



ANFÖRANDE

DATUM: 2014-12-03
TALARE: Vice riksbankschef Per Jansson
PLATS: SvD Bank Summit 2014, Stockholm

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

■ Svensk penningpolitik efter finanskrisen – myter och fakta

”Riksbanken har de senaste åren bedrivit ett penningpolitiskt experiment där den aggressivt, med en hög ränta, har försökt förhindra att hushållens skulder stiger. Resultatet har varit mer eller mindre förödande för den svenska ekonomin. Sent omsider har Riksbanken insett att politiken varit felaktig och svängt 180 grader.”

Ungefär så ser den bild ut som vissa kritiker har målat upp av de senaste årens svenska penningpolitik. Den här bilden har fått en hel del uppmärksamhet och spridning, och många som följer den penningpolitiska debatten har förmodligen fått intrycket att detta också är vad som har hänt. Jag menar att den här bilden är felaktig och ska här förklara varför.

Jag tänker dela upp kritiken i tre olika delar, eller påståenden, och diskutera dem var för sig. Jag presenterar påståendena i citatform, men det innebär inte nödvändigtvis att de är exakta citat. De fångar dock andemeningen i kritiken och jag tror att de som följt den penningpolitiska debatten kommer att känna igen sig.

Viktigt att bemöta kritiken av flera skäl

En fråga man kanske bör inleda med att reda ut är varför det är så viktigt att bemöta de här påståendena. Att Riksbanken kritiseras är väl en naturlig del av den ekonomiska debatten? Är det inte bättre att låta det hela bero och i stället blicka framåt? Nej, jag tycker inte det.

Ett viktigt skäl är att det i efterdyningarna av finanskrisen har uppstått en diskussion om centralbankernas verksamhet och uppdrag, där synen på vad centralbankerna bör göra och hur de bör göra det stöts och blöts. Det är givetvis viktigt att vår egen debatt kring detta här i Sverige har en god verklighetsförankring och utgår från hur penningpolitiken faktiskt bedrivits och vad den verkligen åstadkommit.

Att bemöta kritiken är inte bara viktigt för diskussionen här hemma. Debatten om den svenska penningpolitiken har också ett internationellt intresse och har följts en del utomlands, inte minst av andra centralbanker.¹ Skälet är att en

¹ Se till exempel Visco (2014) och Yellen (2014).

■ central fråga i den diskussion som förs internationellt är i vilken mån centralbankernas styrräntor bör användas som ett komplement till makrotillsynsåtgärder, för att motverka uppbyggnaden av finansiella obalanser, exempelvis genom att försöka förhindra att utlåning och bostadspriser stiger alltför snabbt.² Detta brukar kallas för att penningpolitiken "lutar sig mot vinden", och jag kommer fortsättningsvis att för enkelhets skull använda detta uttryck. Penningpolitiken i Sverige har i det här sammanhanget betraktats som särskilt intressant eftersom Riksbanken är en av få centralbanker som, i varje fall så här långt, uttryckligen har sagt sig ta den här typen av hänsyn i räntebesluten. Det vore givetvis olyckligt för den fortsatta internationella diskussionen om slutsatsen av de svenska erfarenheterna blir att när politiken att luta sig mot vinden har provats i praktiken så har den lett till ett mycket dåligt, eller till och med katastrofalt resultat. Så är nämligen inte fallet.

Innan jag fortsätter skulle jag vilja göra klart att mitt syfte här idag inte är att rättfärdiga varje enskilt beslut som Riksbanken fattat. Det är naturligt att man gör olika bedömningar om den ekonomiska utvecklingen och därmed landar i lite olika slutsatser om exakt vilken politik som bör föras för stunden. I efterskott kan man konstatera att penningpolitiken hade kunnat vara mer expansiv om vi hade vetat att inflationen skulle komma att bli så låg som den är för närvarande. Detta är dock en naturlig och ofrånkomlig konsekvens av att penningpolitik måste baseras på prognoser, som är osäkra. Men merparten av kritiken den senaste tiden har gått långt utöver att handla om den här sortens skillnader i bedömningarna. Den har i stället gått ut på att den politik Riksbanken bedrivit skulle ha varit felaktig på ett mer fundamentalt sätt. Det är den typen av kritik jag avser att fokusera på här.

"Riksbanken har aggressivt, med en hög ränta, försökt förhindra att hushållens skulder stiger"

Den första delen av kritiken kan i sin tur delas upp i olika delar. Den säger dels att Riksbanken har lutat sig mot vinden aggressivt, dels att hushållens skulder varit det huvudsakliga, om inte det enda, målet för den här politiken. Jag tänkte diskutera dessa påståenden i tur och ordning.

Så hur mycket har Riksbanken då i praktiken lutat sig mot vinden de senaste åren? Min syn här är klar. Den penningpolitik som bedrivits efter krisen har till den alldeles övervägande delen styrts av traditionella penningpolitiska motiv, det vill säga den förväntade utvecklingen av konjunkturen och inflationen under de närmaste åren. Hänsyn till risker med utvecklingen av hushållens skulder och bostadspriserna har visserligen funnits med i bedömningen men de har spelat en ganska underordnad roll.

Den bild som målas upp i kritiken är en helt annan. Här är utgångspunkten i stället att Riksbankens oro för utvecklingen av hushållens skulder var det *huvudsakliga* motivet till att räntan höjdes efter krisen. Det är till och med så att mycket av kritiken utgår från att oron för hushållens skulder var det *enda* motivet till räntehöjningarna. I en så kallad kontrafaktisk analys som spelat en central roll i kritiken jämförs den faktiska politiken med alternativet att räntan inte

² Se till exempel Blanchard, Dell'Ariccia och Mauro (2013), Borio (2014), Carney (2013), Smets (2013), Stein (2013) och Woodford (2012).

hade höjts över huvud taget, utan varit oförändrad på 0,25 procent sedan krisen.³ Det senare antas representera en politik som inte lutat sig mot vinden.

Riksbanken och andra konjunkturbedömare gjorde snarlika prognoser

Vad har jag då för stöd för min syn att oro för hushållens skulder bara i begränsad omfattning har påverkat räntebesluten? Till att börja med kan man helt enkelt se efter hur Riksbanken har motiverat räntebesluten i sina pressmeddelanden. Om man gör det framgår det klart att fokus har varit på konjunkturen och inflationen de närmaste åren. Ofta lyfter man visserligen samtidigt fram att den förda politiken också antas bidra till att minska risken för att obalanser byggs upp när det gäller skuldsättningen och bostadspriserna, men i så fall snarast som en bieffekt och inte som ett huvudskäl. Den bild man får är just att politiken hade blivit marginellt annorlunda om den här risken inte vägts in – inte att den hade blivit en fullständigt annan.

Man kan också titta på hur diskussionerna inne i Riksbanken fördes. Att det fanns olika uppfattningar i direktionen är allmänt känt, men hur olika var de? Läget i juli 2011 är ett illustrativt exempel. Reporäntan hade då höjts till 2 procent, den högsta nivå den nådde innan den började sänkas på nytt. I det penningpolitiska protokollet diskuterade ledamöterna hur de såg på penningpolitiken framöver. I diagram 1 visar den blå streckade linjen den framtida räntebana som de flesta i direktionen förespråkade medan den gula streckade linjen visar den bana som förespråkades av de två ledamöter som menade att politiken borde vara mer expansiv, varav den ena, Lars Svensson, är Riksbankens mest uttalade kritiker under senare tid och tillika upphovsman till den kontrafaktiska analys jag nyss nämnde.

