

Finansutskottets betänkande 2015/16:FiU24



Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2013–2015

Sammanfattning

Utskottet redovisar sin årligt återkommande utvärdering av penningpolitiken och föreslår att riksdagen godkänner vad utskottet sagt om penningpolitiken för perioden 2013–2015.

Utskottet konstaterar att Riksbanken efter omläggningen i mitten av 2014 har fört en mycket expansiv penningpolitik som, vad gäller både omfattning och använda åtgärder, saknar motstycke i modern svensk ekonomisk historia. Politiken är bl.a. en följd av det mycket låga internationella inflationstrycket och den mycket expansiva penningpolitiken i omvärlden, särskilt i euroområdet.

Utskottet konstaterar också att inflationen och inflationsförväntningarna långsamt började stiga under 2015, bl.a. till följd av den expansiva penningpolitiken. Däremot låg inflationen fortfarande långt under inflationsmålet 2015 och under hela utvärderingsperioden 2013–2015. Utskottet konstaterar dock att resursutnyttjandet i den svenska ekonomin successivt har stigit och att BNP under förra året ökade med drygt 4 procent, samtidigt som arbetslösheten började sjunka.

Utskottet upprepar sin tidigare bedömning att Riksbanken, med facit i hand, hade kunnat bedriva en mer expansiv penningpolitik under 2013 och inledningen av 2014. Denna bedömning stöds också av slutsatserna i Marvin Goodfriends och Mervyn Kings externa utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015 som lämnades till utskottet i januari 2016. Utskottet kommer att behandla den externa utvärderingen i ett annat betänkande senare under våren 2016. Då kommer utskottet även att behandla formerna för utskottets framtida granskningar av penningpolitiken.

Innehållsförteckning

Utskottets förslag till riksdagsbeslut	3
Redogörelse för ärendet	4
Finansutskottets utvärderingar av penningpolitiken	4
Förutsättningarna för penningpolitiken	4
Riksbankens penningpolitiska strategi	5
Utskottets överväganden	7
Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2013–2015	7
Sammanfattning av Riksbankens Redogörelse för penningpolitiken 2015	7
Externa bedömningar av penningpolitiken	20
Finansutskottets ställningstagande	26

Tabeller

Tabell 1 Penningpolitiken under utvärderingsperioden	11
Tabell 2 Inflationen i Sverige under utvärderingsperioden	17
Tabell 3 Produktion och sysselsättning i Sverige under utvärderingsperioden	18

Diagram

Diagram 1 BNP-tillväxten i Sverige och omvärlden under utvärderingsperioden	8
Diagram 2 Arbetsmarknadens utveckling i Sverige under utvärderingsperioden	9
Diagram 3 Inflationen i Sverige under utvärderingsperioden	10
Diagram 4 Kronans utveckling under utvärderingsperioden	12
Diagram 5 Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosmakares BNP-bedömningar för 2015	19
Diagram 6 Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosmakares KPI-prognoser för 2015	20

Utskottets förslag till riksdagsbeslut

Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2013–2015

Riksdagen godkänner vad utskottet anfört om penningpolitiken för perioden 2013–2015.

Stockholm den 26 maj 2016

På finansutskottets vägnar

Fredrik Olovsson

Följande ledamöter har deltagit i beslutet: Fredrik Olovsson (S), Ulf Kristersson (M), Monica Green (S), Maria Plass (M), Jörgen Hellman (S), Oscar Sjöstedt (SD), Jörgen Andersson (M), Ingela Nylund Watz (S), Emil Källström (C), Janine Alm Ericson (MP), Jan Ericson (M), Erik Ullenhag (L), Marie Granlund (S), Börje Vestlund (S), Håkan Svenneling (V), David Lång (SD) och Andreas Carlson (KD).

Redogörelse för ärendet

Finansutskottets utvärderingar av penningpolitiken

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

Detta betänkande innehåller utvärderingen av penningpolitiken för perioden 2013–2015. Utvärderingen bygger bl.a. på Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2015 och på andra externa bedömningar av den svenska penningpolitiken under den aktuella perioden. Riksbankens redogörelse är den första av två skriftliga rapporter som Riksbanken enligt riksbankslagen årligen ska lämna till finansutskottet.

Utskottets öppna utfrågningar med riksbankschefen och en av de fem vice riksbankscheferna är andra viktiga delar i utskottets granskning av penningpolitiken. Sedan hösten 2012 hålls öppna utfrågningar tre gånger per år, en i februari/mars, en i augusti/september och en i november. Protokollet från den öppna utfrågning som hölls i februari 2016 finns publicerat i Rapporter från riksdagen 2015/16:RFR12.

Sedan mitten av 00-talet genomför utskottet även en extern och oberoende utvärdering av penningpolitiken vart fjärde år. Hittills har tre externa utvärderingar genomförts. Den första genomfördes av professorerna Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin (2006/07:RFR1) och den andra av professorerna Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet (2010/11:RFR5).

Den tredje utvärderingen lämnades till utskottet i januari 2016 och genomfördes av Mervyn King, tidigare chef för Bank of England, och Marvin Goodfriend, professor vid Carnegie Mellon University i USA (2015/16:RFR6). Utskottet kommer att behandla den utvärderingen senare under våren 2016.

Förutsättningarna för penningpolitiken

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

Tidigare fanns ett s.k. toleransintervall på ± 1 procentenhet. Det togs bort av Riksbanken våren 2010 bl.a. med motiveringen att det inte har någon

praktisk betydelse och att det i dag finns en stor förståelse för att penningpolitiken bedrivs under osäkerhet och att inflationen tidvis kan hamna en bit från målet.

Riksbankens penningpolitiska strategi

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

- Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken preciserar detta som ett mål för inflationen som innebär att den årliga förändringen av KPI ska vara 2 procent.
- Samtidigt som penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken för att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera produktionen och sysselsättningen runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas en flexibel inflationsmålspolitik. Det innebär inte att Riksbanken gör avkall på att inflationsmålet är överordnat.
- Det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen och realekonomin. Därför vägleds penningpolitiken av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Riksbanken publicerar bl.a. en bedömning av hur reporäntan kommer att utvecklas framöver.
- Vid varje penningpolitiskt beslutstillfälle gör direktionen en bedömning av vilken bana för reporäntan och eventuellt vilka andra kompletterande åtgärder som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. Avvägningen handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen runt inflationsmålet och stabiliseringen av realekonomin.
- Det finns inget generellt svar på frågan hur snabbt Riksbanken siktar på att föra tillbaka inflationen till 2 procent om den avviker från målet. En snabb återgång kan i vissa lägen få effekter på produktionen och sysselsättningen som inte är önskvärda, medan en långsam återgång kan försvaga trovärdigheten för inflationsmålet. I allmänhet har strävan varit att penningpolitiken 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 betalningsväsen. Risker förknippade med utvecklingen på de finansiella marknaderna vägs in i räntebesluten. När det gäller att förebygga en obalanserad utveckling av tillgångspriser och skuldsättning spelar dock framför allt ett väl fungerande regelverk och en effektiv tillsyn en central roll. Penningpolitiken är enbart ett komplement.

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

Utskottets överväganden

Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2013–2015

Utskottets förslag i korthet

Riksdagen godkänner vad utskottet sagt om penningpolitiken för perioden 2013–2015.

