



## Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2011–2013

---

### Sammanfattning

Utskottet redovisar sin årligt återkommande utvärdering av penningpolitiken och föreslår att riksdagen godkänner vad utskottet anfört om penningpolitiken.

Utskottets utvärdering bygger bl.a. på Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2013.

Utskottet konstaterar att inflationen mätt enligt både KPI och KPIF har legat en bra bit under inflationsmålet på 2 procent under utvärderingsperioden. Samtidigt har resursutnyttjandet i ekonomin legat under normala nivåer och vad som kan betraktas som långsiktigt hållbara nivåer.

Med facit i hand tyder detta enligt utskottets mening på att Riksbanken hade kunnat bedriva en något mer expansiv penningpolitik under 2012 och inledningen av 2013 för att inflationen skulle ha kommit närmare målet och resursutnyttjandet i ekonomin skulle ha blivit högre under 2013. Utskottet påminner också om att utskottet i förra årets utvärdering av penningpolitiken 2010–2012 drog slutsatsen att Riksbanken, med facit i hand, hade kunnat föra en något mer expansiv penningpolitik och kanske avstå från en del av räntehöjningarna under 2010 och 2011 för att måluppfyllelsen skulle ha blivit bättre.

Utskottet anser att det är viktigt att riksdagen håller sig informerad om det nya finansiella stabilitetsrådets arbete och diskussioner. Utskottet kommer därför att nu, när rådets arbetsformer har lagts fast och prövats, ta kontakt med rådet för att hitta en lämplig form för fastare möten mellan utskottet och rådet. Utskottet kommer även att under nästa mandatperiod bereda frågan om en översyn av riksbankslagen (1988:1385). En översyn kan bli aktuell efter att utskottets nya och tredje externa utvärdering av den svenska penningpolitiken genomförts.

Utskottet avstyrker en motion om att inflationsmålet bör höjas och att det bör införas ett nytt kompletterande mål för penningpolitiken.

I betänkandet finns en reservation.

# Innehållsförteckning

Sammanfattning .....	1
Utskottets förslag till riksdagsbeslut .....	3
Redogörelse för ärendet .....	4
Finansutskottets utvärderingar av penningpolitiken .....	4
Förutsättningarna för penningpolitiken .....	5
Utskottets överväganden .....	8
Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2011–2013 .....	8
Externa bedömningar av penningpolitiken .....	22
Motionen .....	25
Finansutskottets ställningstagande .....	26
Reservation .....	29
Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2011–2013 – motiveringen (V) .....	29
<i>Bilaga</i>	
Förteckning över behandlade förslag .....	31
Motion från allmänna motionstiden hösten 2013 .....	31
 <i>Tabeller</i>	
Tabell 1 Exempel på inflationsmått som Riksbanken använder .....	7
Tabell 2 Inflationen i Sverige under utvärderingsperioden .....	19
Tabell 3 Produktion och sysselsättning under utvärderingsperioden .....	20
 <i>Diagram</i>	
Diagram 1 BNP-tillväxten i Sverige under utvärderingsperioden .....	9
Diagram 2 Arbetslösheten i Sverige under utvärderingsperioden .....	10
Diagram 3 Inflationen i Sverige under utvärderingsperioden .....	11
Diagram 4 Reporäntans utveckling under utvärderingsperioden .....	12
Diagram 5 Kronans utveckling under utvärderingsperioden .....	13
Diagram 6 Hushållens skuldsättning .....	18
Diagram 7 Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosmakares BNP-prognoser för 2013 .....	21
Diagram 8 Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosmakares KPI-prognoser för 2013 .....	22

# Utskottets förslag till riksdagsbeslut

## **Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2011–2013**

Riksdagen godkänner vad utskottet anfört om penningpolitiken för perioden 2011–2013. Därmed avslår riksdagen motion 2013/14:Fi203 yrkandena 1 och 2.

*Reservation (V) – motiveringen*

Stockholm den 5 juni 2014

På finansutskottets vägnar

*Anna Kinberg Batra*

Följande ledamöter har deltagit i beslutet: Anna Kinberg Batra (M), Fredrik Olovsson (S), Jonas Jacobsson Gjörtler (M), Göran Pettersson (M), Jörgen Hellman (S), Bo Bernhardsson (S), Carl B Hamilton (FP), Sven-Erik Bucht (S), Staffan Anger (M), Per Bolund (MP), Sven-Olof Sällström (SD), Ulla Andersson (V), Ardalan Shekarabi (S), Emil Källström (C), Robert Halef (KD), Monica Green (S) och Lotta Olsson (M).

## Redogörelse för ärendet

### Finansutskottets utvärderingar av penningpolitiken

Finansutskottet har sedan den nya riksbankslagen trädde i kraft den 1 januari 1999 och Riksbanken fick en självständig ställning gentemot riksdagen och regeringen genomfört årliga utvärderingar av penningpolitiken. Sedan 2007 redovisas utvärderingarna i ett separat betänkande.

I detta betänkande presenteras utvärderingen av penningpolitiken 2011–2013. Utvärderingen bygger bl.a. på Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2013. Rapporten är den första av de två skriftliga rapporter som Riksbanken enligt riksbankslagen årligen ska lämna till utskottet.

Utskottets öppna utfrågningar med företrädare för Riksbanken är andra viktiga delar i utskottets granskning av penningpolitiken. Tidigare har utskottet normalt hållit två offentliga utfrågningar per år med riksbankschefen, en i februari/mars och en i november. Hösten 2012 beslutade utskottet att hålla ytterligare en offentlig utfrågning varje år, i augusti/september. Utskottet beslutade samtidigt att även en vice riksbankschef ska delta i de öppna utfrågningarna, vid sidan av riksbankschefen.

Den första öppna utfrågningen under 2013 hölls den 7 mars. Då deltog riksbankschefen Stefan Ingves och förste vice riksbankschefen Kerstin af Jochnick. Protokollet från den utfrågningen finns publicerat i utskottets betänkande 2012/13:FiU23. Den andra öppna utfrågningen hölls i mitten september, och vid sidan av riksbankschefen deltog då vice riksbankschefen Cecilia Skingsley. Den tredje hölls i början november, och då deltog riksbankschefen och vice riksbankschefen Martin Flodén. Protokollen från dessa två utfrågningar finns publicerade i utskottets betänkande 2013/14:FiU23.

Vart fjärde år genomför utskottet en extern och oberoende utvärdering av penningpolitiken. Den första genomfördes av professorerna Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin (2006/07:RFR1 Utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995–2005) och den andra av professorerna Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet (2010/11:RFR5 Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010). Utskottets överväganden med anledning av Giavazzis och Mishkins utvärdering finns redovisade i utskottets betänkande 2006/07:FiU27 Utvärdering av penningpolitiken. Utskottets överväganden över Goodharts och Rochets utvärdering finns redovisade i betänkande 2012/13:FiU12 Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010.

Utskottet håller just nu på att förbereda den tredje externa utvärderingen. Den kommer att påbörjas mot slutet av 2014 och redovisas för utskottet i slutet av 2015 eller i början av 2016. Se vidare under avsnittet Finansutskottets ställningstagande i detta betänkande.

## 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 i syfte 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 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 runt målet ett s.k. toleransintervall på  $\pm 1$  procentenhet. Intervallet togs bort 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 ifrån målet.

### **Flexibel inflationsmålspolitik**

Riksbanken bedriver en s.k. flexibel inflationsmålspolitik. I korthet innebär det att Riksbanken inriktar penningpolitiken mot att nå inflationsmålet, samtidigt som den även lägger vikt vid att stabilisera utvecklingen i den reala svenska ekonomin, dvs. att stabilisera utvecklingen av produktionen och sysselsättningen i samhället.

### **Riksbankens penningpolitiska strategi**

I de penningpolitiska rapporterna, redogörelsen för penningpolitiken och skriften Penningpolitiken i Sverige redovisar Riksbanken grundstenarna i den strategi banken som använder för att nå sitt mål. 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 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 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. Denna s.k. 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 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 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 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 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 och aktuell. Det gör det lättare för ekonomins aktörer att fatta bra ekonomiska beslut. Penningpolitiken blir också lättare att utvärdera.