Att uppfattningarna skilde sig åt är alltså uppenbart. Men det framgår också att skillnaderna handlade om i vilken *takt* räntan borde höjas och inte om att någon förespråkade att räntan egentligen aldrig borde ha höjts efter krisen utan skulle ha varit kvar på 0,25 procent. Visserligen kan man inse att det i praktiken skulle ha varit svårt att i dåvarande läge förorda en omedelbar eller väldigt snar större räntesänkning. Men om man verkligen menade att räntan egentligen borde ha varit 0,25 procent är det svårt att förstå varför man skulle förespråka en räntebana som inte över huvud taget viker av nedåt under de kommande tre åren, utan stiger under hela prognosperioden och slutar på 3,8 procent i mitten av 2014.⁴

Hur var då uppfattningen utanför Riksbanken? Vid ungefär samma tidpunkt, i juni 2011, förutspådde Konjunkturinstitutet att reporäntan i slutet av 2012 skulle vara 3 procent och i slutet av 2014 – det vill säga just i detta nu – strax över 4 procent.⁵ Konjunkturinstitutets prognos är ofta något av ett riktmärke för andra bedömare och speglade även vid det här tillfället väl hur de flesta prognosmakare uppfattade läget. Ranteprognosen låg också ganska väl i linje med Riksbankens syn (se diagram 2). Den här politiken ansågs vara förenlig med ett balanserat resursutnyttjande 2014 och en KPIF-inflation nära 2 procent 2013–2015. Det är alltså uppenbart att detta är en bild av en politik som i allt

³ Se till exempel Svensson (2014). Denna kontrafaktiska analys har presenterats i en rad uppsatser, artiklar och blogginlägg.

⁴ I protokollet presenterar Lars Svensson skattningar där den gula streckade räntebanan antas ge en inflation på 2 procent från början av 2013 och framåt och en arbetslöshet som når den av honom antagna jämviktsarbetslösheten på 5,5 procent i början av 2014. Det kan också vara värt att notera att vid det efterföljande mötet, i september 2011, tyckte samtliga ledamöter i direktionen att 2 procent var en lämplig nivå för reporäntan med hänsyn till det ekonomiska läget i Sverige.

⁵ Konjunkturinstitutet (2011).

■ väsentligt styrdes av traditionella penningpolitiska motiv, och där oro för hushållens skulder definitivt inte var ett huvudnummer.

Hur såg utländska bedömare på den svenska ekonomin vid den här tiden? I OECD:s Economic Outlook i maj 2011 förväntades den kraftfulla tillväxten fortsätta med reala BNP-ökningar på i genomsnitt 3,3 procent 2010–2015, och man konstaterade att styrräntan skulle komma att behöva höjas gradvis i takt med den fortsatta konjunkturuppgången.⁶ En liknande bedömning gjordes av Internationella valutafonden (IMF) i juli 2011. BNP-tillväxten antogs gradvis minska till 3 procent 2014, då inflationen förväntades uppgå till 2 procent (mätt med HIKP). Man ansåg också att de räntehöjningar som inletts skulle behöva fortsätta.⁷

En slutsats jag drar av detta är att det hänt mycket oväntade saker de senaste åren. Läget idag är ju ganska annorlunda mot vad alla bedömare – såväl i Riksbankens direktion som utanför banken – räknade med vid den här tiden. Jag kommer att återkomma till det.

En annan slutsats är att den allmänna bilden var att Riksbankens politik på det hela taget var välmotiverad och i allt väsentligt baserad på traditionella penningpolitiska överväganden. Även om det fanns olika åsikter om exakt hur hög räntan borde vara, såsom det alltid gör, så uppfattades politiken alltså inte som udda eller anmärkningsvärd. Varken Riksbanken eller någon annan bedömare uppfattade det som att den förda penningpolitiken i någon större utsträckning handlade om att luta sig mot vinden, och den allmänna uppfattningen var definitivt inte att räntan borde ha lämnats kvar på den nivå den sänktes till i samband med krisen, det vill säga 0,25 procent.

Ett märkligt antagande

Mot den bakgrunden blir det förstås väldigt märkligt att hävda att en utvärdering av Riksbankens politik bör utgå från antagandet att alternativet att *inte* luta sig mot vinden hade varit att behålla räntan på 0,25 procent fram till idag. Om ingen uppfattade det på det sättet när det begav sig så blir det givetvis underligt att i efterskott måla upp den bilden. Det är en efterhandskonstruktion utan förankring i verkligheten och att hänga upp en analys på ett sådant antagande är därför inte ett rimligt sätt att utvärdera för- och nackdelar med att luta sig mot vinden. Man behöver anta inte bara att Riksbanken ljugit om sina motiv, utan samtidigt också att välkända och seriösa externa konjunkturbedömare sagt en sak men egentligen menat något annat.

Icke desto mindre är detta alltså utgångspunkten i den kontrafaktiska analys som många tycks luta sig mot när de drar slutsatser om Riksbankens penningpolitik.⁸ I Sverige har den här analysen fått stort utrymme på bland annat Dagens Nyheters ledarsidor där Riksbankens politik målats upp som mer eller

⁶ OECD (2011), s. 191-192.

⁷ IMF (2011), s. 25 och Table 9.

⁸ Se till exempel Visco (2014): "An actual example of the debate on the macro-prudential use of the policy rate relates to the tightening of monetary policy by the Sveriges Riksbank that began in July 2010 and peaked in July 2011. Deemed a leaning-against-the-wind move out of concern for financial stability, and specifically the risk that maintaining a lower repo rate could have increased the already high ratio of household debt to disposable income, this policy stance has been questioned on the basis of a counterfactual analysis emphasising the macroeconomic costs in terms of below-target inflation and higher unemployment." Ett annat exempel är Financial Times (2014): "Sweden's central bank has been lambasted by critics for trying to use interest rates to combat signs of a housing bubble. It lifted rates in 2010 and 2011 as it publicly worried about what it saw as high household debt levels." Ytterligare ett är Münchau (2014) som menar att Riksbanken "raised interest rates to rein in a domestic housing bubble."

mindre obegriplig och på tvärs mot den då rådande uppfattningen – ett "räntehöjningsexperiment sommaren 2010".⁹

Man kan tycka att det är märkligt att påståendet att Riksbankens höjningar enbart handlade om att luta sig mot vinden, och att de dessutom skedde i strid med den gängse uppfattningen, har fått sådan spridning. När allt kommer omkring behöver man inte göra någon mer djuplodande faktakoll än jag har gjort här för att se att vare sig det ena eller det andra stämmer. Utan särskilt mycket grävande kan man konstatera att inte bara Riksbanken utan också utomstående inhemska och utländska konjunkturbedömare även efter det att räntan höjts till 2 procent fann det naturligt att reporäntan skulle *fortsätta* att höjas – och detta utan någon särskild hänvisning till hushållens skulder. Enligt exempelvis Dagens Nyheters ledarsidor var politiken alltså i stället ett "räntehöjningsexperiment", grundat på att Riksbankens ledning spridit "falska framtidsbilder".¹⁰ Den enda förklaring jag kan komma på till att påståendet ändå återges och hänvisas till så ofta och så okritiskt är att man har utgått från att det helt enkelt måste vara sant eftersom det har framförts med sådan emfas och intensitet.

En riskabel politik

Men att hävda att allt handlat om att luta sig mot vinden är nu inte bara en missvisande beskrivning av den förda penningpolitiken i sig och motiven bakom den. Jag tycker att det dessutom finns goda skäl att fråga sig om inte en politik där räntan hade varit oförändrad sedan krisen skulle ha varit tämligen riskabel, alldeles oavsett vad man menar att den skulle representera. Enligt den kontrafaktiska analysen finns visserligen bara vinster och inga problem: inflationen skulle ha varit nära målet och sysselsättningen högre om räntan inte höjts. Men jag tror också att risken hade varit stor att det även hade hänt andra, mindre angenäma saker som analysen bortser ifrån, medvetet eller omedvetet.

Ett förhållande som uppmärksammas mycket efter krisen är att det kan hända en hel del med förväntningar och risktagande i en ekonomi där räntan hålls mycket låg under lång tid. Förväntningarna om till exempel hur höga räntorna kommer att vara i framtiden och om hur bostadsmarknaden kommer att utvecklas framöver kan bli snedvridna, och risktagandet överlag i ekonomin öka på ett sätt som kan skapa problem.¹¹ Det här är något som inte går att fånga på ett bra sätt i de ekonomiska modeller som finns idag.¹² Men detta får inte bli en ursäkt för att helt bortse från sådana aspekter.