Utskottet konstaterar att Riksbanken efter omläggningen i mitten av 2014 har fört en mycket expansiv penningpolitik som, vad gäller både omfattning och använda åtgärder, saknar motstycke i modern svensk ekonomisk historia. Utskottet konstaterar också att inflationen och inflationsförväntningarna långsamt började stiga under 2015, bl.a. till följd av den expansiva penningpolitiken. Däremot låg inflationen fortfarande långt under inflationsmålet 2015 och under hela utvärderingsperioden 2013–2015. Utskottet konstaterar dock att resursutnyttjandet i den svenska ekonomin successivt har stigit och att BNP under förra året ökade med drygt 4 procent, samtidigt som arbetslösheten började sjunka.

Utskottet upprepar sin tidigare bedömning att Riksbanken, med facit i hand, hade kunnat bedriva en mer expansiv penningpolitik under 2013 och inledningen av 2014. Denna bedömning stöds också av Marvin Goodfriends och Mervyn Kings externa utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015. Utskottet kommer att behandla den externa utvärderingen i ett annat betänkande senare under våren 2016. Då kommer utskottet även att behandla formerna för utskottets framtida granskningar av penningpolitiken.

Sammanfattning av Riksbankens Redogörelse för penningpolitiken 2015...

Den ekonomiska utvecklingen under utvärderingsperioden

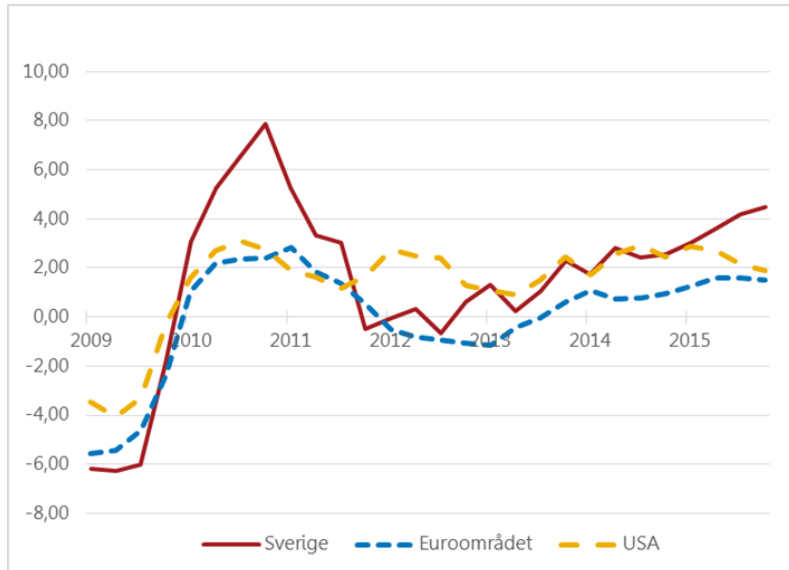
Öväntat hög tillväxt 2015

Inledningen av 2013 präglades av den svaga konjunkturen i euroområdet. Efterfrågan på svenska exportvaror fortsatte att försämrats, och exporten föll. Efter hand blev det bättre. Oron på de finansiella marknaderna avtog, USA-ekonomin visade tecken på återhämtning och både hushåll och företag började bli mer optimistiska om den ekonomiska framtiden. I Sverige hölls tillväxten uppe av en ökad hushållskonsumtion, vilket bl.a. berodde på en god inkomstutveckling och att arbetsmarknaden utvecklades relativt väl trots den svaga konjunkturen. Sysselsättningen steg med drygt 1 procent under 2013.

Arbetslösheten låg dock kvar på en hög nivå, eftersom utbudet av arbetskraft ökade lika mycket som sysselsättningen. Återhämtningen under senare delen av 2013 gjorde att Sveriges BNP steg med 1,2 procent under året.

Diagram 1 BNP-tillväxten i Sverige och omvärlden under utvärderingsperioden

Procent



Källa: Riksbanken.

Återhämtningen i världsekonomin fortsatte under 2014, om än i långsam takt. Den svenska exporten, som var i stort sett oförändrad under 2013, ökade och hushållskonsumtionen fortsatte att stiga. Den inhemska efterfrågan steg också genom att investeringarna i framför allt bostäder steg på nytt efter att ha minskat under både 2012 och 2013.

På arbetsmarknaden fortsatte sysselsättningen att stiga. Men precis som under 2014 ökade antalet personer i arbetskraften lika snabbt som sysselsättningen, vilket bidrog till att arbetslösheten låg kvar kring strax under 8 procent. Sammantaget steg Sveriges BNP med 2,3 procent under 2014, vilket var betydligt bättre än tillväxten i euroområdet men i paritet med tillväxttakten i t.ex. USA och Storbritannien.

Början av 2015 präglades av en långsam förbättring av den internationella konjunkturen med stora skillnader i tillväxt mellan länder och regioner. Ekonomin i euroområdet var fortfarande svag, medan aktiviteten i USA fortsatte att öka även om tillväxttakten bromsade in något mot slutet av 2014 och början av 2015. Tillväxtskillnaderna i kombination med t.ex. en fortsatt oro för den grekiska ekonomiska utvecklingen bidrog till att skapa osäkerhet på valutamarknaderna. Den internationella återhämtningen fortsatte att vara relativt svag under hela 2015 med minskad ekonomisk aktivitet i många av de

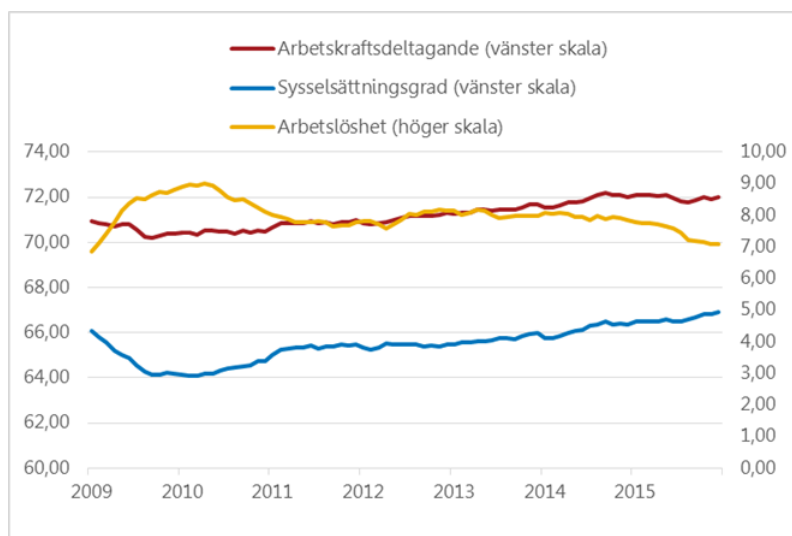
större s.k. tillväxtekonomierna, bl.a. till följd av sjunkande råvaru- och energipriser.

Trots den långsamma internationella återhämtningen fortsatte den svenska ekonomin att växa starkt under 2015. BNP ökade med drygt 4 procent, vilket var betydligt högre än det historiska genomsnittet, högre än i USA och Storbritannien och mycket högre än tillväxten i euroområdet. Tillväxten var dessutom bred. Exporten ökade snabbare än tillväxten på den svenska exportmarknaden, mycket tack vare en stark tjänsteexport. Investeringarna ökade ytterligare efter den starka uppgången 2014, och hushållens konsumtion fortsatte att stiga.

Även sysselsättningen fortsatte att öka, med nästan 1,5 procent. Antalet personer i arbetskraften steg inte lika snabbt som sysselsättningen, vilket bidrog till att arbetslösheten sjönk från 7,9 procent 2014 till 7,4 procent 2015.

Diagram 2 Arbetsmarknadens utveckling i Sverige under utvärderingsperioden

Procent



Källa: Riksbanken.

