiska beslut har inneburit avvägningar mellan hur låg räntan behöver vara för att inflationen ska närma sig målet tillräckligt snabbt och de ökade risker förknippade med hushållens höga skuldsättning som en låg ränta kan medföra.

Under 2013 och inledningen av 2014 kom denna avvägning att successivt förändras. Den främsta orsaken till detta var att inflationen upprepade gånger blev lägre än förväntat och att inflationsförväntningarna föll. Direktionen bedömde att penningpolitiken i allt större utsträckning måste prioritera att snabbt föra inflationen tillbaka till målet och i mindre utsträckning ta hänsyn till riskerna förknippade med hushållens skuldsättning. Man konstaterade samtidigt att den mer expansiva penningpolitiken i sig skulle leda till att riskerna förknippade med hushållens skuldsättning ökar. Därför brådskade det att hantera dessa risker. Ansvaret för detta vilade dock på andra politikområden än penningpolitiken, bland annat makrotillsynen. I och med att ramverket för denna kom på plats för något år sedan fanns det också andra, mer riktade verktyg, som kunde användas för att motverka riskerna med hushållens skulder.

Regeringen meddelade hösten 2013 att Finansinspektionen skulle få huvudansvaret för beslut om makrotillsynsåtgärder och att ett finansiellt stabilitetsråd skulle inrättas, med företrädare för regeringen, Finansinspektionen, Riksgäldskontoret och Riksbanken. Under 2014 presenterade Finansinspektionen bland annat skärpta kapitalkrav för svenska storbanker och ett förslag till amorteringskrav.²⁴ Direktionen menade att detta var viktiga steg i rätt riktning, men betonade samtidigt att de föreslagna åtgärderna skulle ha små effekter på hushållens skuldsättning. Därför rekommenderades ytterligare åtgärder riktade direkt mot hushållens efterfrågan på krediter, och bland de tänkbara åtgärderna nämndes skärpt bolånetak, en begränsning av andelen bolån till rörlig ränta och en höjning av mininivåerna i bankernas kvar-att-leva-på-kalkyler som är en del av bankernas kreditprövning. Dessutom ansåg direktionen att det var viktigt att genomföra reformer inom skatte- och bostadspolitiken.

■ Styrränteskillnader, växelkursen och inflationen

Under året förde direktionen en diskussion om hur prognosen för styrräntan i Sverige och omvärlden kunde komma att påverka kronkursen och därigenom inflationen. Om räntan blir högre i Sverige än i omvärlden tenderar kronkursen att förstärkas, vilket bidrar till lägre inflation genom lägre importpriser. Allt annat lika talar därför för lägre styrräntor i omvärlden för lägre styrräntor också i Sverige.

En ledamot framförde framför allt i inledningen av året uppfattningen att det fanns en spänning mellan reporäntebanan och växelkursprognosen. Reporäntebanan implicerade en högre reporänta i förhållande till omvärldens styrräntor under senare delen av prognosperioden än vad som förväntades på marknaden. Ledamoten ansåg att detta borde leda till en starkare krona än vad som antogs i prognosen, och därmed till ett lägre inflationstryck och till ett behov av en mer expansiv penningpolitik. I samband med att reporäntan och reporänteprognosen sänktes kraftigt i juli minskade spänningen mellan reporäntebanan och växelkursprognosen.

Det rådde dock enighet inom direktionen om att den nedrevidering av prognosen för de utländska styrräntorna som skedde under året ökade behovet av en mer expansiv penningpolitik även i Sverige.

Penningpolitiska beslut och reservationer 2014

12 februari Reporäntan lämnades oförändrad på 0,75 procent. Prognosen för reporäntan lämnades oförändrad.

8 april Reporäntan lämnades oförändrad på 0,75 procent. Prognosen för reporäntan justerades ned. Vice riksbankscheferna Karolina Ekholm och Martin Flodén reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan oförändrad och mot räntebanan i den penningpoli-

²⁴ Se även avsnittet "Riksbankens utvecklingsarbete 2014" i kapitel 1.

tiska uppföljningen. De förordade en sänkning av reporäntan till 0,5 procent och lägre reporäntebanor.