I den alternativa bana som antas representera en politik som inte lutar sig mot vinden skulle reporäntan sedan juli 2009, alltså i mer än fem års tid, ha varit i det närmaste noll. Detta i en ekonomi som mycket snabbt började återhämta sig efter krisen och där temperaturen på bostadsmarknaden bara tillfälligt svalnade. Vi ser idag, när räntan åter har sänkts till mycket låga nivåer, att bostads-

⁹ Wolodarski (2014).

¹⁰ Wolodarski (2014).

¹¹ Exempelvis skriver Summers (2014): "[A] strategy that relies on interest rates significantly below growth rates for long periods of time virtually guarantees the emergence of substantial bubbles and dangerous build-ups in leverage." För en översikt av sambanden mellan penningpolitik och finansiella obalanser samt vidare referenser till litteraturen, se Adrian och Lang (2014).

¹² Detta diskuteras i till exempel Blanchard (2014). Ett principiellt problem med kontrafaktiska skattningsar där den ekonomiska politiken ändras mycket är att de är känsliga för den så kallade Lucas-kritiken. Denna säger att det är mycket svårt att kvantifiera effekterna av en helt annan politik (till exempel betydligt lägre ränta under en lång tid) på ett tillförligt sätt. Det har just att göra med att de ekonomiska aktörernas förväntningar ändras.

priserna återigen har börjat skjuta fart (se diagram 3).¹³ Utlåningen till hushållen ökade med strax under 10 procent per år när räntan började höjas i juli 2010 (se diagram 4). Och även den har åter börjat stiga i takt med att räntan har sänkts.

En annan pusselbit i det hela är att det saknades ett ramverk för makrotillsynen under större delen av den tid som reporäntan enligt det här alternativet borde ha varit 0,25 procent. Det var först i augusti 2013 som ansvarsförhållandena för makrotillsynen klargjordes och regeringen lade upp formella riktlinjer för hur den skulle utformas.¹⁴ Hur väl detta ramverk kommer att fungera i praktiken är ännu idag i allt väsentligt oprövat.

Att mot den här bakgrunden förorda en ränta på 0,25 procent under mer än fem års tid och samtidigt helt bortse från risker för snedvridna förväntningar och problem med prisutvecklingen på bostadsmarknaden är ganska anmärkningsvärt. Jag tror att läget i så fall skulle ha varit betydligt mer bekymmersamt än det är idag – och då är som bekant läget idag knappast oproblemiskt.

Två relevanta frågor

Innan jag fortsätter skulle jag vilja ta upp två frågor som är naturliga att ställa i det här sammanhanget. Som jag har konstaterat har räntebesluten till den alldeles övervägande delen styrts av traditionella penningpolitiska motiv och hänsyn till risker med utvecklingen av hushållens skulder och bostadspriserna har spelat en ganska underordnad roll. Men vad menar jag då mer precist med "en ganska underordnad roll"? Det är den första frågan.

Dessvärre måste man nog finna sig i att detta inte låter sig kvantifieras på något mer precist sätt. Jag kan bara för min egen del konstatera att om jag inte hade funnit hushållens skulder och utvecklingen på bostadsmarknaden problematiskt så skulle jag ha förespråkat en på marginalen ännu något mer expansiv politik – men definitivt inte att räntan skulle ha varit kvar på 0,25 procent sedan krisen. Men mycket mer detaljerad än så är det svårt att vara. Det är till exempel inte möjligt att vid ett givet beslutstillfälle konstatera någonting i stil med att "av de 25 punkter som jag menar att räntan bör höjas med är 5 punkter tänkta att dämpa riskerna med hushållens skulder och bostadspriserna. Resterande 20 punkter avser att stabilisera inflationen och konjunkturen på kortare sikt." Penningpolitiskt beslutsfattande går helt enkelt inte till på det sättet.

Det är ju dessutom så att direktionen består av sex individer. Var och en av dessa har med all säkerhet haft sin egen syn på vilken roll riskerna med skulder och bostadspriser har spelat för deras beslut. Hur mycket Riksbanken lutat sig mot vinden går därför inte att besvara med ett sammanfattande kvantifierat mått. Men vad jag är helt övertygad om är att ingen av dem som beslutat om räntan har haft som *huvudsakligt* skäl, än mindre som *enda* skäl, att penningpolitiken måste luta sig mot vinden.

¹³ Anmärkningsvärt nog var en alltför låg ränta något som man på Dagens Nyheters ledarsidor varnade för i december 2009, då man i samband med Lars Svenssons reservation mot att behålla räntan på 0,25 procent, till förmån för att sänka den till noll, menade att dennes "insatser i riksbanksdirektionen för tankarna till en kapten som slaviskt följer sitt sjökort, även om fartyget kört på ett isberg. Det var en sak att sänka räntan under det akuta krisläget för att avvärja en depression. Men nu när ekonomin börjat återhämta sig bidrar nollräntan bara till att elda på bostadsrallyt" (se Wolodarski, 2009).

¹⁴ Visserligen vidtogs vissa åtgärder redan tidigare men införandet av ramverket får ändå antas vara en viktig förutsättning för att kunna bedriva makrotillsyn på ett systematiskt sätt.

Den andra frågan är om politiken att luta sig mot vinden verkligen haft någon märkbar effekt med tanke på att hänsynen till risker med utvecklingen av hushållens skulder och bostadspriserna, som sagt, har spelat en ganska underordnad roll för räntebesluten. Jag är övertygad om att politiken *har* spelat en viktig roll, trots att inslaget av att luta sig mot vinden alltså varit betydligt mer blygsamt än vad kritikerna påstår. Riksbankens strategi har varit att kombinera en ganska marginellt högre ränta med en kommunikation som understryker att utvecklingen med snabb kredit tillväxt och stigande bostadspriser upplevs som oroande. Den lite högre räntan har visserligen en viss effekt i sig men har kanske framför allt fungerat som en konkret påminnelse om riskerna, och har därigenom i sig varit en viktig del av kommunikationen. Enligt min uppfattning har detta betytt en hel del, inte minst för att öka den allmänna medvetenheten om problemen. Den diskussion om dessa frågor som nu pågår understryker att så varit fallet.

Mer omfattande problem än bara skuldsättningen

Efter att därmed ha bemött den första delen av det första påståendet – att Riksbanken lutat sig aggressivt mot vinden – tänkte jag övergå till dess andra del, nämligen att syftet med politiken att luta sig mot vinden har varit att begränsa hushållens skulder.

Som jag konstaterat har inslaget av att luta sig mot vinden inte varit särskilt stort, men det har ändå funnits i viss mån. Det blir dock för enkelt att säga att detta bara har handlat om att få hushållen att låna mindre, eller, som det ibland framställs, att Riksbanken skulle ha ett mål för hur höga skulderna får bli i förhållande till exempelvis inkomsterna. Även om utvecklingen av hushållens skulder definitivt är en viktig del av problematiken är bilden mer komplex än så. En mer rättvisande beskrivning är att Riksbanken har försökt dra sitt strå till stacken för att bromsa en trendmässig utveckling där bostadspriser och skuldsättning sedan en ganska lång tid tillbaka stigit snabbt och parallellt – där det visserligen tycks ske en viss inbromsning i sämre konjunkturlägen, men där riktningen oavsett konjunkturen är uppåt och det finns få tecken på att trenden kommer att dämpas. Ju längre tid en sådan trend fortgår, desto mer ökar risken för att den ska brytas på samma abrupta och våldsamma sätt som skedde i många länder i samband med finanskrisen – det vill säga att när bostadspriserna och skuldsättningen väl korrigeras nedåt så sker detta dramatiskt, via betydande prisfall och konsumtionsbortfall, med stora och långvariga negativa effekter på ekonomin.¹⁵ Generellt sett finns ganska gott empiriskt stöd för att ju mer hushåll och företag lånar under en konjunkturuppgång, desto större är risken för att uppgången följs av en djup recession och en mycket långsam återhämtning.¹⁶

Här kan man göra några reflektioner. En är att den makroekonomiska instabilitet som en sådan här utveckling kan resultera i skulle göra det svårare för Riksbanken att på ett hållbart sätt stabilisera konjunkturen och inflationen. Det är därför knappast märkligt att Riksbanken har försökt att motverka den, och det är svårt att se att detta är något som legat utanför mandatet, såsom vissa hävdar.