### **Riksbankens beslutsprocess**

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

**Tabell 1 Exempel på inflationsmått som Riksbanken använder**

Mått	Definition
Konsumentprisindex	Mäter priset på en korg av varor och tjänster inklusive boendekostnader. I boendekostnaderna ingår räntekostnader. Måttet mäter den genomsnittliga prisutvecklingen för hushållens konsumtion.
Underliggande inflation (KPIF)	KPI rensat för effekterna av Riksbankens ränteförändringar på räntekostnaderna för egna hem.
Underliggande inflation (KPIF exklusive energi)	KPIF exklusive prisutvecklingen på energiråvaror, t.ex. bensin, olja och el.

Källa: Statistiska centralbyrån och Riksbanken.

I tabellen förklaras de viktigaste måtten på inflation som Riksbanken använder i sin ekonomiska analys och i utformningen av penningpolitiken.

## Utskottets överväganden

### Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2011–2013

#### **Utskottets förslag i korthet**

Riksdagen godkänner vad utskottet anfört om den svenska penningpolitiken 2011–2013 och avslår en motion om bl.a. en höjning av inflationsmålet och införandet av ett nytt mål för penningpolitiken.

Utskottets utvärdering bygger bl.a. på Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2013. Utskottet konstaterar att inflationen mätt enligt både KPI och KPIF har legat en bra bit under inflationsmålet på 2 procent under utvärderingsperioden. Samtidigt har resursutnyttjandet i ekonomin legat under normala nivåer och vad som kan betraktas som långsiktigt hållbara nivåer.

Med facit i hand tyder detta enligt utskottets mening på att Riksbanken hade kunnat bedriva en något mer expansiv penningpolitik under 2012 och inledningen av 2013 för att inflationen skulle ha kommit närmare målet och resursutnyttjandet i ekonomin skulle ha blivit högre under 2013. Utskottet påminner också om att utskottet i förra årets utvärdering av penningpolitiken 2010–2012 drog slutsatsen att Riksbanken, med facit i hand, hade kunnat föra en något mer expansiv penningpolitik och kanske avstå från en del av räntehöjningarna under 2010 och 2011 för att måluppfyllelsen skulle ha blivit bättre.

Utskottet anser att det är viktigt att riksdagen håller sig informerad om det nya finansiella stabilitetsrådets arbete och diskussioner. Utskottet kommer därför att nu, när rådets arbetsformer har lagts fast och prövats, ta kontakt med rådet för att hitta en lämplig form för fastare möten mellan utskottet och rådet. Utskottet kommer även att under nästa mandatperiod bereda frågan om en översyn av riksbankslagen. En översyn kan bli aktuell efter att utskottets nya och tredje externa utvärdering av den svenska penningpolitiken har genomförts.

Jämför reservation (V).



# Sammanfattning av Riksbankens redogörelse för penningpolitiken 2013

## Den ekonomiska utvecklingen under utvärderingsperioden

### *Avmattning men återhämtning mot slutet*

Efter den relativt kraftiga uppgången under 2010 fortsatte återhämtningen i världsekonomin i början av 2011. Aktiviteten ökade i Asien men även i euroområdet och i USA, om än i mindre omfattning. Under hösten tilltog oron för den statsfinansiella utvecklingen i euroområdet och USA markant. Obligationsräntorna och pessimismen bland hushåll och företag steg, vilket bidrog till att försvaga den ekonomiska aktiviteten. Kurserna på världens aktiemarknader, som stigit nästan oavbrutet sedan 2009, började falla relativt kraftigt.

### Diagram 1 BNP-tillväxten i Sverige under utvärderingsperioden

Procent



Källa: Riksbanken.

Trots att konjunkturen blev svagare mot slutet av året steg Sveriges BNP under 2011 med 3,7 procent, vilket var lägre än den kraftiga uppgången på 6,6 procent under 2010, men betydligt högre än i många andra länder.

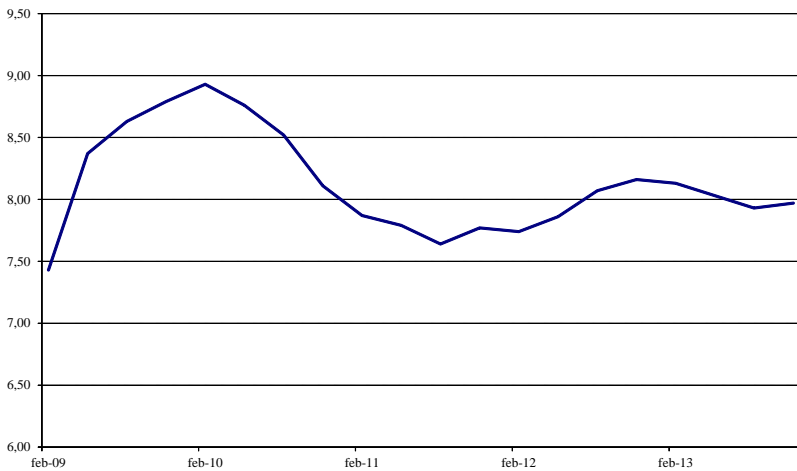
Världsekonomin fortsatte att försämrans under 2012. Tydligast var försvagningen i euroområdet. Under våren förstärktes oron över den statsfinansiella utvecklingen och problemen i den europeiska banksektorn. Läget på de finansiella marknaderna förbättrades dock under sensommaren och

hösten, bl.a. i samband med att Europeiska centralbanken (ECB) beslutade att vidta extraordinära åtgärder för att förbättra situationen i de länder som hade problem.

Den svenska konjunkturen försvagades ytterligare under 2012, även om tillväxttakten under första halvåret hölls uppe av en stark inhemsk efterfrågan. Mot slutet av året blev dock nedgången tydlig. Exporten föll samtidigt som den inhemska efterfrågan dämpades. Läget på arbetsmarknaden försämrades, och antalet varsel om uppsägningar ökade relativt snabbt. Sammantaget steg Sveriges BNP ändå med 0,9 procent under 2012, vilket kan jämföras med utvecklingen i euroområdet där BNP i genomsnitt minskade med 0,6 procent.

### Diagram 2 Arbetslösheten i Sverige under utvärderingsperioden

*Procent av arbetskraften*



Källa: Riksbanken.

Början av 2013 präglades av den svaga konjunkturen och den låga tillväxten i euroområdet. Efterfrågan på svenska exportvaror fortsatte att försämraras, och exporten föll. Oron på de finansiella marknaderna började dock avta, och både hushåll och företag började bli mer optimistiska över den ekonomiska framtiden. I Sverige hölls tillväxten uppe av en ökad hushållskonsumtion, vilket bl.a. berodde på att den svenska arbetsmarknaden utvecklades relativt väl trots det svaga konjunkturläget. Antalet sysselsatta steg under 2013 med 1,1 procent. Arbetslösheten låg emellertid kvar på en hög nivå eftersom utbudet av arbetskraft ökade lika mycket som sysselsättningen.

Stämmingsläget både internationellt och i Sverige förbättrades gradvis under sommaren och hösten, trots att viss oro spred sig efter att centralbanken Federal Reserve meddelat att man funderade på att börja minska på de omfattande penningpolitiska stimulanserna i den amerikanska ekonomin. Till oron bidrog också budgetproblemen i USA under hösten.

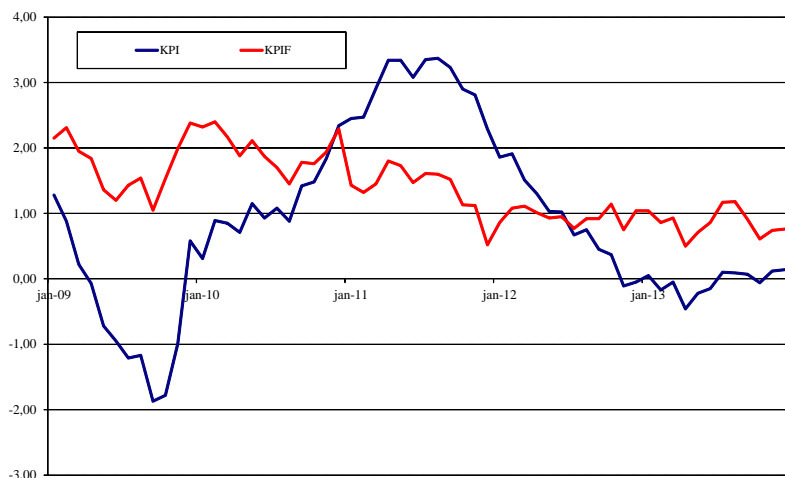
Återhämtningen under andra halvåret gjorde att Sveriges BNP steg med 1,5 procent under 2013, nästan den dubbla tillväxten jämfört med 2012.