2 juli Reporäntan sänktes med 0,5 procentenheter till 0,25 procent. Prognosen för reporäntan justerades ned påtagligt. Riksbankschefen Stefan Ingves och förste vice riksbankschefen Kerstin af Jochnick reserverade sig mot beslutet att sänka reporäntan till 0,25 procent och mot reporäntebanan. De förordade en mindre sänkning av reporäntan med 0,25 procentenheter och en räntebana där reporäntan i stället börjar höjas senare.

3 september Reporäntan lämnades oförändrad på 0,25 procent. Prognosen för reporäntan justerades ned marginellt.

27 oktober Reporäntan sänktes med 0,25 procentenheter till noll procent. Prognosen för reporäntan justerades ned påtagligt. Räntan för finjusterande transaktioner, i form av kredit (mot säkerhet) eller inlåning över natten, ändrades samtidigt till noll procent från reporäntan från tidigare +/- 10 räntepunkter.

15 december Reporäntan lämnades oförändrad på noll procent. Prognosen för reporäntan innebar att reporäntan var kvar på noll procent under en något längre tid jämfört med prognosen i oktober.

KAPITEL 4 – Prognosförmåga

En utvärdering av prognoserna gjorda under perioden 2007–2014 visar att Riksbanken har gjort jämförelsevis bra prognoser för KPIF-inflationen, BNP-tillväxten och arbetslösheten. Träffsäkerheten i förhållande till andra bedömare är däremot sämre för KPI-inflationen och reporäntan. Utvärderingen visar dock att skillnaderna mellan olika bedömares prognosförmåga är små och överlag inte statistiskt säkerställda.

Utvärdering av prognoser 2007–2014

Riksbanken och andra prognosmakare presenterar varje år ett antal prognoser för den svenska konjunkturutvecklingen. En utvärdering av träffsäkerheten i dessa prognoser är viktig att göra av flera skäl. Ett skäl är att prognoser ofta är underlag för politiska beslut och därför behöver vara så precisa som möjligt. För penningpolitiken är det särskilt viktigt att prognoserna är träffsäkra eftersom ränteförändringar påverkar ekonomin med viss fördröjning. En prognosutvärdering kan ofta tjäna som underlag för att förbättra träffsäkerheten i kommande prognoser.

För att få en bild av hur väl Riksbanken lyckats med prognosarbetet jämför vi prognoserna med prognoser från nio andra prognosmakare. Dels redovisas mått på systematiska fel, dels redovisas mått på träffsäkerhet i prognosen. Utvärderingen behandlar en längre tidsperiod, 2007–2014, vilket gör att resultaten blir mindre känsliga för slumpmässiga skillnader mellan olika bedömare.²⁵

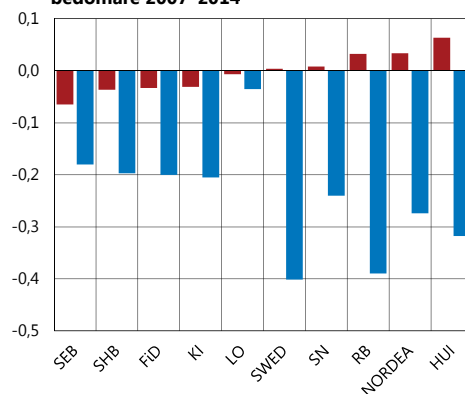
■ Mått på prognosförmåga

Ett vanligt mått på systematiska fel, eller bias som det ofta kallas, är medelfelet. Det beskriver hur mycket utfallen i genomsnitt har avvikit från prognoserna, det vill säga om det finns någon systematisk över- eller underskattning i prognoserna. Det beräknas som medelvärdet av utfallen minus prognoserna under en viss tidsperiod. Ett negativt medelfel indikerar därför att prognoserna i genomsnitt har överskattat utfallen och ett positivt värde att prognoserna underskattat utfallen.