En annan reflektion är att eftersom problematiken med trendmässigt stigande hushållsskulder och bostadspriser berör många delar av ekonomin är det nöd-

¹⁵ Mian och Sufi (2014) beskriver på ett utmärkt sätt detta händelseförlopp i den amerikanska ekonomin i samband med krisen. I ett riktigt dåligt scenario kan problem uppstå även med den finansiella stabiliteten, se till exempel Finansiell stabilitet 2014:1, Sveriges riksbank.

¹⁶ Se till exempel Schularick och Taylor (2012) och Jordà, Schularick och Taylor (2013).

vändigt att flera politikområden samverkar för att man ska kunna få till stånd en *varaktig* lösning. Oavsett vilka åtgärder som vidtas räcker det varken med en penningpolitik som lutar sig mot vinden eller med makrotillsyn – och förmodligen inte ens dessa båda i kombination. Även andra politikområden, framför allt bostadspolitiken, behöver inkluderas i ekvationen. Det här är något som Riksbanken har lyft fram och diskuterat vid andra tillfällen och jag tänkte inte säga mer om det här.¹⁷

En tredje reflektion är att när det gäller just riskerna med en utveckling av det här slaget har kritikerna inte varit särskilt tydliga. Samtidigt som de lagt ned stor möda på att kritisera Riksbankens politik, så har de oftast sagt ganska lite om hur de själva ser på eventuella risker och hur dessa bör hanteras.¹⁸ En vanlig argumentation har lite förenklat varit ungefär att "För det första är nog riskerna inte så stora, och skulle det ändå finnas risker så kan de alltid hanteras på ett effektivt sätt av makrotillsynen." Här tycker jag att kritikerna måste avkrävas en betydligt större tydlighet.

Är det så att man menar att det inte finns några problem med den här uppåtgående trenden? Eller kommer trenden att dämpas av sig själv innan problem hinner uppstå, och vad är det i så fall för mekanismer som kommer att åstadkomma detta? Om den dämpas framöver men på en hög nivå, vilka risker för det med sig? Är det faktum att bostadspriserna och utlåningen nu åter börjat skjuta fart efter att Riksbanken sänkt räntan inget man behöver oroa sig för? Om det ändå finns risker, hur ska dessa hanteras? Om makrotillsynen är så effektiv, exakt vilka åtgärder är det som ska sättas in? Och vilken dosering är lämplig? Räcker det med makrotillsynsåtgärder eller måste även andra politikområden involveras? Det här är i allra högsta grad relevanta frågor och jag skulle önska att de hade ägnats lika stort utrymme och lika stor tankemöda i debatten som Riksbankens penningpolitik.

"Resultatet av politiken har varit förödande för den svenska ekonomin"

Den bild som kritikerna gärna målar upp är att en hög reporänta har tryckt ned efterfrågan och orsakat ett mer eller mindre deflationistiskt tillstånd i den svenska ekonomin. Detta verkar framför allt en del utländska bedömare ha tagit fasta på och tolkat det som att läget i Sverige idag är snarlikt det i Japan på 1990-talet.¹⁹

Redan av det jag har gått igenom hittills bör det ha framgått att detta är en missvisande beskrivning. Eftersom penningpolitiken inte i någon större utsträckning har lutat sig mot vinden kan detta knappast heller ha haft en speciellt förödande effekt på ekonomin. Med en, vid det här laget, lite sliten men samtidigt väldigt talande liknelse har Riksbanken under perioden i fråga inte stampat på räntebromsen utan snarare lättat en aning på gasen.

¹⁷ Se till exempel Jansson (2014).

¹⁸ I vissa fall har kritikerna dessutom haft diametralt olika syn. Paul Krugman tycks mena att Sverige troligen sedan en tid redan har en bostadsbubbla, och eftersom det är *för sent* att göra något åt den så bör Riksbanken inte bedriva en politik som lutar sig mot vinden (se André Meiton, 2014). Lars Svensson tycks däremot mena att det inte finns någon större risk för att en bostadsbubbla håller på att byggas upp (se Svenska Dagbladet, 2014a) och att en politik som lutar sig mot vinden av det skälet inte *behövs*, utan är skadlig.

¹⁹ Se till exempel Krugman (2014a, 2014b) som förutom att likna Sverige med Japan också har karakteriserat svensk penningpolitik som ett exempel på "sadamonetarism". Bland svenska kritiker är det mindre vanligt att göra jämförelser med Japan.

■ *Ingen deflationistisk utveckling driven av svag realekonomi*

Denna bild bekräftas om man undersöker hur till exempel BNP och sysselsättning har utvecklats sedan krisen. I diagram 5 sammanfattas den procentuella förändringen i BNP per capita och sysselsättningsgraden jämfört med före krisen i de länder vi vanligen brukar jämföra oss med.

Som framgår befinner sig Sverige inte i den absoluta toppen, men heller inte särskilt långt ifrån. Det är bara ett fåtal länder, enligt den här statistiken bara Nya Zeeland och Tyskland, som haft en bättre utveckling för såväl BNP som sysselsättningen, det vill säga ligger ovanför och till höger om Sverige i diagrammet.

En del framhåller att utvecklingen av arbetslösheten varit mindre gynnsam. Men här måste man tänka på att den svenska arbetskraften har vuxit förhållandevis mycket under perioden. Detta är i grunden positivt men på kort sikt bidrar det också till att rent matematiskt hålla arbetslöshetsiffrorna uppe. Skillnaderna i detta avseende jämfört med till exempel USA är ganska illustrativa. USA har haft en mer gynnsam utveckling av arbetslösheten, men en hel del av detta förklaras av att deltagandegraden i arbetskraften där i stället har minskat (se diagram 6).

Det är givetvis så att den här relativt goda utvecklingen inte enbart beror på den penningpolitik som Riksbanken bedrivit. Den ekonomiska politiken i övrigt spelar också roll liksom det faktum att vi drabbats ganska lindrigt av krisen av skäl som inte nödvändigtvis har att göra med den politik som bedrivits. Det går också att ha olika syn på exakt hur bra man tycker att utvecklingen har varit. Men man kan i alla fall som ett absolut minimum konstatera att det i faktiska siffror är svårt att finna stöd för att en alltför stram, "aggressiv" penningpolitik har gjort att ekonomin hamnat i ett deflationistiskt tillstånd drivet av en dålig realekonomisk utveckling.

Om man blickar framåt då? Kan det inte vara så att den svenska ekonomin visserligen klarat sig hyggligt hittills men att det kommer att gå dåligt framöver, som ett resultat av den politik som förts? Man kan givetvis inte garantera någonting när det gäller framtiden, men man kan i varje fall konstatera att Konjunkturinstitutet, Finansdepartementet och Riksbanken alla i dagsläget prognostiserar en tillväxt runt 2 procent i år och omkring 3 procent 2015–2016. Det är knappast en bild av en ekonomi i recession eller kris.

Låg inflation svår att förutsäga – för Riksbanken och andra

Men inflationen då? Den har ju blivit mycket låg och prisnivån har till och med tidvis fallit, i varje fall mätt med KPI. Är inte det ett tecken på att politiken misslyckats och att räntan aldrig borde ha höjts?

Här är det viktigt att inse två saker. För det första bör det ha framgått av det jag nyss gått igenom att den låga inflationen *inte* är ett resultat av en ekonomi som har gått på knäna. Bilden att höga räntor förorsakat ett mer eller mindre recessionsliknande tillstånd som i sin tur resulterat i låg inflation, och ibland deflation, stämmer alltså inte.