### *Svagt inflationstryck*

På grund av den starka konjunkturuppgången under 2010 och Riksbankens räntehöjningar steg den svenska inflationen mätt enligt konsumentprisindex (KPI) till en topp vid mitten av 2011 på en bra bit över 3 procent. I takt med att den internationella konjunkturen började mattas av under andra halvan av 2011 dämpades prisuppgångarna. I genomsnitt steg KPI med 3 procent under 2011 och KPIF, dvs. KPI-inflationen rensat för effekterna av Riksbankens räntehöjningar, steg med 1,4 procent.

### **Diagram 3 Inflationen i Sverige under utvärderingsperioden**

Procent



Källa: Riksbanken.

Under 2012 dämpades inflationstrycket markant. Den svagare konjunkturen i kombination med Riksbankens räntesänkningar och en allt starkare krona bidrog till att KPI-inflationen gick under noll mot slutet av året, med ett genomsnitt på 0,9 procent under 2012. KPIF-inflationen blev i genomsnitt 1 procent.

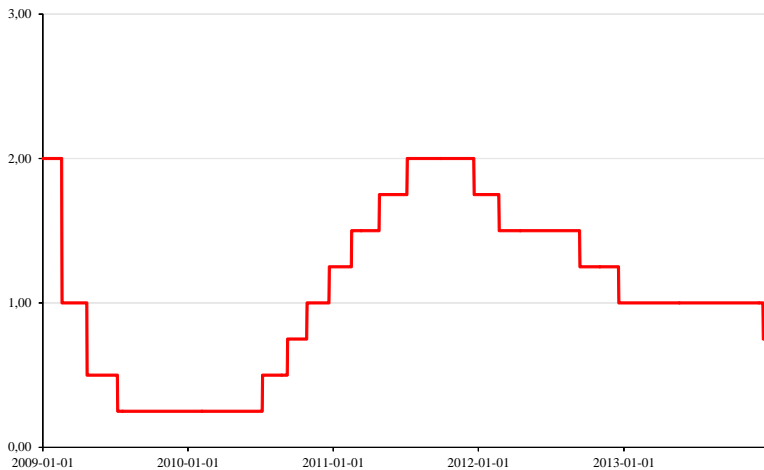
Inflationstrycket minskade ytterligare under 2013, och KPI-inflationen pendlade runt nollstrecket under i stort hela året. Importpriserna sjönk av den svaga internationella efterfrågan och den starkare svenska kronan. Företagen hade svårt att vältra över kostnadshöjningar på konsumentpriserna, och under senare delen av 2013 började även ökningstakten i tjänstepriserna att avta på bred front. Sammantaget uppgick KPI-inflationen till i genomsnitt 0 procent under 2013, dvs. i genomsnitt oförändrade priser jämfört med 2012. KPIF-inflationen uppgick till 0,9 procent.

### *Först räntehöjningar, sedan räntesänkningar...*

Till skillnad från de flesta andra centralbanker började Riksbanken höja sin styrränta redan vid mitten av 2010 för att möta den relativt starka återhämtningen i den svenska ekonomin efter finanskrisen. Samtidigt utvecklade Riksbanken de extraordinära likviditetsåtgärder man genomfört under den akuta finanskrisen.

#### **Diagram 4 Reporäntans utveckling under utvärderingsperioden**

*Procent*



Källa: Riksbanken.

Riksbanken fortsatte att höja reporäntan ytterligare tre gånger under 2011 till en topp på 2 procent vid mitten av sommaren. När det sedan under hösten 2011 blev tydligt att den internationella ekonomin var på väg att mattas av och uppgången i den svenska ekonomin dämpades började Riksbanken lätta på penningpolitiken genom att i slutet av 2011 sänka reporäntan med 0,25 procentenheter.

I takt med att konjunkturen fortsatte att försvagas under 2012 sänkte Riksbanken reporäntan med ytterligare 0,75 procentenheter till en nivå på 1 procent i slutet av året. Under 2013 valde Riksbanken att hålla reporäntan oförändrad på 1 procent, men sänkte den till 0,75 procent i december 2013 när det stod klart att inflationen under hösten utvecklats betydligt svagare än förväntat.

### *... och en starkare krona*

Under den akuta finanskrisen försvagades den svenska kronan kraftigt till en historisk lägstanivå i mars 2009, enligt det s.k. KIX-indexet (en sammanvägning av växelkurser som är viktiga för Sveriges transaktioner med utlandet). I takt med att finansmarknaderna blev lite mer stabila, den internationella ekonomin började återhämta sig och den svenska ekonomin växte snabbare än många andra länder stärktes kronan kraftigt under 2009, 2010 och början av 2011. Under resten av 2011 försvagades kronan något till följd av bl.a. den europeiska och amerikanska skuldskrisen och den begynnande avmattningen i den internationella ekonomin. Trots att Riksbanken sänkte reporäntan under 2012 började kronan på nytt stärkas vid mitten av 2012 och i början av 2013. Enligt Riksbankens redogörelse var uppgången en återspeglning av att den svenska ekonomin utvecklades relativt väl jämfört med andra länder och regioner. Under resten av 2013 försvagades kronan något, men dess värde var i genomsnitt högre under 2013 än under 2012.

### **Diagram 5 Kronans utveckling under utvärderingsperioden**

*KIX-index 1992-11-18=100*



Källa: Riksbanken.

## Penningpolitiken under 2013

Inför direktionens första penningpolitiska möte i februari 2013 var den ekonomiska bilden splittrad. Den svenska ekonomin påverkades fortfarande av den låga efterfrågan och skuldproblemen i euroområdet, samtidigt som den ekonomiska aktiviteten i de s.k. tillväxtekonomierna var fortsatt stark och återhämtningen i den amerikanska ekonomin höll i sig. Oron på finansmarknaderna hade avtagit, och optimismen hos både företag och hushåll runt om i världen började stiga. Inflationstrycket i den svenska ekonomin var svagt till följd av den svaga internationella efterfrågan och fallande importpriser.

Vid februarimötet räknade Riksbanken med att den svenska BNP-tillväxten successivt skulle stiga framöver men att resursutnyttjandet i ekonomin fortfarande skulle vara lägre än normalt. Arbetslösheten väntades stiga något under året för att sedan sjunka i takt med att tillväxten och sysselsättningen ökade. Direktionen ansåg att det svaga inflationstrycket i kombination med den svaga efterfrågan talade för en fortsatt expansiv penningpolitik. Samtidigt konstaterade direktionen att hushållens skuldsättning låg kvar på en hög nivå och att det innebar en risk för en sämre ekonomisk utveckling på lite längre sikt. Flertalet av ledamöterna i direktionen ansåg att en lägre reporänta ytterligare skulle öka skuldsättningens risker. Direktionen beslutade därför att hålla reporäntan kvar på 1 procent. För ytterligare information om räntebeslutet, se avsnittet De penningpolitiska besluten och reservationerna nedan.

Inför direktionens andra penningpolitiska möte i april hade det börjat komma tecken på att den svenska ekonomin gradvis återhämtade sig. Optimismen bland hushåll och företag fortsatte att stiga. Återhämtningen i den amerikanska ekonomin fortsatte, och tillväxten i Asien var stark. Inflationstrycket i den svenska ekonomin var dock fortsatt lågt och betydligt lägre än vad olika bedömare tidigare hade räknat med. En översyn av inflationsprognoserna visade att företagen hade svårt att föra över sina kostnadsökningar till konsumentpriserna. Den svenska kronan hade också stärkts snabbare än vad Riksbanken tidigare hade räknat med, vilket bidrog till den låga inflationen.

Riksbanken skrev ned sin inflationsprognos och bedömde att det nu skulle ta längre tid att nå inflationsmålet. Samtidigt räknade man med att hushållens skulder nu skulle stiga snabbare än vad man tidigare förutsett. Direktionen konstaterade vid aprilmötet att reporäntan skulle behöva vara låg under en längre tid för att penningpolitiken skulle stödja återhämtningen i ekonomin och bidra till att inflationen steg mot inflationsmålet. Direktionen beslutade därför att sänka ränteprognosen samtidigt som man höll reporäntan oförändrad på 1 procent. Den nya prognosen innebar att reporäntan skulle vara omkring en halv procentenhet lägre i slutet av 2014, jämfört med prognosen i februari. Med den prognosen skulle inflationen mätt enligt KPIF vara nära 2 procent i början av 2015, enligt direktionens förväntningar.