... men fortsatt låg inflation med tendens till uppgång

Trots den gradvisa förbättringen i den internationella konjunkturen och den allt starkare svenska konjunkturen var inflationstrycket lågt under hela utvärderingsperioden 2013–2015. Mätt enligt konsumentprisindex (KPI) har inflationen i tre års tid pendlat kring nollstrecket till följd av det svaga internationella pristrycket, en inledningsvis stark krona, svårigheter för företagen att höja sina priser, kraftiga fall i både råvaru- och energipriserna och Riksbankens räntesänkningar under framför allt 2014 och 2015.

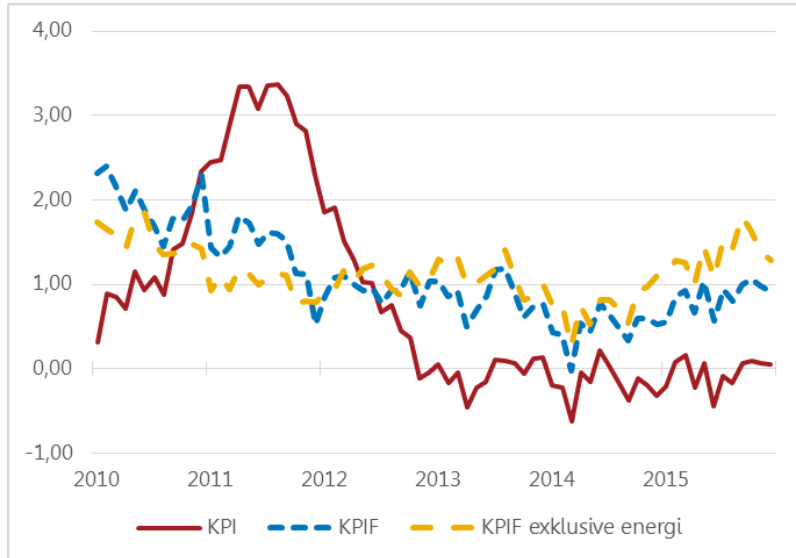
Som framgår av diagram 3 började emellertid inflationen mätt enligt de underliggande inflationsmåten KPIF, dvs. KPI rensat för effekterna av

Riksbankens ränteförändringar, och KPIF exklusive energi att stiga mot slutet av 2014 och under 2015, bl.a. på grund av en svagare krona under 2014 och 2015 till följd av bl.a. Riksbankens expansiva penningpolitik från mitten av 2014 och framåt.

Inflationen mätt enligt KPI var oförändrad under 2015, medan den steg med 0,9 procent enligt KPIF och med 1,4 procent enligt KPIF exklusive energi.

Diagram 3 Inflationen i Sverige under utvärderingsperioden

Procent



Källa: Riksbanken.

... och en alltmer expansiv penningpolitik och negativ ränta

Trots att inflationstrycket var lågt under 2013 valde Riksbanken att hålla kvar reporäntan på 1 procent under större delen av året, efter ett antal räntesänkningar under 2012. Det var först mot slutet av 2013, när det blev tydligt att inflationen hade utvecklats betydligt svagare än vad banken och andra prognosmakare räknat med, som Riksbanken åter började sänka reporäntan.

Räntesänkningarna fortsatte under 2014 i takt med att inflationen tenderade att sjunka ytterligare till följd av bl.a. oljeprisfallet samtidigt som de mer långsiktiga inflationsförväntningarna fortsatte att gradvis sjunka. I slutet av oktober 2014 sänktes reporäntan till då historiskt låga 0 procent.

Under 2015 började Riksbanken bedriva en mycket starkt expansiv penningpolitik för att få upp inflationen och hejda nedgången i inflationsförväntningar. En pådrivande faktor var att Europeiska centralbanken (ECB) i början av 2015 annonserade att den skulle börja köpa obligationer i stor omfattning för att stödja den ekonomiska återhämtningen i euroområdet. ECB:s åtgärder riskerade att stärka kronan (se diagram 4), vilket

i sin tur riskerade att ytterligare dämpa importpriserna och försvåra möjligheterna att få upp den svenska inflationen och inflationsförväntningarna.

Tabell 1 Penningpolitiken under utvärderingsperioden

Procent, miljarder kronor

Beslut	Reporänta	Köp av statsobligationer	Köp av statsobligationer, ackumulerat
2013-02-12	1,00		
2013-04-16	1,00		
2013-07-02	1,00		
2013-09-04	1,00		
2013-10-23	1,00		
2013-12-16	0,75		
2014-02-12	0,75		
2014-04-08	0,75		
2014-07-02	0,25		
2014-09-03	0,25		
2014-10-27	0,00		
2014-12-15	0,00		
2015-02-11	-0,10	10	10
2015-03-18	-0,25	30	40
2015-04-28	-0,25	50	90
2015-07-01	-0,35	45	135
2015-09-02	-0,35	–	135
2015-10-27	-0,35	65	200
2015-12-14	-0,35	–	200
2016-02-10	-0,50	–	200

Källa: Riksbanken.

Som framgår av tabell 1 sänktes reporäntan till -0,35 procent mot slutet av 2015, och den sänktes ytterligare i början av 2016 till -0,5 procent. Räntesänkningarna kombinerades med omfattande köp av statsobligationer som gradvis utökades under året. Under 2015 beslutade Riksbanken att köpa obligationer under 2015 och halva 2016 för sammanlagt 200 miljarder kronor. Det kan jämföras med ECB:s planerade obligationsköp på 1 100 miljarder euro, motsvarande 10 000 miljarder kronor, fram till hösten 2016.

Diagram 4 Kronans utveckling under utvärderingsperioden

KIX-index 18 november 1992=100



Källa: Riksbanken.

Penningpolitiken under 2015

Inför årets första penningpolitiska sammanträde i februari konstaterade direktionen att återhämtningen i världsekonomin fortsatte i en relativt långsam takt, men att riskerna för en sämre utveckling hade ökat. Den ekonomiska aktiviteten i euroområdet var t.ex. fortfarande låg, medan aktiviteten i USA:s ekonomi tilltog, vilket fick effekt på ländernas penningpolitik och gav stora rörelser på valutamarknaden. Utvecklingen i den grekiska ekonomin bidrog till riskerna för en sämre ekonomisk utveckling.

Däremot räknade direktionen med att den svenska tillväxten skulle öka snabbare under 2015 samtidigt som situationen på arbetsmarknaden skulle förbättras. Drivande i den utvecklingen var den expansiva penningpolitiken i kombination med det låga oljepriset och en svagare krona. Direktionen förväntade sig att inflationen mätt enligt KPIF skulle stiga, även om nivån vid beslutstillfället var låg och långt under inflationsmålet på 2 procent. Enligt direktionen fanns det dock risk för att inflationen skulle bli lägre än prognosen, på grund av det fallande oljepriset. Direktionen konstaterade samtidigt att de svenska inflationsförväntningarna fallit ytterligare och att ECB nyligen aviserat en ännu expansivare penningpolitik i euroområdet genom omfattande köp av obligationer, vilket riskerade att stärka den svenska kronan och ytterligare dämpa importpriserna. Direktionen beslutade därför att sänka reporäntan till -0,1 procent, den första negativa reporäntan i modern svensk ekonomisk historia. Direktionen beslutade samtidigt att börja köpa statsobligationer för 10 miljarder kronor för att göra penningpolitiken ännu mer expansiv.