För det andra har det, som jag också redan varit inne på, hänt en hel del saker de senaste åren som påverkat inflationen. Kom ihåg Konjunkturinstitutets prognos vid mitten av 2011, som jag pratade om tidigare. I den väntades reporäntan fortsätta uppåt, från de 2 procent den låg på vid den tiden till ungefär 4 procent 2014. Denna politik ansågs vara förenlig med en inflation kring 2 procent 2013–2015. Skälet till att jag återkommer till den prognosen är att för-

modligen ingen skulle ifrågasätta att Konjunkturinstitutet är en seriös och kompetent prognosmakare – och knappast kan anklagas för att medvetet sprida "falska framtidsbilder". Som jag konstaterade var ju Konjunkturinstitutets prognos inte heller på något sätt unik, utan speglade väl hur prognosmakare i allmänhet såg på läget.

Den som menar sig ha förutsett dagens låga inflation redan när räntan började höjas 2010 måste alltså ha varit betydligt mer insiktsfull än alla svenska och utländska konjunkturbedömare. Jag skulle nog snarare vilja hävda att detta i stället är en utmärkt illustration av att det faktiskt har hänt saker i ekonomin, som helt enkelt inte kunnat förutsägas och som pressat ned inflationen på ett oväntat sätt.

Oväntad internationell konjunkturförsvagning 2011 och ännu lägre inflation 2013–2014

Jag skulle vilja ge exempel på två tillfällen de senaste åren då utvecklingen blivit en annan än den väntade. Det första är den avmatning i den internationella konjunkturen som blev uppenbar under andra halvåret 2011. De globala tillväxtutsikterna försämrades då i samband med att oron för statsskuldproblemen i USA och euroområdet ökade. Osäkerheten om framtiden ledde till ökad pessimism hos hushåll och företag och fick även genomslag på de finansiella marknaderna. Mot slutet av året fanns det tydliga tecken på att tillväxten även i den svenska ekonomin bromsat in, bland annat för att efterfrågan på svenska exportvaror minskat. I diagram 7 framgår hur Riksbanken och andra bedömare reviderade ned sina prognoser för den svenska exportökningen 2012 under andra halvåret 2011.

Det andra tillfället är när inflationen började falla från redan ganska låga nivåer under senare delen av 2013 och början av 2014. Det handlade om en rad av negativa inflationsövertäckningar som indikerade att det underliggande inflationstrycket i ekonomin hade sjunkit. Exempelvis har inflationen en tid framstått som ovanligt låg i förhållande till ökningen i arbetskostnaderna per producerad enhet (se diagram 8). Även senare har inflationen blivit överraskande låg, senast i september. I diagram 9 visas hur prognoserna för KPIF-inflationen 2014 har reviderats ned från en bit över 1 procent till ungefär 0,5 procent.

Det framgår av de här båda exemplen att det är den allmänna bilden som ändrats, inte Riksbanken som plötsligt insett något som alla andra redan sedan länge har insett. Att inflationen blivit överraskande låg är ju för övrigt inte något som enbart vi i Sverige har att brottas med, utan det är i hög grad ett internationellt fenomen.

"Riksbanken har sent omsider förstått att politiken varit felaktig och svängt 180 grader"

Den sista delen av kritiken går ut på att Riksbanken sent omsider insett att den hela tiden varit fel ute och därför svängt 180 grader. Även detta har jag redan delvis indirekt bemött.

Låt mig, för att kunna göra de poänger jag tänkt göra, beskriva hur jag rent principiellt ser på den politik som Riksbanken bedrivit. På samma sätt som man i den vanliga tankeramen för flexibel inflationsmålpolitik i vissa lägen kan behöva göra en avvägning mellan att stabilisera inflationen och att stabilisera konjunkturen kan man ibland också, som jag ser det, behöva väga in olika ris-

ker i bedömningen. Den risk som Riksbanken i viss mån har vägt in har alltså handlat om att en alltför snabb och ihållande uppgång i bostadspriser och skulder kan ge bakslag framöver, och då potentiellt medföra stora problem både för den allmänna ekonomiska utvecklingen och för penningpolitiken.

Att luta sig mot vinden är en fråga om grader – inte antingen-eller

Men det är viktigt att inse att det handlar om just en avvägning. Att man låter risker av det här slaget påverka räntebesluten innebär inte att man negligerar de traditionella penningpolitiska målen. Dels är ju själva syftet med att försöka hantera riskerna att åstadkomma en hållbar stabilisering av inflationen och konjunkturen, genom att undvika, eller i varje fall mildra, framtida dramatiska korrigeringar nedåt av bostadspriserna och skuldsättningen. Men i det här ingår också att inflationen och konjunkturen på kortare sikt – under den vanliga prognosperioden – spelar stor roll för besluten.

En penningpolitik som lutar sig mot vinden är således precis som det mesta i den övriga ekonomiska politiken en fråga om grader. Det är inte så att man – vilket man ibland får intryck av i den debatt som förs – endera avstår helt från att luta sig mot vinden eller lutar sig mot vinden till hundra procent och struntar i allt annat. Det är alltså ingen 0–1-variabel. Som jag har förklarat har Riksbankens politik de senaste åren gått ut på att *samtidigt* stödja återhämtningen och få inflationen att stiga mot målet *och* i viss mån väga in risker som kan utgöra ett hot mot hållbarheten i utvecklingen.

När det sker saker i ekonomin påverkas förstås den här avvägningen. Som jag nyss konstaterade har inflationen sedan en tid tillbaka blivit lägre än vad Riksbanken och andra bedömare räknat med, och den har nu understigit målet under ganska lång tid. Dessutom har de långsiktiga inflationsförväntningarna sjunkit. Dessa är visserligen bara några tiondelar under målet på 2 procent, men trenden har varit nedåtriktad under en tid (se diagram 10). Eftersom grunden i en inflationsmålpolitik är att de långsiktiga inflationsförväntningarna är förankrade vid målet har den här utvecklingen gjort det än mer angeläget att prioritera att få upp inflationen. Kostnaden för att väga in risker genom att hålla räntan lite högre har med andra ord ökat.

Det är mot den här bakgrunden som Riksbankens gradvisa sänkning av reporäntan ned till noll ska ses. Det handlar alltså om en anpassning av politiken till *ändrade förhållanden* och inte om en 180-graders sväng till följd av en plötslig insikt om att den politik som bedrivits skulle ha varit felaktig från början.

Kritik även från annat håll

Men sänkningen av reporäntan ned till noll har inte bara kritiserats för att vara en senfärdig "omvändelse under galgen". Den har också fått kritik från annat håll. Det finns de som menar att Riksbankens försök att ta hänsyn till risker med skuldsättningen och bostadspriserna hela tiden har varit välgrundade, och att en mycket låg ränta under lång tid är riskabel – det är som att "kasta bensen på en brasa".²⁰

Det är tveklöst så att läget när det gäller bostadsmarknaden och hushållens skulder blir mer problematiskt ju lägre räntan är, och ju längre tid den är låg. Ändå menar jag att Riksbanken har fattat rätt beslut och att det inte funnits något egentligt val att agera annorlunda. När allt kommer omkring är en centralbanks huvuduppgift att upprätthålla förtroendet för prisstabiliteten och

²⁰ Se till exempel Malmqvist (2014), Svenska Dagbladet (2014b, 2014c) och Mitelman (2014).

■ när det finns risk för att detta börjar svikta – när den vågskålen börjar bli allt tyngre – finns ingen annan möjlighet än att ge en snabbare återgång till inflationsmålet högsta prioritet. Även om riskerna med skulder och bostadspriser är lika stora som förut, eller till och med har ökat till följd av räntesänkningarna, så har problemen förknippade med den låga inflationen blivit *relativt sett* viktigare. Men det är oundvikligen så att detta lägger ett större ansvar på andra myndigheter och politikområden när det gäller att hantera utvecklingen av hushållens skulder och bostadspriserna.

Jag tycker att det hur som helst är viktigt att notera att även kritik från det här hållet alltså finns – som en motvikt till uppfattningen att i princip allt vad Riksbanken har gjort de senaste åren, i synnerhet lutandet mot vinden, har varit fel, obefogat och skadligt.