Under våren och sommaren utvecklade sig både den svenska och den internationella ekonomin i stort sett enligt Riksbankens tidigare förväntningar. Revideringar var små. Nationalräkenskaperna visade dock att Sveriges BNP ökade något långsammare under första halvåret 2013 än vad Riksbanken tidigare bedömt. Ekonomin var tudelad. Exporten och investeringarna minskade till följd av den svaga efterfrågan i euroområdet, samtidigt som de låga räntorna, en stigande sysselsättning och en god inkomstutveckling bidrog till en ökad inhemsk konsumtion. Inflationen var emellertid fortsatt låg, och Riksbankens egna företagsundersökningar talade för att det låga pristrycket skulle bestå ytterligare en tid.

Under våren, sommaren och hösten präglades finansmarknaderna av olika förväntningar på hur och när den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, skulle påbörja en s.k. normalisering av den amerikanska penningpolitiken. I maj meddelade Federal Reserve att man övervägde att börja trappa ned de köp av obligationer som man genomfört sedan finanskrisen 2008. Det fick till effekt att de internationella obligationsräntorna började stiga relativt kraftigt. I september beslutade dock Federal Reserve att fortsätta sina obligationsköp i oförändrad omfattning, vilket innebar att de internationella obligationsräntorna föll tillbaka något.

Till följd av bl.a. den låga inflationen beslutade direktionen vid de penningpolitiska mötena i juli, september och oktober att hålla reporäntan oförändrad på 1 procent. Samtidigt beslutades att räntan skulle ligga på den nivån t.o.m. tredje kvartalet 2014.

Inför det penningpolitiska mötet i december konstaterades att den svenska och den internationella konjunkturen utvecklades i linje med tidigare bedömningar. Under hösten hade dock inflationen blivit betydligt lägre än vad Riksbanken tidigare hade räknat med. Anledningen var bl.a. att tjänstepriserna hade stigit mycket långsammare än förväntat. Samtidigt visade undersökningar att företagen fortfarande hade svårt att höja priserna, dvs. att föra över kostnadsökningarna i företagen till konsumentpriserna.

Mot bakgrund av det svaga inflationstrycket sänkte en enig direktion reporäntan till 0,75 procent vid mötet i december. Direktionen var också enig om att reporäntan skulle ligga kvar på den nivån till i början av 2015. Därefter skulle den höjas långsamt. Samtidigt bedömde direktionen att hushållens höga skuldsättning fortfarande var en risk på lång sikt. Direktionen konstaterade att flera olika politikområden behöver hjälpas åt för att hantera skuldsättningen och att åtgärder inom den s.k. makrotillsynen spelar en viktig roll.

### *De penningpolitiska besluten och reservationerna*

I punkterna nedan sammanfattas besluten och reservationerna vid direktions penningpolitiska möten under 2013.

- **Mötet i februari.** Reporäntan lämnades oförändrad på 1 procent. Prognosen för reporänteutvecklingen sänktes marginellt. Enligt den nya prognosen skulle reporäntan ligga kvar på 1 procent under 2013 för att börja höjas första kvartalet 2014 till 2,7 procent första kvartalet 2016. Vice riksbankscheferna Karolina Ekholm och Lars E.O. Svensson reserverade sig. Ekholm förordade i stället en sänkning av räntan till 0,75 procent och att den skulle ligga kvar på den nivån t.o.m. första kvartalet 2014 för att sedan gradvis stiga mot 2 procent. Svensson, som även reserverade sig mot den penningpolitiska rapporten, förordade en sänkning av reporäntan till 0,5 procent. Svensson ansåg också att räntan skulle ligga kvar på den nivån t.o.m. första kvartalet 2014 för att stiga mot 1,5 procent vid prognosperiodens slut.
- **Mötet i april.** Reporäntan lämnades oförändrad, men ränteprognosen sänktes på nytt. Den nya prognosen innebär att räntan skulle ligga kvar på 1 procent t.o.m. tredje kvartalet 2014 för att sedan gradvis höjas till 2,5 procent första kvartalet 2016. Vice riksbankscheferna Karolina Ekholm och Lars E.O. Svensson reserverade sig mot beslutet. Ekholm förordade en sänkning till 0,75 procent och en ränteprognos där räntan låg kvar på den nivån t.o.m. tredje kvartalet 2014 för att sedan stiga mot omkring 1,75 procent vid prognosperiodens slut. Svensson, som även reserverade sig mot den penningpolitiska uppföljningen, förordade en sänkning till 0,5 procent och en ränteprognos där reporäntan låg på 0,25 procent fr.o.m. tredje kvartalet 2013 t.o.m. tredje kvartalet 2014 för att därefter stiga till 1,5 procent första kvartalet 2016.
- **Mötet i juli.** Både reporäntan och ränteprognosen lämnades oförändrade. Vice riksbankscheferna Karolina Ekholm och Martin Flodén reserverade sig. Ekholm förordade en sänkning till 0,75 procent och en ränteprognos där räntan låg kvar på den nivån t.o.m. andra kvartalet 2014 för att sedan gradvis höjas till omkring 2,25 procent. Flodén förordade också en sänkning till 0,75 procent och en prognos där räntan låg kvar på den nivån t.o.m. andra kvartalet 2014 för att sedan stiga enligt majoritetens ränteprognos.
- **Mötet i september.** Både reporäntan och ränteprognosen lämnades oförändrade. Vice riksbankscheferna Karolina Ekholm och Martin Flodén reserverade sig mot beslutet. Båda förordade en sänkning till 0,75 procent och en ränteprognos i enlighet med deras respektive reservationer vid mötet i juli.
- **Mötet i oktober.** Reporäntan lämnades oförändrad på 1 procent, medan ränteprognosen sänktes något. Vice riksbankscheferna Karolina Ekholm och Martin Flodén reserverade sig. Båda förordade en sänkning av reporäntan till 0,75 procent. Ekholm förordade en ränteprognos där räntan låg kvar på 0,75 procent t.o.m. tredje kvartalet 2014



för att sedan gradvis höjas till ungefär 2,4 procent. Flodén förordade en ränteprognos där räntan låg kvar på 0,75 procent t.o.m. tredje kvar-talet för att därefter snabbt höjas till majoritetens ränteprognos.

- **Mötet i december.** Reporäntan sänktes med 0,25 procentenheter till 0,75 procent. Ränteprognosen sänktes genom att reporäntan skulle ligga kvar på 0,75 procent i ungefär ett år för att därefter höjas långsamt till 2,6 procent i slutet av prognosperioden. Beslutet var enhälligt.

### *Diskussionen i direktionen under 2013*

Även om medlemmarna i direktionen var eniga om att penningpolitiken skulle fortsätta att vara expansiv under 2013 var det endast vid det sista mötet i december som direktionen var helt enig om räntebeslutet och hur expansiv penningpolitiken skulle vara.

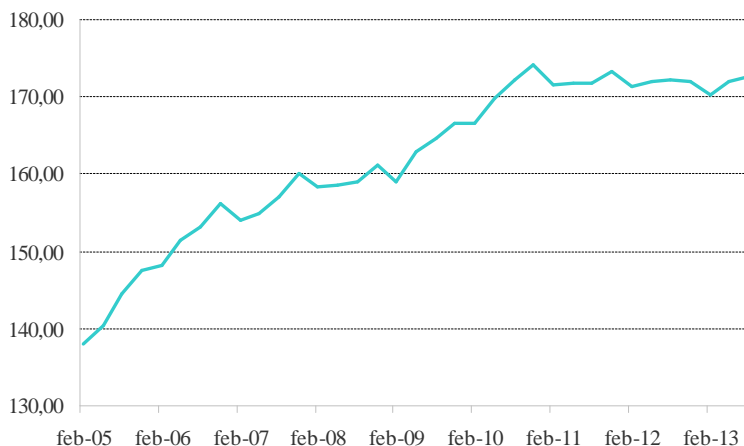
Riksbankens mål är att KPI-inflationen ska bli 2 procent. Penningpolitiken ska också stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att nå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken strävar efter att stabilisera produktionen och sysselsättningen runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Vice riksbankscheferna Karolina Ekholm, Lars E.O. Svensson och Martin Flodén förordade vid de övriga mötena lägre räntor och en ännu mer expansiv penningpolitik. Skillnaderna i uppfattningar mellan majoritet och minoritet avspeglar framför allt skillnader i synen på penningpolitikens möjligheter att snabbt minska arbetslösheten och höja inflationen mot inflationsmålet, och penningpolitikens möjligheter att påverka hushållens skuldsättning. I punkterna nedan redovisas några av skillnaderna i ståndpunkter.