Ett problem med medelfelet som mått på träffsäkerheten är att stora positiva och negativa prognosfel kan ta ut varandra och därmed ge ett intryck av att träffsäkerheten varit god när så inte har varit fallet. För att undvika det problemet brukar man därför använda så kallade medelabsolutfel. Dessa beräknas som medelvärdet av absolutbeloppen i prognosfelen.²⁶

Prognosmakare publicerar ofta sina prognoser vid olika tillfällen. De publicerar inte heller sina prognoser lika ofta. De olika bedömarena har därför vanligtvis inte tillgång till samma information när de gör sina prognoser. Hur skillnader i tillgången till information kan på-

Diagram 4:1. Träffsäkerhet och systematiska fel i prognoserna för KPI-inflationen hos olika bedömare 2007–2014



■ Träffsäkerhet (justerat medelabsolutfel)
■ Systematiska fel (medelfel)

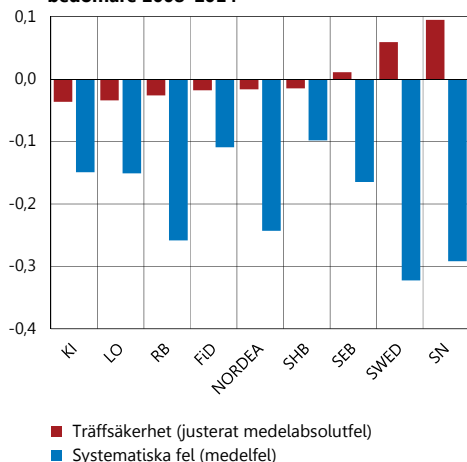
Anm. FiD = Finansdepartementet, HUI = HUI Research AB, KI = Konjunkturinstitutet, RB = Riksbanken, SHB = Svenska Handelsbanken, SN = Svenskt Näringsliv och SWED = Swedbank. Se fotnot 27 och 28 för information om underlaget till diagrammet.

Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

²⁵ I appendix, diagram A1–A5, visas dock en utvärdering av Riksbankens prognoser för det enskilda året 2014. I tidigare utvärderingar har även resultat för tidsperiod 1999–2014 presenterats. Att utvärdera Riksbankens prognoser före 2007 är dock problematiskt eftersom prognoserna var så kallade betingade prognoser. Fram till 2005 var prognoserna betingade på en oförändrad reporänta under prognosperioden och mellan 2005 och 2007 var de baserade på marknadens förväntningar om reporänteutvecklingen, i form av terminsräntor.

²⁶ Absolutbeloppet, ibland kallat absolutvärdet, är ett tals avstånd till noll, det vill säga absolutbeloppet av exempelvis 1 och -1 är båda 1.

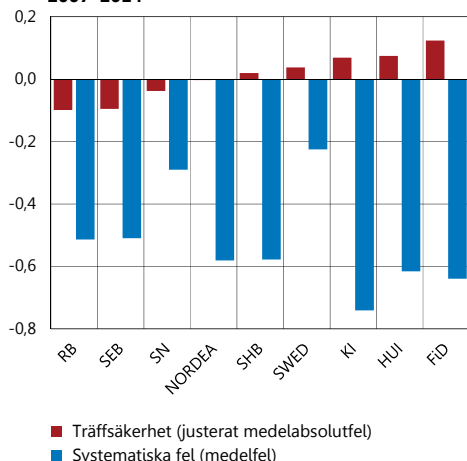
Diagram 4.2. Träffsäkerhet och systematiska fel i prognoserna för KPIF-inflationen hos olika bedömare 2008–2014



Anm. Se diagram 4.1 för en förklaring av förkortningarna. Se fotnot 27 och 28 för information om underlaget till diagrammet. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

Diagram 4.3. Träffsäkerhet och systematiska fel i prognoserna för BNP-tillväxten hos olika bedömare 2007–2014



Anm. Se diagram 4.1 för en förklaring av förkortningarna. Se fotnot 27 och 28 för information om underlaget till diagrammet.

Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

verka prognoserna illustreras i diagram 2:19–2:23. I dessa diagram visas hur prognoserna från olika bedömare förändrats mellan olika prognostillfällen. Typiskt sett ligger prognoser från början av 2013 relativt långt från utfallen 2014 och vartefter tiden går blir prognoserna gradvis mer träffsäkra. Ett annat mönster är att prognoserna från olika bedömare 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 någon bedömare som lyckas förutse det slutliga utfallet betydligt tidigare än någon annan.

Det är alltså viktigt vid utvärderingar av prognosförmågan att olika bedömare har tillgång till samma information. Riksbanken har därför utvecklat en statistisk metod som justerar för skillnader i mängden tillgänglig information vid prognostillfället hos olika bedömare.²⁷ I denna utvärdering visas därför så kallade justerade medelabsolutfel, det vill säga medelabsolutfel som tar hänsyn till att vissa bedömare i genomsnitt gör sina prognoser senare än andra och därför har tillgång till mer information.²⁸

■ Alla överraskade av svag utveckling

De blå staplarna i diagram 4:1–4:5 visar systematiska fel, mätta med medelfel, för KPI- och KPIF-inflationen, BNP-tillväxten, arbetslösheten och reporäntan. Samtliga bedömare har systematiskt överskattat utfallen för alla dessa variabler under perioden 2007–2014. Detta illustrerar att alla blev överraskade av den svaga ekonomiska utvecklingen efter den finansiella krisen 2008. För arbetslösheten innebär dock överskattningen att utvecklingen blev bättre än förväntat.

■ Små skillnader i träffsäkerhet mellan bedömare

De röda staplarna i diagram 4:1–4:5 visar träffsäkerheten, mätta med justerade medelabsolutfel, för perioden 2007–2014 för KPI- och KPIF-inflation, BNP-tillväxt, arbetslöshet och reporänta.²⁹ Träffsäkerheten för varje bedömare redovisas som en avvikelse från medelvärdet beräknat på alla bedömare. En negativ stapel för en bedömare innebär att prognosen är bättre än den genomsnittliga prognosmakaren och ett positivt värde att den är sämre.

Resultaten vittnar om att det finns vissa skillnader i träffsäkerhet mellan de olika bedömarna. Dessa skillnader förefaller dock vara relativt små, vilket bekräftas av statistiska test som visar att skillnaderna i regel inte är statistiskt säkerställda.³⁰

²⁷ 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.

²⁸ I tidigare rapporter har justerade medelkvadratfel presenterats. Metoden som används för horisontjusteringen har dock visat sig fungera mindre bra då medelkvadratfelen används – justeringen av prognoshorisonten får en missvisande vikt vid rangordningen av bedömarna. För det justerade medelabsolutfelet är dock detta problem mindre. I denna rapport visas därför justerade medelabsolutfel, vilka således inte kan jämföras med justerade medelkvadratfel från tidigare rapporter. Riksbanken arbetar för närvarande med att utveckla metoden för att justera prognoshorisonten så att både medelkvadrat- och medelabsolutfel kan användas.

²⁹ För KPIF-inflationen är perioden 2008–2014 eftersom mättet KPIF introducerades i juli 2008. För Riksbanken avser prognosfelet under första halvan av 2008 inflationen mätt med KPIX, som var det mätt 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 rensar bort de direkta effekterna på KPI av förändringar i bostadsräntor.

³⁰ Se text och tabeller A1 och A2 i appendix.

■ Riksbanken relativt bra på att prognosticera BNP, arbetslöshet och KPIF

Riksbankens prognosfel, mätta med det justerade medelabsolutfelet, var större än genomsnittet för KPI-inflationen. De minsta prognosfelen gjorde SEB. För KPIF-inflationen var däremot Riksbankens prognosfel något mindre än genomsnittet.