Vid ett extrainsatt penningpolitiskt sammanträde i mitten av mars konstaterade direktionen att den svenska kronan hade börjat stärkas i snabb takt mot euron till följd ECB:s omfattande köp av obligationer på marknaden. ECB:s plan var att köpa finansiella tillgångar för 1 100 miljarder euro fram till september 2016, vilket motsvarar 10 000 miljarder svenska kronor. Om kronan fortsatte att stärkas skulle det riskera att bryta uppgången i inflationen och ytterligare dämpa inflationsförväntningarna. En kronförstärkning skulle dessutom försämra exportutsikterna. För att säkerställa en uppgång i inflationen beslutade direktionen att sänka reporäntan till $-0,25$ procent och att utöka köpen av statsobligationer med 30 miljarder kronor.

Inför sammanträdet i april konstaterade Riksbanken att de penningpolitiska åtgärderna fått effekt: Förstärkningen av kronan mot euron i början av 2015 hade upphört. Samtidigt kom tydligare signaler om att inflationen sakta börjat stiga och att inflationsförväntningarna i ekonomin ökat något. Osäkerheten om konjunkturen i världsekonomin var dock fortfarande stor, även om den svenska ekonomin växte i god takt samtidigt som situationen på arbetsmarknaden förbättrades och arbetslösheten sjönk. Direktionen bedömde att en svagare konjunktur i omvärlden eller en ny snabb förstärkning av kronan skulle kunna innebära att den svenska inflationen inte steg tillräckligt snabbt mot inflationsmålet. Direktionen var fortfarande orolig över vilka effekter ECB:s omfattande köp av obligationer skulle få på kronan.

Direktionen beslutade att hålla reporäntan oförändrad och valde i stället att utöka köpen av statsobligationer med 40–50 miljarder kronor. Obligationsköpen skulle genomföras under perioden maj till september 2016. Däremot beslutade direktionen att justera ned prognosen för reporäntans framtida utveckling kraftigt. Enligt prognosen skulle reporäntan långsamt börja höjas först under andra halvåret 2016.

Inför det penningpolitiska sammanträdet i juli kom allt fler tecken på att den mycket expansiva penningpolitiken började få effekt. KPIF-inflationen steg till 1 procent i maj, efter att ha legat på 0,6 procent i början på året, och konjunkturuppgången i den svenska ekonomin blev allt tydligare. Valuta- och räntemarknaderna hade dock under våren präglats av stor osäkerhet och stora rörelser, till följd av bl.a. ECB:s stora obligationsköp och osäkerhet om tidpunkten för och takten i kommande räntehöjningar i USA. Sammantaget var kronan i början av sommaren något starkare än vad Riksbanken tidigare hade räknat med. I likhet med vid mötet i april bedömde Riksbanken att en starkare krona riskerade att dämpa den förväntade uppgången i importpriserna, vilket i sin tur riskerade att bryta uppgången i inflationen. För att säkerställa att inflationen fortsatte att stiga mot inflationsmålet beslutade direktionen att sänka reporäntan med 0,1 procentenheter till $-0,35$ procent samtidigt som köpen av statsobligationer utökades med ytterligare 45 miljarder kronor, till sammanlagt 135 miljarder kronor vid årets slut.

Utvecklingen under sommaren bekräftade att återhämtningen i världsekonomin fortsatte. Tillväxten i USA och Storbritannien förbättrades stadigt, medan återhämtningen i euroområdet var mer måttlig. Osäkerheten

kring utvecklingen i Kina och andra tillväxtländer var dock fortfarande stor, vilket bidrog till att råvarupriserna fortsatte att sjunka. Den svenska ekonomin fortsatte att utvecklas väl, och inflationen var på väg uppåt. Inför sammanträdet i september bedömde Riksbanken att KPIF-inflationen skulle stiga till nära inflationsmålet på 2 procent under 2016. Direktionen valde därför att hålla reporäntan oförändrad och att fortsätta att köpa obligationer på marknaden enligt den tidigare fastställda planen.

Under hösten växte osäkerheten om styrkan i återhämtningen i världsekonomin. Riksbanken skrev ned sin prognos över den internationella inflationsutvecklingen och gjorde samtidigt bedömningen att centralbankerna sannolikt skulle tvingas föra en expansiv penningpolitik under en betydligt längre tid än vad banken tidigare hade räknat med. De försämrade inflationsutsikterna innebar att banken bedömde att även den svenska penningpolitiken skulle behöva bli mer expansiv för att hålla inflationsuppgången vid liv och stödja den positiva svenska ekonomiska utvecklingen. Vid sammanträdet i oktober beslutade direktionen att hålla reporäntan oförändrad på $-0,35$ procent men att utöka köpen av statsobligationer med ytterligare 65 miljarder kronor till sammanlagt 200 miljarder kronor till mitten av 2016. Den första prognostiserade höjningen av reporäntan senarelades med ett halvår jämfört med prognosen från september.

Efter direktionens sammanträde i oktober annonserade ECB att den tänkte utöka köpen av obligationer för att ytterligare öka likviditeten i euroområdet samtidigt som den sänkte sin inlåningsränta. Den fortsatta expansiva penningpolitiken i euroområdet ökade kraven på en fortsatt mycket expansiv svensk penningpolitik. Risken var annars att kronan skulle stärkas snabbare än vad Riksbanken tidigare räknat med, vilket skulle göra det svårare att få upp inflationen och stabilisera den runt inflationsmålet. Vid det penningpolitiska sammanträdet i december beslutade dock direktionen att behålla reporäntan oförändrad på $-0,35$ procent och genomföra obligationsköpen enligt beslutet i oktober.

Efter sammanträdet i december stärktes kronan mot flertalet valutor, vilket hotade att bryta uppgången i inflationen. Riksbanken meddelade i slutet av december att den hade hög beredskap för att intervensera på valutamarknaden för att förhindra en fortsatt förstärkning av kronan.

De penningpolitiska besluten och reservationerna

I punkterna nedan sammanfattas besluten och reservationerna vid direktionens penningpolitiska möten under 2015.

- Mötet i februari. Reporäntan sänktes med 0,1 procentenheter till $-0,10$ procent. Prognosen för reporäntans utveckling justerades ned något. Dessutom beslutades att Riksbanken skulle köpa statsobligationer för 10 miljarder kronor. Vice riksbankschef Martin Flodén reserverade sig mot beslutet att köpa statsobligationer.
- Mötet i mars. Reporäntan sänktes med 0,15 procentenheter till $-0,25$ procent. Direktionen beslutade att köpa statsobligationer för ytterligare 30 miljarder kronor. Besluten var enhälliga.
- Mötet i april. Reporäntan lämnades oförändrad, men prognosen för reporäntans utveckling justerades ned relativt kraftigt. Direktionen beslutade också att köpa statsobligationer för ytterligare 40–50 miljarder kronor. Besluten var enhälliga.
- Mötet i juli. Reporäntan sänktes med 0,10 procentenheter till $-0,35$ procent. Köpen av statsobligationer utökades med ytterligare 45 miljarder kronor. Vice riksbankschef Henry Ohlsson reserverade sig mot beslutet att sänka reporäntan.
- Mötet i september. Reporäntan lämnades oförändrad. Beslutet var enhälliga.
- Mötet i oktober. Reporäntan lämnades oförändrad, men prognosen för reporäntans utveckling justerades ned. Tidpunkten för en första höjning av räntan sköts ett halvår framåt i tiden. Köpen av obligationer utökades med ytterligare 65 miljarder kronor. Besluten var enhälliga.
- Mötet i december. Reporäntan lämnades oförändrad på $-0,35$ procent. Beslutet var enhälliga.

Direktionens diskussion om den negativa räntan och köpen av obligationer

Diskussionen i direktionen dominerades under 2015 av frågorna om den låga inflationen och risken för att inflationsförväntningarna skulle fortsätta att sjunka, penningpolitiken i omvärlden och kronans utveckling samt den negativa reporäntan och Riksbankens obligationsköp.