- **Hushållens skuldsättning.** En majoritet i direktionen ansåg att nivån på skuldsättningen i de svenska hushållen innebar betydande risker för den ekonomiska utvecklingen. Flertalet ledamöter ansåg också att det begränsade utrymmet för hur expansiv penningpolitiken kunde vara under 2013. Att det därmed skulle ta längre tid att nå inflationsmålet och ett normalt resursutnyttjande bedömde de som en acceptabel kostnad för att minska riskerna för en sämre ekonomisk utveckling längre fram. Några av ledamöterna ansåg dock att penningpolitiken hade alltför liten effekt på skuldsättningen och att kostnaderna för en inflation under målet och ett lågt resursutnyttjande var betydligt större. De menade därför att man inte borde ta hänsyn till hushållens skuldsättning i de penningpolitiska besluten. Eventuella risker med den höga skuldsättningen borde i stället hanteras inom andra politikområden, inom t.ex. den s.k. makrotillsynen. I direktionen diskuterades under hösten regeringens beslut att ge Finansinspektionen huvudansvaret för makrotillsynsverktygen. Innebar beslutet att det inte längre fanns skäl till att väga in skuldsättningen i de penningpolitiska besluten? En majoritet i direktionen menade att man även i fortsättningen måste ta hänsyn till riskerna för finansiella obalanser i räntebesluten, bl.a. av

det skälet att nivån på skuldsättningen är viktig för stabiliteten i den övergripande ekonomin och Riksbankens möjligheter att långsiktigt nå inflationsmålet och ett stabilt resursutnyttjande.

### Diagram 6 Hushållens skuldsättning

Procent av disponibel inkomst



Källa: Riksbanken.

- **Arbetsmarknaden.** Trots att sysselsättningen steg under 2013 låg arbetslösheten kvar kring 8 procent av arbetskraften. I direktionen var meningarna delade om i vilken utsträckning penningpolitiken kunde bidra till lägre arbetslöshet. En majoritet menade att arbetslösheten var strukturell och att möjligheterna att nå en lägre arbetslöshet med en lägre ränta därmed var små. De byggde det argumentet på att en större andel av de arbetslösa bedömdes stå längre från arbetsmarknaden än tidigare och att en mer expansiv penningpolitik därmed inte skulle få effekt. Några ledamöter ansåg dock att en expansiv penningpolitik var särskilt viktig i detta läge för att öka efterfrågan och öka chanserna för grupper med en svag ställning på arbetsmarknaden att få jobb. Därmed skulle man kunna undvika att arbetslösheten blir kvar på en hög nivå mer långsiktigt, menade minoriteten.
- **Inflationsmålets trovärdighet.** En av Riksbankens viktigaste uppgifter är att värna och hålla inflationsmålet. I direktionen diskuterades under året hur den låga inflationen påverkade inflationsförväntningarna i samhället. Om de långsiktiga förväntningarna blir lägre än målet kan det bli svårare för Riksbanken att nå målet. Några av ledamöterna menade att risken för att det skulle ske talade för att det fanns skäl för att bedriva en mer expansiv penningpolitik och snabbare få upp infla-

tionen mot målet. Flertalet av ledamöterna ansåg dock att det inte fanns några större tecken på att de långsiktiga inflationsförväntningarna var på väg att sjunka alltför mycket under inflationsmålet.

### Har Riksbanken nått målen för penningpolitiken?

Riksbankens mål är att KPI-inflationen ska bli 2 procent. Penningpolitiken ska också stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken att nå en hållbar tillväxt och en hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken strävar efter att stabilisera produktionen och sysselsättningen runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor.

#### *Inflationsmålet*

Som framgår av tabell 1 uppgick KPI-inflationen och KPIF-inflationen till 0,0 procent respektive 0,9 procent under 2013, vilket är ganska rejält under inflationsmålet på 2 procent. Båda inflationsmåten underskred målet under hela 2013. Sett över hela utvärderingsperioden uppgick KPI-inflationen och KPIF-inflationen till i genomsnitt 1,3 procent respektive 1,1 procent per år, vilket även det är under inflationsmålet.

**Tabell 2 Inflationen i Sverige under utvärderingsperioden**

*Procent*

	KPI	KPIF	KPIF exkl. energi
2011	3,0	1,4	1,0
2012	0,9	1,0	1,0
2013	0,0	0,9	1,1
Genomsnitt	1,3	1,1	1,0

*Källa: Riksbanken.*

Att KPI-inflationen hamnade så långt under inflationsmålet berodde, enligt Riksbanken, på att Riksbanken sänkte reporäntan med 1 procentenhet mellan december 2011 och december 2012 för att möta den statsfinansiella oron i både USA och euroområdet och nedgången i den internationella konjunkturen. En lägre reporänta sänker hushållens bostadslånekostnader och minskar även inflationen mätt enligt KPI.

Att även KPIF-inflationen hamnade en bra bit under inflationsmålet beror enligt Riksbanken på den oväntat svaga konjunktur- och efterfrågeutvecklingen. Till den låga inflationen bidrog också den snabba förstärkningen av kronan och indirekt även Riksbankens överskattning av inflationsutvecklingen under 2012 och en stor del av 2013. Eftersom penningpolitiken baserades på prognoser som överskattade utfallen av inflationen kan man med facit i hand konstatera att penningpolitiken hade kunnat vara ännu mer expansiv än den faktiskt var, konstaterar Riksbanken i redogörelsen.

När man bedömer utfallet av penningpolitiken är det också viktigt att titta på hur inflationsförväntningarna utvecklades. Om allmänheten har förtroende för att Riksbanken ska uppnå inflationsmålet bör allmänhetens förväntningar på ett par års sikt ligga kring målet.

De mätningar som gjordes under 2013 visar att allmänhetens långsiktiga inflationsförväntningar sjönk något under 2013, men att de fortfarande låg relativt nära inflationsmålet. På ett och två års sikt var förväntningarna lägre, vilket beror på att förväntningarna för de närmaste åren till stor del återspeglar den aktuella inflationen.

### *Den realekonomiska utvecklingen*

Trots den svaga internationella konjunkturen ökade Sveriges BNP under 2013 med 1,5 procent, nästan dubbelt upp mot tillväxten under 2012. Tillväxten varierade dock kraftigt under året, från en svag utveckling i början av året till en successiv förbättring mot slutet av året. Den främsta drivkraften sett över helåret var hushållskonsumtionen, som steg med 2 procent. Antalet sysselsatta fortsatte att öka under 2013. Andelen arbetslösa låg dock kvar på samma nivå som under 2012 eftersom utbudet av arbetskraft ökade ungefär lika mycket som sysselsättningen.

**Tabell 3 Produktion och sysselsättning under utvärderingsperioden**

*Årlig procentuell förändring*

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

Anm. Arbetslösheten anges som procent av arbetskraften.

Källa: Riksbanken.

Ett viktigt sammanfattande mått på den realekonomiska utvecklingen är resursutnyttjandet i ekonomin. Det finns tyvärr inget entydigt mått på resursutnyttjandet, utan Riksbanken använder sig av olika mått och indikatorer för att bedöma utnyttjandet.

Måtten på produktionen (BNP-gap och s.k. timgap) visar att resursutnyttjandet var lägre än normalt under 2013, dvs. utnyttjandet i ekonomin låg under långsiktigt hållbara nivåer.