Riksbanken hade de minsta prognosfelen för BNP-tillväxten av alla prognosmakare. Riksbanken gjorde även relativt bra prognoser på arbetslösheten. Bäst prognoser på arbetslösheten gjorde SEB följt av HUI Research AB. Vad gäller prognoser för reporäntan gjorde Riksbanken de största prognosfelen av alla prognosmakare medan SEB gjorde de minsta.

Sammantaget gjorde alltså Riksbanken, jämfört med de andra prognosmakarna, bra prognoser för BNP-tillväxten, arbetslösheten och KPIF-inflationen. Precisionen var däremot sämre för reporäntan och KPI-inflationen. Reporäntan spelar en central roll för skillnaden mellan KPI och KPIF. Den lägre precisionen i reporänteprognozen avspeglas därför i en lägre träffsäkerhet i prognosen för KPI-inflationen.

Riksbankens relativt dåliga precision för KPI-prognosen beror delvis på att prognosfelet för 2009 var ovanligt stort.³¹ Skillnaden i prognosfel mellan olika prognosmakare för enskilda år är normalt sett ganska små. Riksbankens KPI-prognoser för 2009 slog emellertid ordentligt fel, bland annat beroende på de stora räntesänkningar som genomfördes till följd av den finansiella krisen. Detta enstaka år har ett relativt stort genomslag på genomsnittet. Riksbankens prognoser hade sämst träffsäkerhet av alla 2009 (se tabell 4:1). Riksbanken var dock även bland de sämre 2012–2014. De övriga åren var Riksbankens prognosförmåga bättre än genomsnittet.

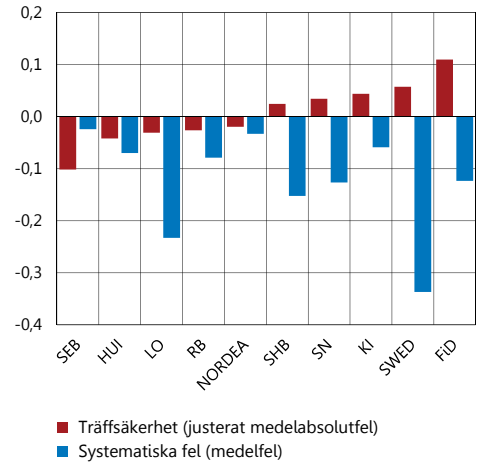
Tabell 4:1. Årlig rangordning av Riksbankens prognoser 2007–2014

| | BNP | Arbetslöshet | KPI | KPIF | Reporänta |
|-----------|-----|--------------|-----|------|-----------|
| 2007 | 3 | 5 | 4 | — | 4 |
| 2008 | 4 | 2 | 5 | 5 | 5 |
| 2009 | 3 | 7 | 10 | 7 | 6 |
| 2010 | 2 | 6 | 4 | 1 | 3 |
| 2011 | 3 | 3 | 4 | 2 | 5 |
| 2012 | 3 | 8 | 7 | 4 | 6 |
| 2013 | 5 | 2 | 8 | 6 | 6 |
| 2014 | 7 | 3 | 7 | 7 | 5 |
| 2007–2014 | 1 | 4 | 8 | 3 | 6 |

Anm. Siffran i tabellen anger Riksbankens ranking, baserat på den estimerade träffsäkerheten enligt justerade medelabsolutfel. I tidigare rapporter redovisades rankingen enligt justerade medelkvadratfel. Riksbankens placering kan därför vara annorlunda i den här rapporten jämfört med tidigare rapporter. Ranking 1 är bäst. Tio institut gör prognoser för arbetslöshet och KPI. Nio gör BNP och KPIF-prognoser och fem gör prognoser för reporäntan. I utvärderingen av reporänteprognoerna inkluderas även marknadsförväntningarna enligt marknadens prissättning av 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.