Mina viktigaste budskap

Låt mig avsluta med att sammanfatta mina viktigaste budskap. Syftet med min genomgång har varit att slå hål på flera föreställningar om hur svensk penningpolitik bedrivits de senaste åren och vad resultatet har blivit. En sak jag hoppas ha gjort klart är att det inte är rimligt att betrakta skillnaden mellan vad reporäntan faktiskt varit de senaste åren och en fiktiv ränteutveckling på 0,25 procent sedan juli 2009 som ett mått på hur mycket Riksbanken har lutat sig mot vinden. Det är en ganska märklig efterhandskonstruktion. Ändå baseras alltså mycket av kritiken på just detta antagande, exempelvis påståendet att Riksbankens politik att luta sig mot vinden efter krisen har kostat 60 000 jobb. Som jag visat var den allmänna synen hos prognosmakarna vid tiden när reporäntan hade höjts till 2 procent att det skulle bli nödvändigt att *fortsätta* att höja räntan – och detta av traditionella penningpolitiska skäl. Höjningen från 0,25 till 2 procent uppfattades således inte som särskilt märklig eller motiverad enbart av oro för hushållens skulder.

Jag hoppas också ha övertygat er om att den låga inflationen i Sverige idag inte avspeglar en ekonomi som utvecklats mycket dåligt sedan krisen till följd av en missriktad stram penningpolitik. Den svenska ekonomin har tvärtom utvecklats förhållandevis väl och har definitivt inte befunnit sig i ett deflationistiskt tillstånd drivet av en svag realekonomi. Fokus för den penningpolitik som bedrivits efter krisen har hela tiden varit att ge stöd till återhämtningen och få upp inflationen mot målet. Hänsyn till risker med utvecklingen av hushållens skulder och bostadspriserna har funnits med i bedömningen men har aldrig varit något huvudnummer.

Att inflationen blivit låg reflekterar i hög grad att det, som det alltid gör, har hänt saker under resans gång som varit svåra att prognostisera. Viktiga exempel är avmattningen av den internationella konjunkturen, som blev uppenbar under andra halvåret 2011, och fallet i inflationen under slutet av 2013 och början av 2014. Att det här var händelseförlopp som var svåra att förutsäga – och inte något som alla utom Riksbanken var medvetna om i förväg – kan man lätt verifiera genom att kontrollera hur prognosmakare överlag såg på utvecklingen vid den här tiden. Det är därmed, menar jag, ganska tydligt att dagens låga inflation inte är en logisk och förutsägbar konsekvens av att reporäntan inte blev kvar på 0,25 procent efter krisen.

Som jag konstaterade inledningsvis pågår en internationell debatt om i vilken mån centralbankernas styrräntor bör användas som ett komplement till makrotillsynsåtgärder för att försöka förhindra att utlåning och bostadspriser stiger

- alltför snabbt, eller mer generellt för att motverka uppbyggnaden av finansiella obalanser. Detta är en viktig diskussion och det vore mycket olyckligt om kritikernas alarmistiska men felaktiga slutsats av de svenska erfarenheterna, som kan sammanfattas ungefär som "don't try this at home – you may burn down your house", skulle bli en sanning i den debatten.

Det är viktigt att penningpolitiken utvärderas. Men en förutsättning för att man ska dra rätt slutsatser är att utvärderingen baseras på en korrekt beskrivning av vad som faktiskt skett. Den senaste tidens kritik har, menar jag, fjärrmat sig långt ifrån en sådan.

Referenser

Adrian, Tobias och Liang, Nellie (2014), Monetary Policy, Financial Conditions, and Financial Stability. Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 690, September 2014.

Andrén Meiton, Louise (2014), Krugman tror att Fed håller räntan två år till. Svenska Dagbladet, 24 januari.

Blanchard, Olivier (2014), Where Danger Lurks. *Finance and Development* 51(3), September 2014. International Monetary Fund.

Blanchard, Olivier, Dell'Ariccia, Giovanni och Mauro, Paolo (2013), Rethinking Macro Policy II: Getting Granular. IMF Staff Discussion Note 13/03. International Monetary Fund.

Borio, Claudio (2014), Central-Banking Post Crisis: What Compass for Uncharted Waters? I Goodhart, Charles, Gabor, Daniela, Vestergaard, Jakob och Ertürk, Ismail (red.), *Central Banking at a Crossroads: Europe and Beyond*. Anthem Press, London.

Carney, Mark (2013), Monetary Policy After the Fall. Anförande vid University of Alberta 1 maj 2013. Bank of Canada.

Financial Times (2014), Sweden slides further into deflation, October 14.

IMF (2011), Sweden: 2011 Article IV Consultation. IMF Country Report No. 11/171, July 2011.

Jansson, Per (2014), Hur stoppar vi trenden i hushållens skulder? Ett arbete på flera fronter. *Ekonomisk Debatt* nr. 3, 2014.

Jordà, Oscar, Schularick, Moritz och Taylor, Alan M. (2013), When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles, and Crises. *Journal of Money, Credit and Banking* 45(s2).

Konjunkturinstitutet (2011), Konjunkturläget Juni 2011.

Krugman, Paul (2014a), Sweden Turns Japanese. The Opinion Pages, The New York Times, April 20.

Krugman, Paul (2014b), Apologizing to Japan. The Opinion Pages, The New York Times, October 30.

Malmqvist, Peter (2014), Låg ränta bäddar för överhettning. Svenska Dagbladet Opinion, 19 juli.

Mian, Atif och Sufi, Amir (2014), *House of Debt*. University of Chicago Press.

Mitelman, Henrik (2014), Nu blir Ingves börsens bästis. Dagens industri, 29 oktober.

Münchau, Wolfgang (2014), What central banks should do to deal with bubbles. Column, Financial Times, July 13.

OECD (2011), OECD Economic Outlook, No. 89, May 2011.

■ Schularick, Moritz och Taylor Alan M. (2012), Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008. *American Economic Review* 102(2).

Smets, Frank (2013), Financial Stability and Monetary Policy: How Closely inter-linked? Penning- och valutapolitik 2013:3. Jubileumsnummer.

Stein, Jeremy C. (2013), Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses. Anförande vid "Restoring Household Financial Stability after the Great Recession: Why Household Balance Sheets Matter", forsknings-symposium sponsrat av Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis, Missouri.

Summers, Lawrence (2014), Washington Must Not Settle for Secular Stagnation. *Financial Times*, 5 January.

Svenska Dagbladet (2014a), Krugman har fel om svensk bubbla. Intervju med Lars Svensson, SvD Näringsliv, 14 januari.

Svenska Dagbladet (2014b), "Nollränta är som att kasta bensin på en brasa". SvD Näringsliv nätupplagan, 31 oktober.

Svenska Dagbladet (2014c), "Riksbanken bäddar för kris". Intervju med Lars Jonung, SvD Näringsliv, 7 november.

Svensson, Lars E. O. (2014), Inflation Targeting and "Leaning against the Wind". *International Journal of Central Banking* 10(2), June 2014.

Visco, Ignazio (2014), The challenges for central banks. *Central Banking Journal* Volume XXV, August.

Wolodarski, Peter (2009), Iskallt uppdrag. Signerad ledare, Dagens Nyheter, 27 december.