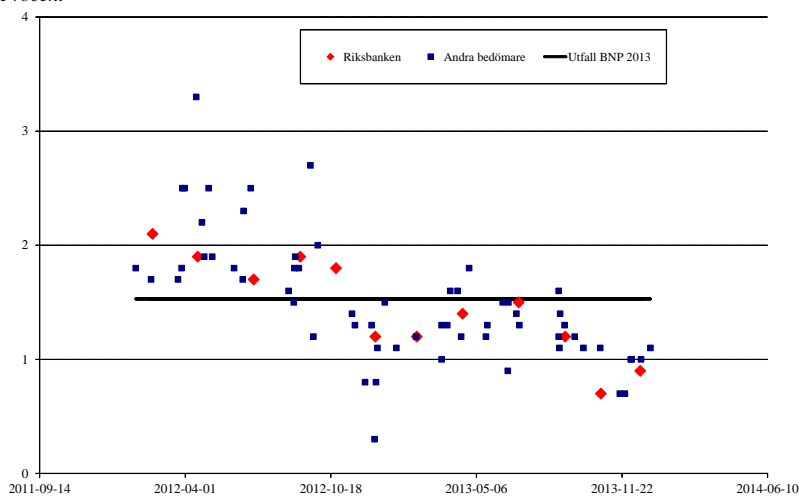
Ett annat mått på resursutnyttjandet i ekonomin är arbetslösheten och arbetslöshetens långsiktigt hållbara nivå. Var den långsiktiga nivån ligger är osäkert, och den varierar över tiden. I redogörelsen bedömer Riksbanken att den långsiktigt hållbara arbetslösheten ligger i intervallet 5–7,5 procent. Den genomsnittliga arbetslösheten i åldersgruppen 15–74 år låg under 2013 på 8 procent, vilket innebär att arbetslösheten låg över den långsiktigt hållbara nivån. Under hela utvärderingsperioden låg arbetslösheten i samma åldersgrupp på i genomsnitt 7,9 procent, även det högre än den långsiktigt hållbara nivån.

## Hur bra var Riksbankens prognoser?

Som framgår av diagram 7 förutsåg varken Riksbanken eller andra prognosmakare styrkan och uthålligheten i den internationella konjunkturedgången mot slutet av 2011. Under 2012 överskattade samtliga den svenska BNP-tillväxten under 2013. I takt med att avmattningen blev allt tydligare justerades prognoserna ned. Mot slutet av 2013 låg flertalet prognoser t.o.m. en bra bit under vad som senare blev utfallet för 2013. Endast ett fåtal prognosmakare förutsåg den förbättring som kom mot slutet av 2013.

### Diagram 7 Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosmakares BNP-prognoser för 2013

Procent



Källa: Riksbanken.

I redogörelsen redovisar Riksbanken en jämförelse av träffsäkerheten i BNP-prognoserna 2007–2013. Jämförelsen visar att Riksbanken tillhörde de bättre på att förutse tillväxten under perioden, efter SEB och Nordea.

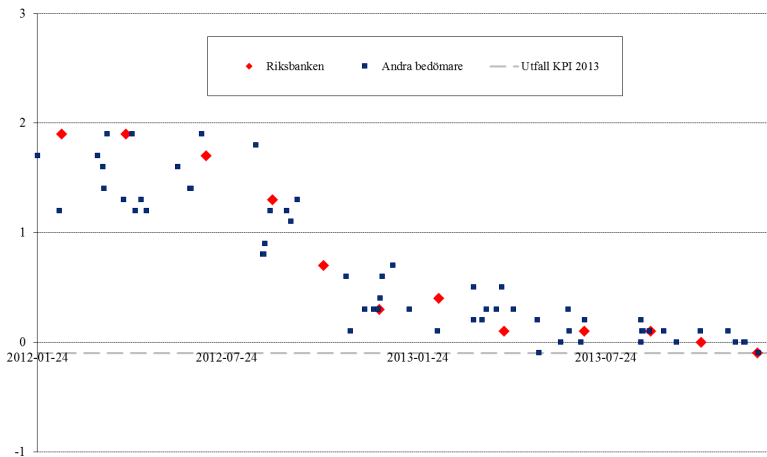
Som en följd av att prognosmakarna överskattade tillväxten och konjunkturutvecklingen under 2013 överskattade man dessutom inflationstrycket i den svenska ekonomin. Som framgår av diagram 8 räknade samtliga prognosmakare under större delen av 2012 med att KPI-inflationen under 2013 skulle bli mellan 1 procent och 2 procent. Riksbanken tillhörde dem som hade den högsta prognosen i inledningen av 2012. Banken räknade under nästan hela första halvåret 2012 med att KPI-inflationen skulle bli 2 procent 2013. Utfallet blev 0 procent, dvs. oförändrade priser i genomsnitt. KPIF-inflationen visar samma mönster som KPI-inflationen, även om skillnaden mellan prognoserna och utfallet inte är lika stora.

När det gäller träffsäkerheten i KPI-prognoserna under perioden 2007–2013 tillhörde Riksbanken de sämsta, tillsammans med Konjunkturinstitutet och Handelns Utredningsinstitut. Det är framför allt en stor prognosmiss för 2009 som drar ned Riksbankens resultat för perioden 2007–2013.

Som en konsekvens av de alltför höga KPI-prognoserna räknade också samtliga prognosmakare under större delen av 2012 med att reporäntan under 2013 skulle ligga på en högre nivå än den faktiskt gjorde. Även här tillhörde Riksbanken de sämsta bedömarna, bl.a. eftersom de under 2012 tillhörde dem som hade högst KPI-prognoser.

### Diagram 8 Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosmakares KPI-prognoser för 2013

Procent



Källa: Riksbanken.

## Externa bedömningar av penningpolitiken

Nedan sammanfattas Internationella valutafondens (IMF) och OECD:s bedömningar av den svenska penningpolitiska utvecklingen under perioden 2011–2013, i den mån organisationerna under perioden har kommenterat penningpolitiken i sina respektive rapporter.

### Internationella valutafonden

#### 2011 års konsultation (juli 2011)

IMF konstaterade att den svenska ekonomin hade återhämtat sig kraftigt efter nedgången i samband med finanskrisen, och att uppgången var starkare och snabbare än i många andra länder. KPI-inflationen hade återigen börjat stiga mot inflationsmålet, medan inflationen rensad för räntekostnader fortfarande låg en bit under målet. Pressen uppåt på energi- och

råvarupriser motverkas till en del av en starkare krona, menade IMF. Även om arbetslösheten fortfarande var högre än den var innan krisen har kapacitetsutnyttjandet i ekonomin stigit till historiska genomsnittsnivåer, och indikatorer tyder på att sysselsättningen kommer att fortsätta att stiga framöver. Inflationsrisken har ökat. Riksbanken borde därför fortsätta att höja räntan i den takt som banken anger i sina prognoser. Det kunde enligt IMF också finnas anledning att öka takten i räntehöjningarna om råvarupriserna, fastighetspriserna och löneförhandlingarna under 2011 och 2012 resulterade i ett stigande inflationstryck. Å andra sidan, om kronan fortsatte att stärkas kunde det finnas anledning för Riksbanken att höja räntan i en långsammare takt än vad banken indikerar i den framtida räntebanan.

### *2012 års konsultation (juli 2012)*

IMF ansåg att den gällande räntenivån på 1,5 procent var lämplig med tanke på den gynnsamma inflationsutvecklingen, det svaga kostnadstrycket och prognoserna om en nedgång i efterfrågan. Den framtida räntebanan kunde dock justeras ned bl.a. med anledning av ett kommande och mer strikt finansiellt regelverk, ansåg IMF. Om priserna på fastighetsmarknaderna återigen började stiga borde man i ökad utsträckning använda makrotillsynsåtgärder som t.ex. lånetak, riskvikter och löptidsbegränsningar för att stävja utvecklingen. IMF uttryckte viss oro över att marknaden hade en annan syn än Riksbanken på den framtida räntebanans utveckling. Detta skulle kunna försämra den penningpolitiska transmissionsmekanismen och underminera förtroendet för Riksbanken. IMF ansåg att Riksbanken borde se över beslutet att publicera en egen räntebana och samtidigt publicera en räntebana som bygger på s.k. implicita marknadsräntor. IMF ansåg vidare att Riksbanken borde utöka sina analyser och undersökningar av arbetsmarknaden och jämviktsarbetslösheten. Riksbanken borde också öka sina ansträngningar att bygga in finansiella data och finansiella samband i sitt beslutsunderlag. IMF menade också att Riksbanken borde överväga att öka valutareserven för att bygga upp ett skydd mot en mer negativ utveckling i Europa. Riskerna för t.ex. betalningsinställelse i någon europeisk stat och därmed stigande finansiell oro har ökat under det senaste året.