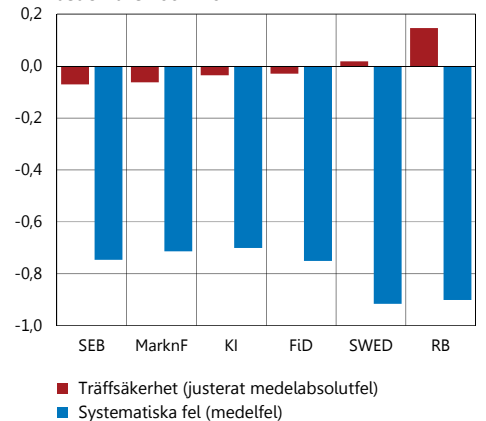
Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

Diagram 4:4. Träffsäkerhet och systematiska fel i prognoserna för arbetslösheten hos olika bedömare 2007–2014



Anm. Se diagram 4:1 för en förklaring av förkortningarna. Se fotnot 27 och 28 för information om underlaget till diagrammet. Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

Diagram 4:5. Träffsäkerhet och systematiska fel i prognoserna för reporäntan vid årets slut hos olika bedömare 2007–2014

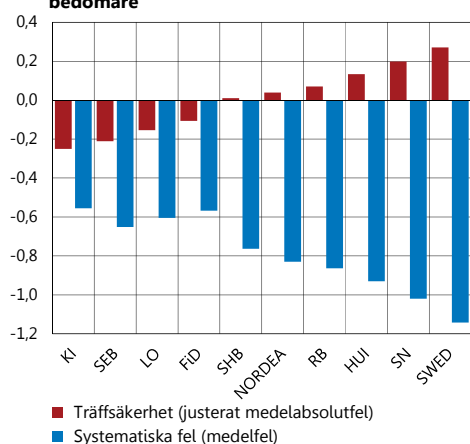


Anm. FiD = Finansdepartementet, KI = Konjunkturinstitutet, RB = Riksbanken och SWED = Swedbank. MarknF = Marknadsförväntningarna beräknade utifrån marknadssprissetningen. Terminsräntorna är justerade för genomsnittliga riskpremier motsvarande en räntepunkt per månads löptid. Riksbankens kvartalsprognoser har interpolerats till dagsvärden för att få fram ett värde i slutet av året. Se fotnot 27 och 28 för information om underlaget till diagrammet. Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

³¹ 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.

Appendix

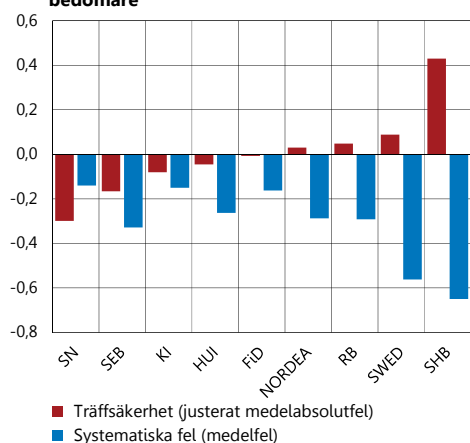
Diagram A1. Träffsäkerhet och systematiska fel i prognoserna för KPI-inflationen 2014 hos olika bedömare



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

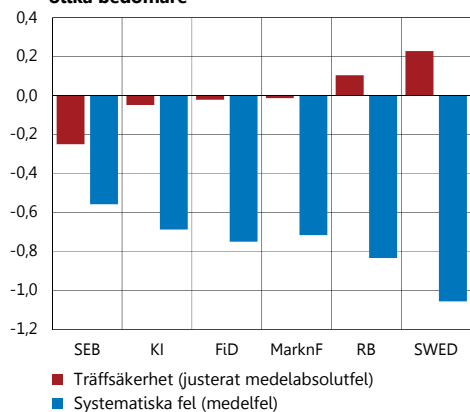
Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

Diagram A3. Träffsäkerhet och systematiska fel i prognoserna för BNP-tillväxten 2014 hos olika bedömare



Anm. Se diagram A1 för en förklaring av förkortningarna.
Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