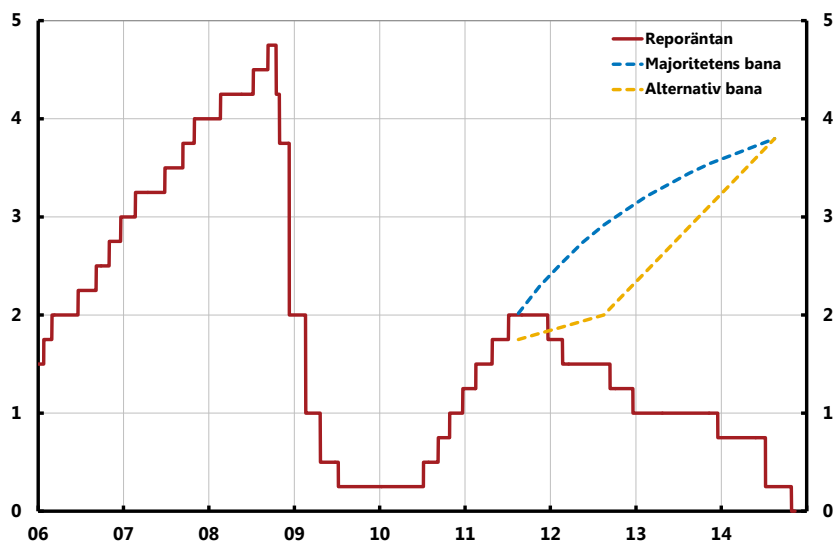
Wolodarski, Peter (2014), Noll rätt för Riksbanken de senaste åren. Söndagskrönika, Dagens Nyheter, 2 november.

Woodford, Michael (2012), Inflation Targeting and Financial Stability. NBER Working Paper No. 17967.

Yellen, Janet L. (2014), Monetary Policy and Financial Stability. Anförande vid The 2014 Michel Camdessus Central Banking Lecture. International Monetary Fund, 2 juli.

■ Diagram 1. Reporäntebanor vid det penningpolitiska mötet i juli 2011

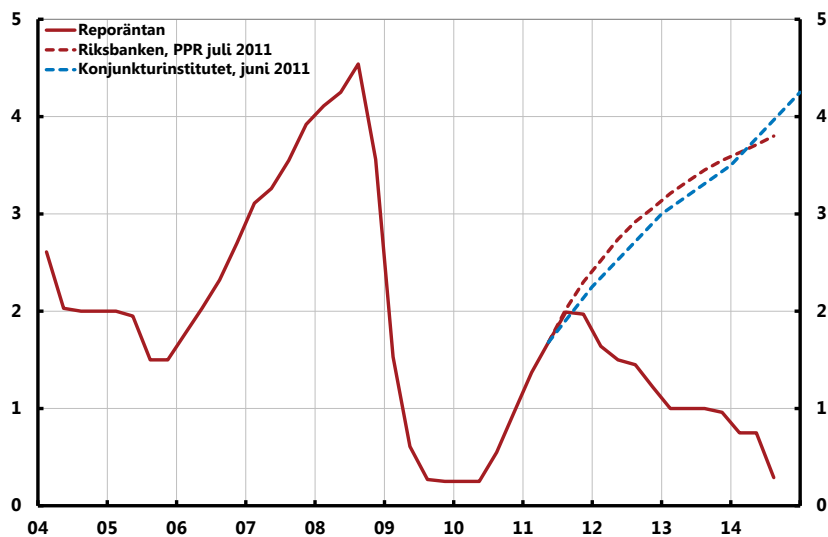
Procent



Källa: Riksbanken

Diagram 2. Riksbankens och Konjunkturinstitutets reporäntebana sommaren 2011

Procent

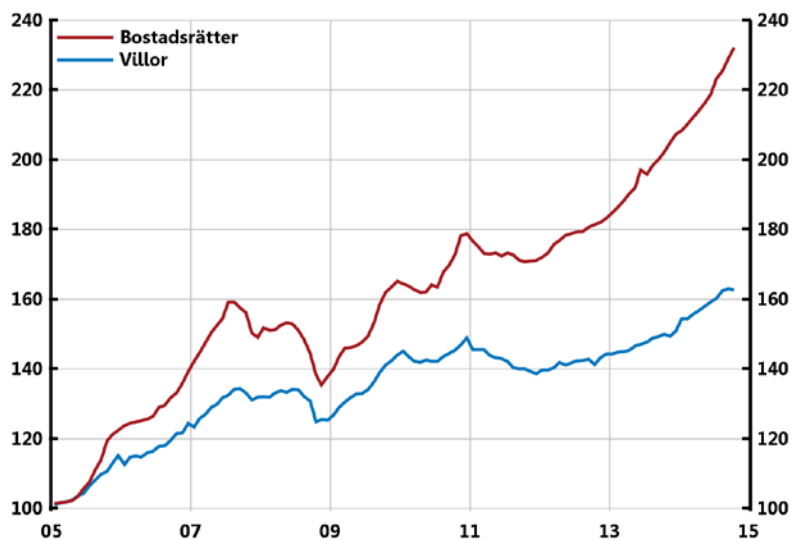


Anm. Reporäntan och Riksbankens prognos avser kvartalsmedelvärden. Konjunkturinstitutets prognos avser reporänta vid årets slut.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

Diagram 3. Prisutveckling villor och bostadsrätter

Index januari 2005=100



Källa: Valueguard

Diagram 4. Utlåning till svenska hushåll

Årlig procentuell förändring

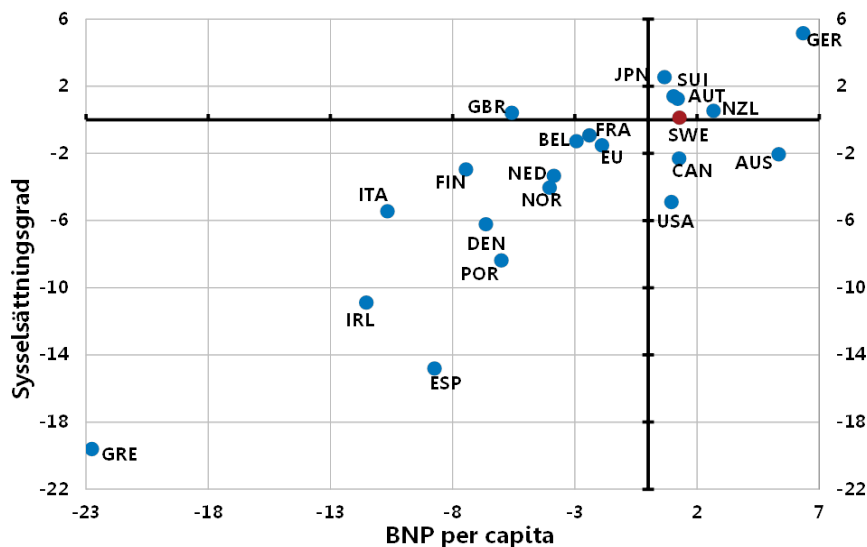


Anm. Avser MFI:s utlåning till svenska hushåll inkl. HIO (hushållens icke-vinstdrivande organisationer), med bostad som säkerhet, justerat för omklassificeringar samt köpta och sålda lån.

Källa: SCB

Diagram 5. BNP per capita och sysselsättningsgrad jämfört med före krisen

Förändring i procent 2007–2013 respektive 2008Q1–2014Q2

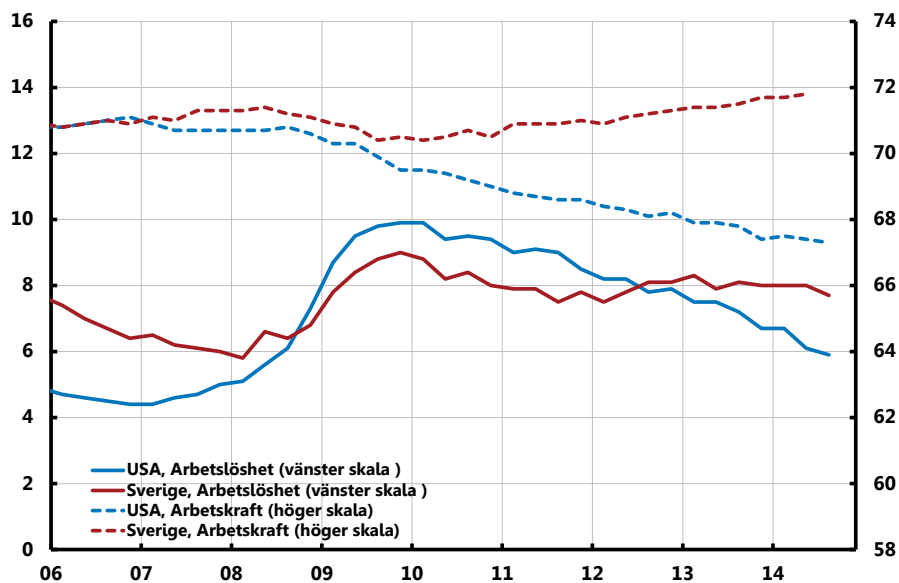


Anm. BNP per capita, årsdata, konstanta 2005 års USD (justerad för köpkraftsparitet), 2007–2013; Sysselsättningsgrad, 15–64 år, 2008Q1–2014Q2. Säsongsrensade data.