Redovisningen nedan tar upp frågorna kring reporäntan och obligationsköpen.

I början av 2015 sänkte Riksbanken reporäntan till negativa tal samtidigt som banken började köpa statsobligationer i stor omfattning för att göra penningpolitiken ännu mer expansiv. Båda åtgärderna är historiska i den meningen att de inte tidigare använts, åtminstone inte i nutid och inte tillsammans.

Enligt redogörelsen identifierade direktionen tre möjliga problem med negativa räntor. Det första handlade om tekniska och praktiska komplikationer, dvs. att lagar, förordningar, avtalsvillkor och liknande inte är

utformade för en värld med negativa räntor. Efter hand visade det sig dock att problemen var begränsade. Det andra problemet handlade om att efterfrågan på kontanter riskerade att öka. Så här långt har inte efterfrågan på kontanter ökat nämnvärt, men ju mer negativ reporäntan blir, desto större blir risken att kontantefterfrågan gradvis börjar öka.

Det tredje problemet var att ekonomins olika aktörer inte skulle agera på samma sätt i en värld med negativa räntor som i en värld med positiva räntor. Enligt direktionen finns det t.ex. en risk för att aktörer som möter sjunkande negativa räntor i sin jakt på avkastning ökar riskerna i sina portföljer mer än vad de skulle ha gjort om det var positiva räntor som sjönk. Hittills har dock den negativa räntan fungerat som förväntat. Hushållens och företagens inlåningsräntor har inte blivit negativa, men däremot har sänkningarna till negativ ränta på ett normalt sätt slagit igenom på utlåningsräntorna till hushållen och företagen.

I redogörelsen konstateras att köp av obligationer i stor omfattning kan vara en lämplig åtgärd om Riksbanken vill göra penningpolitiken mer expansiv när reporäntan har nått eller ligger nära sin nedre gräns. Köpen kan då pressa ned olika marknadsräntor, framför allt de långa obligationsräntorna. Det är också tänkbart att man genom att minska mängden obligationer på marknaden tvingar eller lockar investerare till att i stället hålla andra mer riskfyllda tillgångar. Det kan i sin tur innebära att företag och hushåll får lättare att hitta finansiering, vilket kan stimulera den ekonomiska aktiviteten. Vidare kan kronkursen försvagas om investerarna i stället väljer att placera i utländska tillgångar. En analys som Riksbanken gjort tyder på att räntorna och ränteskillnaden mot omvärlden, t.ex. Tyskland, har fallit när Riksbanken annonserat sina obligationsköp. Riksbankens bedömning är att de svenska obligationsräntorna nu är lägre än vad de skulle ha varit om obligationsköpen inte genomförts.

Har Riksbanken nått målen för penningpolitiken?

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

Inflationsmålet

Som framgår av tabell 2 var priserna mätta enligt KPI i genomsnitt oförändrade under 2015, samtidigt som priserna mätt enligt det underliggande inflationsmålet KPIF, dvs. KPI rensat för effekterna av Riksbankens ränteförändringar, steg med 0,9 procent. Det innebär att båda inflationsmåten hamnade långt under inflationsmålet. Sett över hela utvärderingsperioden 2013–2015 uppgick KPI-inflationen och KPIF-inflationen till i genomsnitt

– 0,1 procent respektive 0,8 procent per år, vilket även det är rejält under inflationsmålet.

Tabell 2 Inflationen i Sverige under utvärderingsperioden

Procent

	KPI	KPIF	KPIF exkl. energi
2013	0,0	0,9	1,1
2014	–0,2	0,5	0,7
2015	0,0	0,9	1,4
Genomsnitt	–0,1	0,8	1,1

Källor: SCB, Riksbanken.

Ett tredje mått på inflationen som Riksbanken använder är KPIF exklusive energi, dvs. KPI rensat för såväl effekterna av Riksbankens ränteförändringar som energiprisernas utveckling. Som framgår av tabell 2 steg inflationen mätt enligt KPIF exklusive energi med i genomsnitt 1,4 procent under 2015 jämfört med en uppgång på 0,7 procent under 2014. Även om inflationen ökade enligt detta mått är det lägre än Riksbankens prognoser för 2015 och under inflationsmålet.

Att KPIF exklusive energi hamnade under inflationsmålet 2015 och under Riksbankens prognoser gjorda 2013 och 2014 förklaras enligt Riksbanken bl.a. av att kostnadstrycket i ekonomin varit svagare än normalt och att prisökningstakten i förhållande till kostnadstrycket varit låg. En möjlig anledning till detta är att produktiviteten utvecklades oväntat starkt under 2015.

Att KPIF, dvs. KPI rensat för effekterna av Riksbankens ränteförändringar men där energiprisutvecklingen räknas in, hamnade en bra bit under inflationsmålet 2015 och lägre än Riksbankens prognoser gjorda 2013 och 2014 beror enligt Riksbanken till stor del på den kraftiga nedgången i energipriserna. Priset på olja mer än halverades från mitten av 2014 till slutet av 2015. Fallet i energipriserna påverkade inte bara Sverige utan pressade även ned den internationella inflationen, vilket i sin tur pressade de svenska importpriserna.

Att KPI, dvs. där både effekterna av Riksbankens ränteförändringar och energiprisernas utveckling räknas in, hamnade långt under målet och lägre än KPIF beror enligt Riksbanken på sjunkande lånekostnader till följd av att reporäntan sänktes under 2015, från 0,0 procent till –0,35 procent.

Samtliga inflationsmått var högre 2015 än 2014. Det är enligt Riksbanken ett tecken på att inflationen är på väg uppåt. Både Riksbanken och andra prognosmakare har överskattat inflationens utveckling under de senaste åren. Eftersom penningpolitiken byggt på dessa överskattade bedömningar hade en ännu mer expansiv penningpolitik under 2013 och 2014 kunnat leda till att inflationen under 2015 legat närmare inflationsmålet, konstaterar Riksbanken i redogörelsen.

När man tittar på utfallet av penningpolitiken är det viktigt att även titta på hur inflationsförväntningarna har utvecklats. Om allmänheten har förtroende

för att Riksbanken ska nå inflationsmålet bör deras förväntningar på ett par års sikt ligga kring målet.

Inflationsförväntningarna på både kort och lång sikt sjönk gradvis under perioden 2011–2014 och låg under inflationsmålet. Förväntningarna ligger fortfarande under målet, men den nedåtgående trenden bröts under 2015 och förväntningarna började stiga. Att inflationen steg under 2015 och att inflationsförväntningarna börjat öka är enligt Riksbanken ett kvitto på att de senaste årens expansiva penningpolitik haft effekt.

Den realekonomiska utvecklingen

Trots den låga inflationen och en relativt svag internationell konjunktur steg Sveriges BNP med 4,1 procent under 2015, nästan 2 procentenheter mer än tillväxten under 2014 och betydligt mer än tillväxten i euroområdet i genomsnitt. Tillväxten var dessutom bred i den meningen att såväl exporten som investeringarna och konsumtionen ökade relativt snabbt.

Tabell 3 Produktion och sysselsättning i Sverige under utvärderingsperioden

Årlig procentuell förändring

	BNP	Sysselsatta (15–74 år)	Arbetade timmar	Arbetslöshet (15–74 år)
2013	1,2	1,1	0,4	8,0
2014	2,3	1,4	1,5	7,9
2015	4,1	1,4	1,6	7,4

Källa: Riksbanken.