### *2013 års konsultation (juli 2013)*

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 fortfa-

rande 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 fastighetskatt. En finansiell reformagenda skulle öka Riksbankens möjligheter att fokusera penningpolitiken mot inflationsutvecklingen och kortsiktig stabilisering av ekonomin. Enligt IMF bidrog Riksbankens upplåning till att öka valutareserven till ökad finansiell stabilitet.

## OECD

### *Sverigerapporten 2011 (januari 2011)*

När det gäller penningpolitiken ansåg OECD att Riksbankens stora räntesänkningar och andra okonventionella penningpolitiska åtgärder hade bidragit till att dämpa den ekonomiska nedgången. Den svenska ekonomin var nu på uppgång, och Riksbanken hade börjat höja reporäntan och avveckla andra extraordinära åtgärder. Denna process borde enligt OECD fortsätta gradvis, men det fanns fortfarande risker som skulle kunna påverka den hastighet med vilken Riksbanken stramar åt sin politik. Den svenska penningpolitiken var anmärkningsvärt transparent, enligt OECD, och det tjänar Sverige på i både goda och dåliga tider. Under krisen har dock förtroendet för Riksbanken ifrågasatts på några punkter. Det var tydligast under 2009, då skillnaderna mellan Riksbankens räntebana och marknadens ränteprognoiser var stor. Enligt OECD borde Riksbanken fundera på att byta målvariabel i inflationsmålet. Dagens målvariabel KPI innehåller räntekostnader, vilket komplicerar Riksbankens kommunikation med allmänheten och marknaderna. Riksbanken borde, enligt OECD, också ytterligare analysera på vilket sätt förändringar i tillgångspriser och kreditutveckling bör påverka utformningen av penningpolitiken. OECD ansåg också att det institutionella ramverket för det svenska finansiella systemet borde förbättras. Bland annat måste ansvarsförhållandena mellan myndigheterna bli tydligare, och med ansvar måste följa tydliga befogenheter och verktyg.

### *Sverigerapporten 2012 (december 2012)*

I sin rapport konstaterade 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 visar sig att det svaga inflationstrycket och konjunkturedgången håller i sig. Riksbanken har ett större utrymme än andra centralbanker att lätta på penningpolitiken, enligt OECD. OECD konstaterade också att den svenska inflationen under de senaste 15–20 åren legat något under inflationsmålet på 2 procent 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 bör utreda anledningarna till att inflationen ihållande är 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 bör 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 kommer att stiga i takt med att den internationella efterfrågan stiger. 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 är förknippade med hushållens höga skuldsättning.

## Motionen

I motion 2013/14:Fi203 av Ulla Andersson m.fl. (V) anser motionärerna att det svenska inflationsmålet bör höjas från dagens 2 procent till 3 procent. Målvariabeln bör vara ett mått på den underliggande inflationen, inte inflationen mätt enligt konsumentprisindex. Finanskrisen visade att de nuvarande låga inflationsmålen allvarligt begränsade centralbankernas utrymme att kraftfullt stimulera den ekonomiska aktiviteten. Under krisen sänkte centralbankerna snabbt styrräntorna ned mot nollnivån. Samtidigt var det uppenbart att ekonomierna hade behövt ytterligare stimulans. Med ett högre inflationsmål får man en högre fallhöjd i penningpolitiken och utökade möjligheter för centralbankerna att föra en expansiv penningpolitik. Ett högre inflationsmål ger också en större marginal mot en deflationistisk utveckling i ekonomin, dvs. en utveckling med fallande priser (yrkande 2).

Motionärerna anser också att dagens inflationsmål bör kompletteras med ett sysselsättningsmål. Sysselsättningsmålet bör dessutom inte vara underordnat inflationsmålet. Sedan inflationsmålet infördes vid mitten av 1990-talet har Riksbanken underskridit inflationsmålet, och den har inte varit särskilt framgångsrik i att stabilisera resursutnyttjandet i den svenska ekonomin. Penningpolitiken har genomgående varit för stram, vilket har fått negativa konsekvenser för sysselsättningen, eftersom realräntorna har varit högre än vad som motiverats av konjunkturläget. För att få penningpolitiken att mer fokusera på den realekonomiska utvecklingen bör man därför införa ett sysselsättningsmål (yrkande 1).

## Finansutskottets ställningstagande

Utskottet har granskat penningpolitiken under perioden 2011–2013. Granskningen omfattar hela perioden, men med visst fokus på 2013. Utvecklingen under 2011 och 2012 har utskottet granskat tidigare i betänkandena 2011/12:FiU24 och 2012/13:FiU24.

### Penningpolitiken och måluppfyllelsen under utvärderingsperioden

Utvecklingen under den aktuella utvärderingsperioden kännetecknas av finansiell osäkerhet och upp- och nedgångar i den reala ekonomiska utvecklingen. Tillväxten i den svenska ekonomin har pendlat från en uppgång på 3,7 procent 2011 till en uppgång på 0,9 procent respektive 1,5 procent under 2012 och 2013. Inflationstakten mätt enligt KPI har varierat från 2,5 procent i början av 2011 till en topp sommaren 2011 på 3,4 procent för att sedan gå ned till nollinflation mot slutet av 2013. Under vissa månader har inflationstakten t.o.m. legat på minustal, dvs. fallande priser i genomsnitt. Inflationstakten mätt enligt KPIF (dvs. KPI exklusive effekterna av Riksbankens ränteförändringar) har varit mer jämn under perioden, men även den har varierat en del.

Som utskottet har framhållit i tidigare utvärderingar ställer den här typen av ekonomiska svängningar stora krav på penningpolitiken och Riksbankens ekonomiska analys. Penningpolitiken bygger i stor utsträckning på prognoser. Riksbankens genomgångar av prognoserna, både i årets och tidigare års redogörelser, visar också att Riksbanken och andra ekonomiska bedömare har haft svårt att förutse den ekonomiska utvecklingen under de senaste åren.

När det gäller målen för penningpolitiken kan utskottet konstatera följande:

- **Inflationsmålet har inte hållits.** Under utvärderingsperioden har inflationen mätt enligt både KPI och KPIF i genomsnitt legat nästan 1 procentenhet under inflationsmålet på 2 procent. Under 2013 uppgick KPI-inflationen till 0 procent, dvs. två procentenheter under målet. Som utskottet visat i de utvärderingar som gjorts efter finanskrisen har inflationen mätt enligt KPI legat under inflationsmålet sedan 2009, med undantag för 2011 då inflationstakten uppgick till 3 procent. Detsamma gäller inflationstakten mätt enligt KPIF, med den skillnaden att KPIF-inflationen noterade 2 procent 2010, men den har i genomsnitt legat under 2 procent övriga år.
- **Resursutnyttjandet i ekonomin har varit svagt och under långsiktigt hållbara nivåer.** Olika bedömningar visar att resursutnyttjandet har legat under normala nivåer under hela utvärderingsperioden. Tidigare utvärderingar visar att resursutnyttjandet har legat under ett normalt utnyttjande under nästan alla år sedan finanskrisen.

Med facit i hand tyder detta enligt utskottets mening på att Riksbanken hade kunnat bedriva en något mer expansiv penningpolitik under 2012 och inledningen av 2013 för att inflationen skulle ha kommit närmare målet och resursutnyttjandet i ekonomin skulle ha blivit högre under 2013. Även i förra årets utvärdering av penningpolitiken 2010–2012 (bet. 2012/13: FiU24) drog utskottet slutsatsen att Riksbanken hade kunnat föra en något mer expansiv penningpolitik och kanske avstå från en del av räntehöjningarna under 2010 och 2011 för att måluppfyllelsen skulle ha blivit bättre.

### **Skuldsättningen och penningpolitiken**

Riksbankens redogörelser och protokollen från direktionens sammanträden visar att den höga och växande skuldsättningen i hushållssektorn har spelat en på marginalen viktig roll vid räntebesluten. Den höga skuldsättningen har enligt majoriteten i direktionen begränsat utrymmet för en mer expansiv penningpolitik under större delen av utvärderingsperioden. Eftersom detta handlar om risker för finansiell instabilitet och svag ekonomisk utveckling en bra bit in i framtiden är det enligt utskottets mening svårt att nu utvärdera om räntebesluten och hänsynen till den höga skuldsättningen har varit väl avvägda eller inte. En viktig fråga i sammanhanget, och som diskuteras internationellt, är hur och i vilken utsträckning en centralbank ska ta hänsyn till risker för finansiell instabilitet vid utformningen av penningpolitiken. Utskottet återkommer till den frågan under avsnittet Ny extern utvärdering nedan.