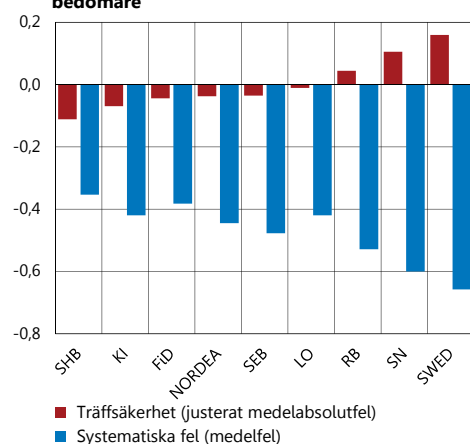
Diagram A5. Träffsäkerhet och systematiska fel i prognoserna för reporäntan i slutet av 2014 hos olika bedömare



Anm. FiD = Finansdepartementet, KI = Konjunkturinstitutet, RB = Riksbanken och SWED = Swedbank. MarknF = Marknadsförväntningarna beräknade utifrån marknadsprissättningen. Terminräntorna är justerade för genomsnittliga riskpremier motsvarande en räntepunkt per månads löptid. Riksbankens kvartalsprognoser har interpolerats till dagsvärden för att få fram ett värde i slutet av året.

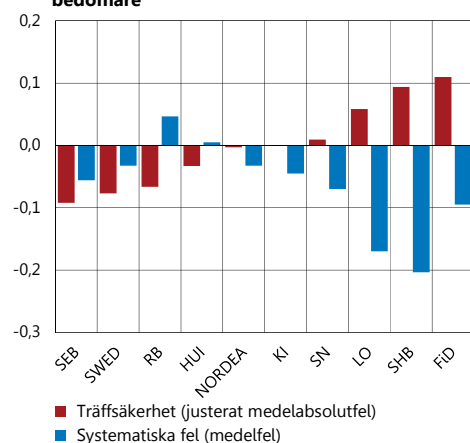
Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

Diagram A2. Träffsäkerhet och systematiska fel i prognoserna för KPIF-inflationen 2014 hos olika bedömare



Anm. Se diagram A1 för en förklaring av förkortningarna.
Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

Diagram A4. Träffsäkerhet och systematiska fel i prognoserna för arbetslösheten 2014 hos olika bedömare



Anm. Se 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 fyra undantag: SEB och marknadsförväntningarna (i termer av terminsräntor) gör bättre prognoser för reporäntan vid årets slut och Svensk Näringsliv och Swedbank gör 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 |
|------|--------------|------|------|-----------|
| 0,94 | 0,43 | 0,93 | 0,27 | 0,32 |

Anm. Den studerade perioden är 2007–2014 för BNP, arbetslöshet, KPI och reporäntan och 2008–2014 för KPIF. För 2008–2009 ingår delvis prognoser för KPIX i stället för KPIF.

Källa: Riksbanken

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

| | BNP | Arbetslöshet | KPI | KPIF | Reporänta |
|--------|------|--------------|------|--------|-----------|
| FID | 0,25 | 0,11 | 0,48 | 0,86 | 0,19 |
| HUI | 0,27 | 0,83 | 0,72 | — | — |
| KI | 0,34 | 0,37 | 0,46 | 0,80 | 0,12 |
| LO | — | 0,96 | 0,66 | 0,89 | — |
| Nordea | 0,54 | 0,92 | 0,99 | 0,81 | — |
| SEB | 0,98 | 0,27 | 0,22 | 0,36 | 0,04** |
| SHB | 0,52 | 0,51 | 0,43 | 0,82 | — |
| SN | 0,73 | 0,42 | 0,78 | 0,03** | — |
| SWED | 0,44 | 0,35 | 0,76 | 0,07* | 0,30 |
| MarknF | — | — | — | — | 0,04** |

Anm. Den studerade perioden är 2007–2014 för BNP, arbetslöshet, KPI och reporäntan och 2008–2014 för KPIF. För 2008–2009 ingår delvis prognoser för KPIX i stället 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



Avdelningen för Penningpolitik
Sveriges riksbank, 2015