I takt med den stigande tillväxten fortsatte också arbetsmarknaden att förbättras. Antalet sysselsatta och antalet arbetade timmar ökade i god takt, och andelen arbetslösa sjönk från 7,9 procent 2014 till 7,4 procent 2015, eftersom utbudet av arbetskraft under 2015 ökade långsammare än sysselsättningen.

Ett annat viktigt sammanfattande mått på den realekonomiska utvecklingen är resursutnyttjandet i ekonomin. Det finns inget entydigt mått på resursutnyttjandet, utan Riksbanken använder sig av olika mått och indikatorer för att bedöma det. Två av dessa indikatorer är det s.k. BNP-gapet och timgapet som mäter BNP:s och arbetade timmars avvikelser från en långsiktig trend. En tredje indikator är Riksbankens egen s.k. RU-indikator, som sammanfattar enkätinformation och arbetsmarknadsdata. Alla tre måtten visar att resursutnyttjandet i den svenska ekonomin steg under året och låg nära en normal nivå i slutet av 2015.

Ett annat mått på resursutnyttjandet är arbetslösheten och arbetslöshetens långsiktigt hållbara nivå. Var den långsiktiga nivån ligger är osäkert och varierar över tiden. I en tidigare redogörelse har Riksbanken bedömt att den långsiktigt hållbara arbetslösheten ligger i intervallet 5–7,5 procent (någon ny beräkning presenteras inte i årets redogörelse). Under 2015 låg den

genomsnittliga arbetslösheten på 7,4 procent, dvs. nära den övre gränsen i intervallet.

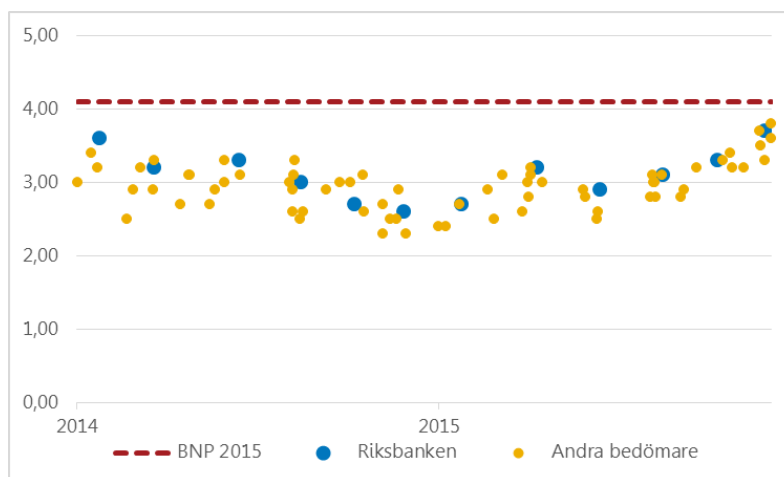
Hur bra var Riksbankens prognoser?

Trots att flertalet prognosmakare räknade med en ganska god tillväxt i den svenska ekonomin under 2015 underskattade samtliga det verkliga utfallet på 4,1 procent. Som framgår av diagram 5 räknade de flesta i början av 2014 med att Sveriges BNP skulle stiga med mellan 3 och 4 procent under 2015. I takt med att det blev tydligt att återhämtningen i den internationella ekonomin var svagare än förväntat justerades prognoserna ned något under loppet av 2014, men justerades sedan upp under senare delen av 2015 när de svenska ekonomiska utfallen blev allt bättre. Av diagrammet framgår också att Riksbankens BNP-prognoser för 2015 tillhör de bättre under perioden; t.ex. låg bankens prognos relativt nära utfallet i början av 2014.

I redogörelsen redovisar Riksbanken en jämförelse av träffsäkerheten i BNP-prognoserna under en längre period. Den visar att Riksbanken är förhållandevis bra på att prognostisera BNP-utvecklingen och att banken hade bäst träffsäkerhet bland jämförda prognosmakare under perioden 2007–2015.

Diagram 5 Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosmakares BNP-bedömningar för 2015

Procent



Källa: Riksbanken.

Trots att samtliga prognosmakare underskattade tillväxten i den svenska ekonomin överskattade de inflationstrycket i både den svenska och den internationella ekonomin. Som framgår av diagram 6 räknade flertalet prognosmakare i början av 2014 med att den svenska KPI-inflationen skulle hamna någonstans i intervallet 1–2,5 procent under 2015. Riksbanken tillhörde dem som hade den högsta prognosen i början av 2014 när den bedömde att inflationen i genomsnitt skulle stiga med runt 2,5 procent under 2015.

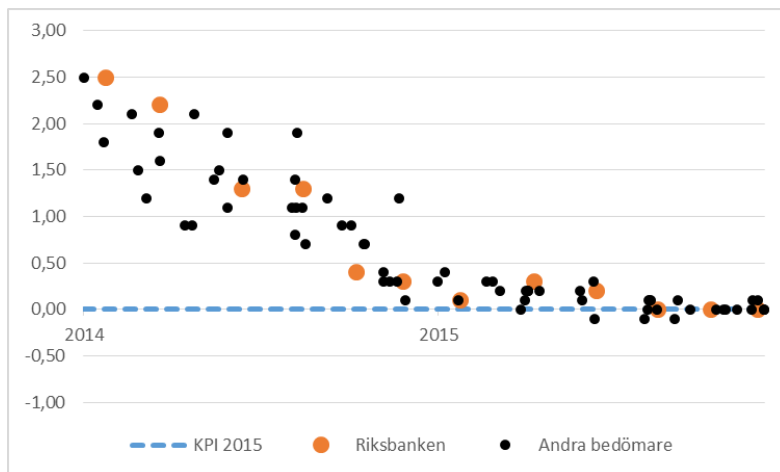
Riksbanken justerade successivt ned prognosen under 2014, men det var först mot slutet av 2014 som prognosen hamnade i närheten av utfallet på 0 procent. Prognoserna över KPIF-inflationen visar ungefär samma mönster som KPI-prognoserna i diagram 6, med den skillnaden att gapet mellan de första prognoserna och utfallet inte är lika stort. Riksbanken tillhörde dem som hade de högsta prognoserna i början av 2014 även när det gäller KPIF-prognosen.

När det gäller träffsäkerheten i KPI-prognoserna över den längre jämförelseperioden 2007–2015 tillhörde Riksbanken dem som hade sämst träffsäkerhet, tillsammans med Handels Utredningsinstitut. Bäst var SEB.

Riksbankens träffsäkerhet när det gäller KPIF-inflationen var i det längre perspektivet något bättre än genomsnittet.

Diagram 6 Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosmakares KPI-prognoser för 2015

Procent



Källa: Riksbanken.

Som en konsekvens av överskattningen av inflationen räknade också samtliga prognosmakare, inklusive Riksbanken, i början av 2014 med att reporäntan skulle ligga på en betydligt högre nivå i slutet av 2015 än vad den faktiskt gjorde. Jämförelsen 2007–2015 visar att Riksbanken varit sämst på att förutse reporäntans utveckling.

Externa bedömningar av penningpolitiken

Konjunkturinstitutet

Konjunkturläget 2013

I Konjunkturläget mars 2013 var Konjunkturinstitutets (KI) prognos att Riksbanken skulle låta reporäntan ligga kvar på 1 procent under 2013. Den främsta anledningen var att Riksbanken i Penningpolitisk rapport februari 2013 räknade med att inflationen skulle stiga snabbt under 2014. KI delade

däremot inte den bedömningen utan räknade med att inflationen skulle bli lägre under både 2014 och 2015. Precis som i bedömningarna från 2012 ansåg KI att Riksbanken borde bedriva en mer expansiv penningpolitik för att snabbare föra inflationen mot inflationsmålet och bidra till en lägre arbetslöshet.