Förra hösten beslutade regeringen att lägga huvudansvaret för de s.k. makrotillsynsverktygen hos Finansinspektionen. Samtidigt inrättades Finansiella stabilitetsrådet med uppgift att diskutera och samråda om finansiell stabilitet och stabilitetsåtgärder. Rådet består av företrädare för regeringen, Riksbanken, Finansinspektionen och Riksgälden. Förutom ett förberedande möte har rådet haft två möten hittills under 2014. Enligt utskottets mening är det viktigt att riksdagen håller sig informerad om rådets arbete och diskussioner. Utskottet kommer därför att nu, när rådets arbetsformer har lagts fast och prövats, ta kontakt med rådet för att hitta lämplig form för fastare möten mellan utskottet och rådet.

### **Ny extern utvärdering**

Vid mitten av 2000-talet beslutade utskottet att vart fjärde år genomföra en extern och oberoende utvärdering av den svenska penningpolitiken. Den första genomfördes av professorerna Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin (2006/07:RFR1 Utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995–2005) och den andra av professorerna Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet (2010/11:RFR5 Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010).

Utskottet håller just nu på att slutföra förberedelserna för den tredje externa utvärderingen. Utvärderingen ska omfatta perioden 2010–2014 – en period som kännetecknas av följderna efter finanskrisen och en stundtals livlig diskussion om centralbankernas mål, medel och ansvar. Sammanfattningsvis (utvärderingsdirektiven är ännu inte beslutade) ska utvärderingen behandla utformningen av den svenska penningpolitiken 2010–2014, dvs. bedöma om penningpolitiken varit väl avvägd under perioden och nått sina mål. I det ingår bl.a. att utifrån erfarenheter och den senaste forskningen även bedöma direktionens beslut att väga in riskerna med den höga skuldsättningen i räntebesluten. Utvärderingen ska också granska och analysera utformningen av inflationsmålet och penningpolitikens andra s.k. sekundära mål. Prognoser över inflationsutvecklingen är en mycket viktig del av det penningpolitiska beslutsunderlaget. Därför ska utvärderingen särskilt granska utfallet av Riksbankens inflationsprognoser och bedöma och analysera Riksbankens prognosmetodik.

Utvärderingen, som är ganska unik i ett internationellt perspektiv, ska genomföras under 2015 och vara klar i slutet av 2015 eller början av 2016.

I motion 2013/14:Fi203 (V) föreslås bl.a. att det svenska inflationsmålet höjs och att det införs ett sysselsättningsmål som ska vara likvärdigt inflationsmålet.

Den kommande externa utvärderingen av penningpolitiken kommer att behandla de frågeställningar som tas upp i motionen. Utskottet vill därför avvakta utvärderingens resultat innan det tar ställning till om det eventuellt behövs några förändringar av målen för penningpolitiken. Därmed avstyrker utskottet motion Fi203 (V) yrkande 1 och 2.

### **Översyn av riksbankslagen**

Utskottet har tidigare sagt att det finns goda skäl att genomföra en översyn av den svenska riksbankslagen. Mycket har hänt sedan den senaste mer omfattande förändringen i slutet av 1990-talet. Utskottet har dock valt att avvakta resultatet av de ganska omfattande utredningarna som genomförts under de senaste åren. Enligt utskottets mening närmar sig tidpunkten för en översyn. Utskottet kommer därför att pröva frågan på nytt under nästa mandatperiod. Det kan emellertid finnas skäl att invänta resultatet av utskottets nya externa utvärdering som på många sätt berör regelverket i riksbankslagen.

# Reservation

Utskottets förslag till riksdagsbeslut och ställningstaganden har föranlett följande reservation.

## **Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2011–2013 – motiveringen (V)**

av Ulla Andersson (V).

### *Ställningstagande*

Riksbankens Redogörelse för penningpolitiken 2013 visar att den svenska inflationen har legat långt under inflationsmålet på 2 procent under utvärderingsperioden 2011–2013. Tidigare genomgångar visar att den aktuella perioden inte är ett undantag utan att inflationen har legat under målet sedan det infördes 1995.

Enligt Vänsterpartiets uppfattning är detta ett tydligt bevis för att Riksbanken har fört en alltför stram penningpolitik, vilket har resulterat i ett svagare resursutnyttjande, en lägre sysselsättning och en högre arbetslöshet i den svenska ekonomin än vad som annars hade varit nödvändigt. Tusentals arbetstillfällen har gått förlorade. En mer expansiv penningpolitik hade hållit inflationen närmare inflationsmålet och aktiviteten i ekonomin hade varit högre.

Riksbankens redogörelse visar också att eventuella risker för finansiell instabilitet har spelat en viktig roll vid räntebesluten under utvärderingsperioden. Majoriteten i direktion har valt att föra en stramare penningpolitik än nödvändigt med hänvisning till den höga och växande skuldsättningen i hushållssektorn. Vänsterpartiet anser att hushållens skuldsättning har getts en för hög vikt vid utformningen av penningpolitiken. Det har gått ut över Riksbankens uppdrag att stabilisera inflationstakten kring 2 procent. Till saken hör att Riksbankens egna beräkningar visar att räntan har en mycket begränsad effekt på skuldnivåerna i samhället.

Vid sidan av att Riksbanken har underskridit inflationsmålet har banken inte heller lyckats stabilisera den svenska ekonomin kring ett fullt kapacitetsutnyttjande. Resursutnyttjandet har legat under normala nivåer, inte bara under utvärderingsperioden utan i genomsnitt sedan inflationsmålet infördes i början av 1990-talet.

Vänsterpartiet anser därför att inflationsmålet bör kompletteras med ett mål för den reala ekonomin, så att penningpolitiken i större utsträckning än tidigare fokuseras på produktions- och sysselsättningsutvecklingen i samhället. Det mest lämpliga är enligt Vänsterpartiet att det nya målet utformas som ett sysselsättningsmål. Sysselsättningsmålet ska, till skillnad från

de hänsyn till den realekonomiska utvecklingen som Riksbanken tar i dag inom ramen för den s.k. flexibla inflationsmålspolitiken, inte vara underordnat inflationsmålet, utan båda målen ska ha samma vikt.

Vänsterpartiet anser också att nivån på det svenska inflationsmålet bör höjas till 3 procent. Efter finanskrisen har det varit en omfattande internationell debatt om inflationsmålen. Bland annat hävdade Internationella valutafondens chefsekonom Oliver Blanchard något år efter krisen att centralbankerna borde höja sina inflationsmål för att minska riskerna för djupa ekonomiska kriser. I Sverige har bl.a. professorerna Lars Calmfors och Per Lundborg pläderat för ett högre svenskt inflationsmål, kring 3–4 procent om det skulle ändras och fastställas idag.

En viktig lärdom av finanskrisen är att de nuvarande låga inflationsmålen allvarligt begränsade centralbankernas utrymme att kraftfullt stimulera den ekonomiska aktiviteten. Under krisen sänkte centralbankerna snabbt styrräntorna ned mot nollnivån. Samtidigt var det uppenbart att ekonomierna hade behövt ytterligare stimulans, men räntorna kunde inte sänkas mer eftersom de redan var nere på noll. Med ett högre inflationsmål får man en högre fallhöjd i penningpolitiken och utökade möjligheter för centralbankerna att föra en expansiv penningpolitik. Ett högre inflationsmål ger också en högre marginal mot en deflationistisk utveckling i ekonomin, dvs. en utveckling med fallande priser.

BILAGA

## Förteckning över behandlade förslag

## Motion från allmänna motionstiden hösten 2013

*2013/14:Fi203 av Ulla Andersson m.fl. (V):*

1. Riksdagen tillkännager för regeringen som sin mening vad som anförs i motionen om att införa ett sysselsättningsmål för penningpolitiken och att detta mål inte ska vara underordnat inflationsmålet.
2. Riksdagen tillkännager för regeringen som sin mening vad som anförs i motionen om att inflationsmålet bör höjas till 3 procent och att det mått som Riksbanken bör använda som målvariabel ska vara ett mått på den underliggande inflationen.