Källor: OECD och World Bank WDI

Diagram 6. Arbetslöshet och arbetskraft i Sverige och USA

Procent av arbetskraften respektive procent av befolkningen

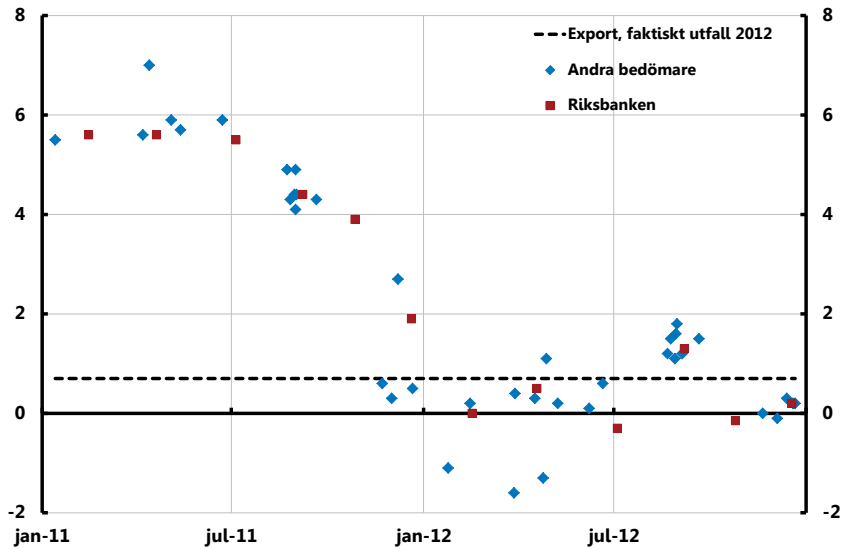


Anm. Avser 15-74 år. Säsongsrensade data.

Källor: Eurostat och OECD

Diagram 7. Prognoser 2011-2012 för exportökningen 2012

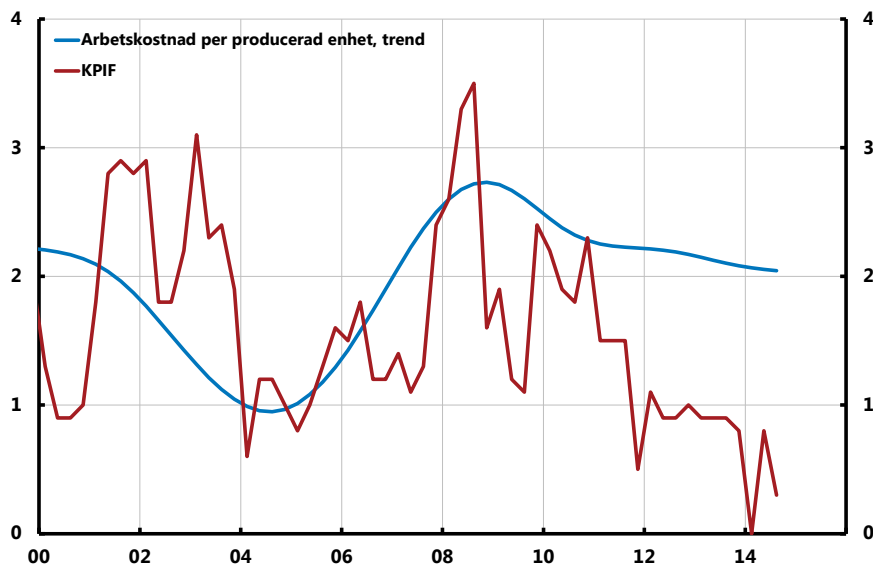
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt



Källor: Respektive bedömare (6 stycken), SCB och Riksbanken

Diagram 8. KPIF och trend i enhetsarbetskostnaden

Årlig procentuell förändring

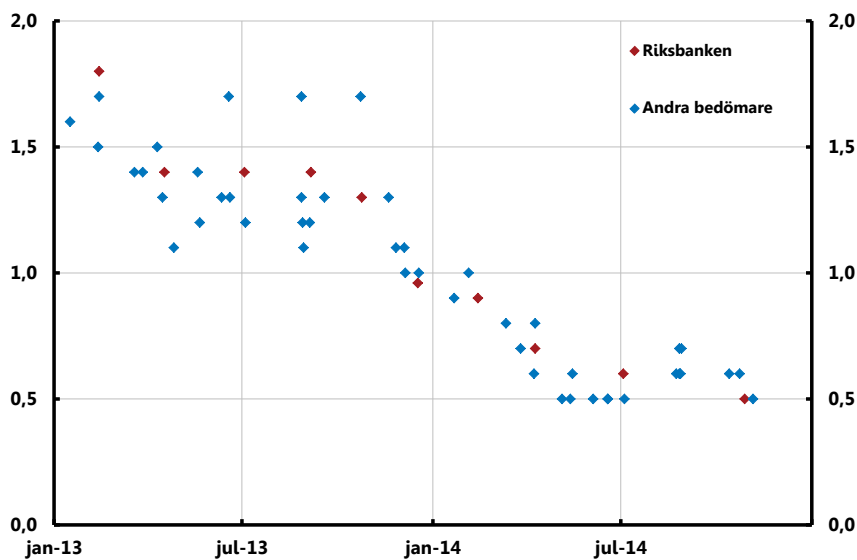


Anm. Trenden är beräknad med ett HP-filter ($\lambda=1600$) på en serie som förlängts med Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 9. Prognoser 2013-2014 för KPIF-inflationen 2014

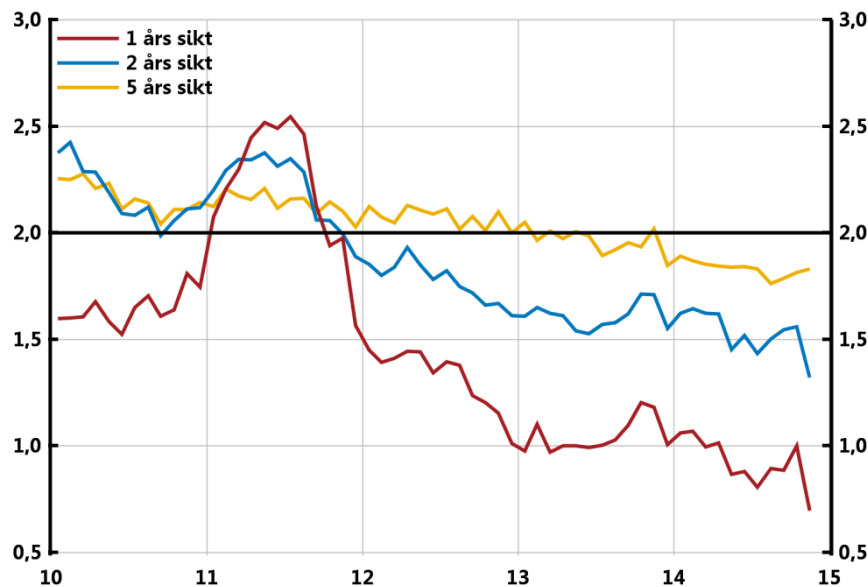
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt



Källor: Respektive bedömare (8 stycken) och Riksbanken

Diagram 10. Inflationsförväntningar, penningmarknadens aktörer

Årlig procentuell förändring



Källa: TNS Sifo Prospera