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

I Konjunkturläget december 2013 konstaterade KI att Riksbanken hade sänkt reporäntan med 0,25 procentenheter till 0,75 procent. Sänkningen motiverades enligt KI av den fallande inflationen och nedgången i de långsiktiga inflationsförväntningarna. Sänkningen skulle stärka efterfrågan i ekonomin, påskynda konjunkturuppgången och bidra till att inflationen steg snabbare mot målet. KI konstaterade dock att det skulle dröja till slutet av 2017 innan BNP-gapet slöts och KPIF-inflationen nådde målet. Detta talade enligt KI för att Riksbanken under de senaste åren borde ha bedrivit en mer expansiv penningpolitik än vad banken faktiskt gjort.

Konjunkturläget 2014

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

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

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

långsammare uppgång i inflationen under 2015 och 2016 än vad Riksbanken gjorde.

Konjunkturläget 2015

I Konjunkturläget mars 2015 konstaterade KI att Riksbanken nu helt fokuserade på inflationen och inflationsmålet. KI konstaterade också att Riksbanken under februari och mars 2015 sänkt reporäntan med ytterligare 0,25 procentenheter till -0,25 procent samtidigt som banken beslutat att köpa statsobligationer för sammanlagt 40 miljarder kronor. KI bedömde att Riksbanken skulle sänka reporäntan med ytterligare 0,15 procentenheter under första halvåret 2015 till följd av den fortsatt låga inflationen, de låga inflationsförväntningarna och riskerna för en starkare kronkurs. KI räknade med att inflationen skulle vara låg under 2015 och börja stiga mer markant under 2016. Inflationsmålet förväntades nås först 2017.

I Konjunkturläget juni 2015 räknade KI med att Riksbanken under hösten skulle sänka reporäntan till -0,4 procent för att motverka en förstärkning av kronan och snabbare få upp inflationen. KI bedömde att reporäntan därefter skulle vara oförändrad fram till slutet av 2016.

I Konjunkturläget december 2015 konstaterade KI att Riksbanken under hösten sänkt reporäntan till -0,35 procent och att banken beslutat att köpa obligationer för sammanlagt 200 miljarder kronor. KI konstaterade att en starkare krona riskerade att dämpa uppgången i inflationen. KI menade dock att den risken borde minska framöver i takt med att den förbättrade tillväxten och det höga resursutnyttjandet bidrog till en högre inflationstakt. Riksbanken förväntades lämna reporäntan oförändrad fram till slutet av 2016. Inflationen bedömdes stiga mot inflationsmålet under 2017 för att överstiga målet under 2018 och 2019.

Konjunkturinstitutets prognosjämförelser

I april 2016 publicerade KI sin utvärdering av makroekonomiska prognoser för 2015 (Specialstudier Nr 48. April 2016). I studien jämför KI sina egna prognoser med regeringens, Riksbankens och åtta svenska prognosinstituts bedömningar. Jämförelserna görs över olika perioder – 1997–2015, 2011–2015 och prognoserna gjorda under 2014 och 2015 för utvecklingen under 2015. Dessutom gör KI en särskild jämförelse mellan Riksbankens och KI:s inflationsprognoser.

Sammanfattningen nedan koncentreras kring resultaten för Riksbanken.

När det gäller prognoserna för 2015 gjorda under 2014 och 2015 visar KI:s genomgång att samtliga prognoser underskattade BNP-utvecklingen under 2015. I genomsnitt underskattades tillväxten med ca 1,1 procentenheter. Däremot överskattade samtliga aktörer inflationens utveckling, med i genomsnitt ca 0,7 procentenheter för KPI-inflationen och i genomsnitt ca 0,3 procentenheter för KPIF-inflationen. Riksbanken hade en bättre träffsäkerhet

än genomsnittet i sina BNP-prognoser, medan de var sämre än genomsnittet vad gäller KPI- och KPIF-prognoserna. Detta är ungefär samma resultat som Riksbanken redovisar i Redogörelse för penningpolitiken 2015.

Sett över den lite längre perioden 2011–2015 är resultaten ungefär desamma, dvs. aktörerna har i genomsnitt underskattat tillväxten och överskattat inflationen, och Riksbankens BNP-prognoser är för den perioden bättre än genomsnittet medan inflationsprognoserna är sämre än genomsnittet.

I ett avsnitt i rapporten jämför KI sina inflationsprognoser med Riksbankens. Jämförelsen görs utifrån månadsprognoser och utifrån en fast prognoshorisont 1–24 månader. Nedan redovisas resultaten för perioden 2011–2015. KI konstaterar att både KI och Riksbanken kraftigt överskattat inflationen under perioden. Riksbanken har överskattat utfallen av KPI-inflationen med i genomsnitt ca 2,8 procentenheter på 24 månaders sikt. Riksbankens genomsnittliga överskattning av KPIF-inflationen uppgår till ca 1,2 procentenheter. KI har under samma period överskattat KPI- och KPIF-inflationen med ca 2 procentenheter respektive ca 0,8 procentenheter. KI konstaterar att det är först på lite längre sikt, dvs. månaderna 13–24, som de största skillnaderna i överskattning mellan Riksbanken och KI uppstår.

KI konstaterar slutligen att Riksbanken under samtliga studerade perioder haft en större överskattning av inflationsutvecklingen än majoriteten av prognosmakarna i genomsnitt. Inflationstrycket i ekonomin har systematiskt överskattats av Riksbanken, vilket sannolikt har påverkat den förda penningpolitiken med en för låg inflation och en högre arbetslöshet som följd, enligt KI.

Internationella valutafonden

2013 års konsultation (juli 2013)

Internationella valutafonden (IMF) konstaterade att KPI-inflationen gått under noll under våren och att den låg en bra bit under inflationsmålet. Anledningen till det svaga inflationstrycket var framför allt Riksbankens räntesänkningar under 2012 och den starkare kronan, enligt IMF. Den befintliga räntenivån på 1 procent bedömdes som tillräckligt expansiv för att stödja en kommande återhämtning i ekonomin. Om tillväxten försämrades och inflationen sjönk ännu mer fanns det utrymme för ytterligare räntesänkningar. Att säkerställa den finansiella stabiliteten i den svenska ekonomin var enligt IMF den viktigaste utmaningen för de svenska myndigheterna. Hushållens skuldsättning var fortfarande hög, och det stora svenska banksystemet utgjorde fortfarande en risk för stabiliteten och den ekonomiska utvecklingen. IMF efterlyste en finansiell reformagenda som bl.a. innehöll högre amorteringskrav och högre riskvikter på bolån. IMF efterlyste i det sammanhanget också beslut om den framtida organisationen av den svenska makrotillsynen. På medellång sikt rekommenderade IMF t.ex. minskad avdragsrätt för räntekostnader och en höjd fastighetsskatt. En finansiell reformagenda skulle öka Riksbankens möjligheter att fokusera penningpolitiken på inflationsutvecklingen och en

kortsiktig stabilisering av ekonomin. Enligt IMF bidrog Riksbankens upplåning för att öka valutareserven till ökad finansiell stabilitet.

2014 års konsultation (juli 2014)

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

2015 års konsultation

IMF konstaterade att den svenska ekonomin utvecklades starkt, men att problemen på arbets- och fastighetsmarknaderna riskerar att begränsa uppgången. Fastighetspriserna och hushållens skulder har fortsatt att stiga från en redan hög nivå, och IMF upprepade sina tidigare rekommendationer om makrotillsynsåtgärder för att begränsa skuldsättningen och reformer på bygg- och bostadsmarknaden för att möta obalansen på bostadsmarknaden. Det var speciellt viktigt nu när räntorna var extremt låga. Enligt IMF borde Sverige nu börja en process med att successivt reducera ränteavdragen för att minska obalansen på bostadsmarknaden. IMF konstaterade också att inflationen och inflationsförväntningarna hade börjat stiga under 2015 och att det var viktigt att inflationen nådde inflationsmålet på 2 procent. Riksbanken borde därför enligt IMF fortsätta med den starkt expansiva penningpolitiken och vara beredd att vidta ytterligare åtgärder om det skulle visa sig nödvändigt. Enligt IMF fanns det fortfarande utrymme för att sänka reporäntan och utöka obligationsköpen. Däremot menade IMF att interventioner på valutamarknaden för att försvaga kronan eller förhindra en kronförstärkning borde användas i sista hand, bl.a. på grund av Sveriges i utgångsläget starka bytesbalans.

OECD

Sverigerapporten 2012 (december 2012)

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

Economic Outlook (november 2013)

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

Sverigerapporten (mars 2015)

OECD konstaterade i rapporten att den svenska inflationen legat under inflationsmålet sedan 2010 och att prognosmakarna, inklusive Riksbanken, ständigt överskattat inflationsutvecklingen. OECD konstaterade också att Riksbanken varit tveksam till att sänka reporäntan på grund av den höga skuldsättningen i hushållssektorn men att banken under hösten 2014 och vintern 2015 sänkt räntan till under noll och kompletterat med andra åtgärder för att förhindra en appreciering av kronan och stärka förtroendet för inflationsmålet. OECD rekommenderade Sverige att fortsätta med den expansiva penningpolitiken tills inflationen tydligt började stiga. För att ta hand om riskerna med den höga skuldsättningen borde Sverige fortsätta med makrotillsynsåtgärder, vilket ansågs särskilt viktigt när räntorna är mycket låga. Sverige borde också överväga att fasa ut ränteavdragen, enligt OECD.

Finansutskottets ställningstagande

Utskottet har granskat penningpolitiken under perioden 2013–2015. Granskningen omfattar hela perioden, men tyngdpunkten är lagd på 2015. Utskottet har tidigare granskat utvecklingen under 2013 och 2014 i betänkandena 2013/14:FiU24 och 2014/15:FiU24.

Extremt expansiv penningpolitik efter omläggningen 2014

Granskningen visar att Riksbanken efter omläggningen i mitten av 2014 har fört en mycket expansiv penningpolitik som, vad gäller både omfattning och använda åtgärder, saknar motstycke i modern svensk ekonomisk historia. För att få upp inflationen och inflationsförväntningarna mot inflationsmålet sänktes reporäntan från 0 procent till –0,35 procent under 2015 samtidigt som Riksbanken beslutade att köpa statsobligationer för motsvarande 200 miljarder kronor för att ytterligare öka likviditeten i ekonomin och minska riskerna för en förstärkning av kronan på den internationella valutamarknaden.

Utskottet konstaterar att Riksbankens penningpolitik under det gångna året varit unik men att den samtidigt är en följd av det mycket låga internationella inflationstrycket och den mycket expansiva penningpolitiken i omvärlden, särskilt i euroområdet. För att få upp den mycket låga inflationen mot inflationsmålet har Riksbankens handlingsalternativ varit begränsade. Utskottet saknar dock en bred diskussion om de långsiktiga konsekvenserna och riskerna med att Riksbanken och en stor del av världens centralbanker för tillfället för en penningpolitik som tidigare sällan skådats.

... och trots det nådde Riksbanken inte inflationsmålet

Utskottet noterar att den expansiva penningpolitiken ledde till att både inflationen och inflationsförväntningarna försiktigt började vända uppåt under 2015. Trots det låg inflationen långt under inflationsmålet på 2 procent, oavsett vilket mått på inflation som användes. Det gäller i ännu högre grad om man tittar över hela utvärderingsperioden 2013–2015. Mätt enligt KPI sjönk priserna med i genomsnitt 0,1 procent per år mellan 2013 och 2015. Mätt enligt KPIF, dvs. när effekterna av Riksbankens ränteförändringar rensats bort, steg priserna med i genomsnitt 0,8 procent per år under samma period.

Utskottet kan dock konstatera att resursutnyttjandet i den svenska ekonomin successivt ökat under de senaste åren, bl.a. till följd av Riksbankens expansiva penningpolitik. Under 2015 ökade Sveriges BNP med hela 4,1 procent, vilket är en hög tillväxt både i historisk och internationell jämförelse. Under utvärderingsperioden 2013–2015 ökade BNP med i genomsnitt 2,5 procent per år, vilket är bättre än tillväxten i t.ex. USA och väsentligt bättre än i euroområdet. Under förra året började även arbetslösheten sjunka efter att tidigare ha legat kring 8 procent.

Penningpolitiken hade inledningsvis kunnat vara mer expansiv

Riksbankens genomgångar av de ekonomiska prognoserna, i både årets och tidigare redogörelser, visar att Riksbanken och andra bedömare genomgående överskattat inflationstrycket i den svenska och den internationella ekonomin. Det gäller även prognoserna för utvecklingen under 2015. Under större delen av 2014 räknade samtliga bedömare, inklusive Riksbanken, med att KPI-inflationen under 2015 skulle hamna någonstans mellan 1 och 2,5 procent. Utfallet blev 0 procent på grund av bl.a. den kraftiga nedgången i oljepriset och Riksbankens räntesänkningar under 2014 och 2015.

Med facit i hand, och eftersom penningpolitiken bygger på prognoser, innebär detta att Riksbanken hade kunnat bedriva en mer expansiv penningpolitik under 2013 och inledningen av 2014 än de i verkligheten gjorde för att inflationen skulle komma närmare inflationsmålet under både 2014 och 2015. Den bedömningen gjorde utskottet även i förra årets utvärdering av penningpolitiken 2012–2014 (bet. 2014/15:FiU24).

Ny extern utvärdering av penningpolitiken

I januari 2016 överlämnade Marvin Goodfriend, professor vid Carnegie Mellon University, och Mervyn King, tidigare chef för Bank of England, sin utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015 (2015/16:RFR6) till utskottet. I utvärderingen presenterar Goodfriend och King sex slutsatser och sammanlagt 15 rekommendationer om penningpolitiken, finansiell stabilitet, Riksbankens redovisningsansvar och Riksbankens organisation.

En av slutsatserna om penningpolitiken, som har relevans för utskottets utvärdering av perioden 2013–2015, är att Goodfriend och King anser att det dröjde innan Riksbanken insåg hur omfattande de ekonomiska problemen var i euroområdet och att Riksbanken under framför allt 2013 var sen med att sänka räntorna. Problemen förvärrades enligt Goodfriend och King av alltför optimistiska antaganden om den ekonomiska utvecklingen, vilket resulterade i att Riksbankens prognoser över inflationsutvecklingen blev mycket högre än den faktiska utvecklingen.

Goodfriends och Kings utvärdering skickades ut på remiss i början av 2016, och i mitten av maj höll utskottet en offentlig utfrågning om utvärderingen och remissvaren. Utskottet kommer att behandla utvärderingen i ett annat betänkande senare under våren 2016. Då kommer utskottet även att ta upp frågan om formerna för riksdagens och finansutskottets granskningar av Riksbankens penningpolitik. I förra årets utvärdering tillkännagav utskottet att den avsåg att överväga och besluta om hur de framtida utvärderingarna och granskningarna av penningpolitiken ska utformas.