



Underlag för utvärdering av penning- politiken

2006-2008

Inledning

Riksbanken är en myndighet under riksdagen med ansvar för penningpolitiken i Sverige. Sedan 1999 har Riksbanken en självständig ställning gentemot riksdag och regering. Det innebär att de sex medlemmarna i Riksbankens direktion fattar beslut i penningpolitiska frågor utan att söka eller ta emot instruktioner. Någon annan myndighet får inte heller bestämma hur Riksbanken ska besluta i frågor som rör penningpolitiken.

Hur Riksbanken genomför det uppdrag som delegerats till den följs upp på olika sätt av riksdagen. Bland annat ska riksdagens finansutskott varje år pröva om riksbanksfullmäktige och direktionen kan beviljas ansvarsfrihet för sin förvaltning under det gångna verksamhetsåret. På eget initiativ granskar och utvärderar också finansutskottet varje år den penningpolitik som Riksbanken fört under de närmast föregående åren. Riksbanken sammanställer och publicerar ett underlag för denna utvärdering.

Underlaget för utvärderingen av penningpolitiken ingick tidigare i den första penningpolitiska rapporten (före detta inflationsrapporten) varje år. Denna rapport var en av de skriftliga redogörelser om penningpolitiken som Riksbanken enligt riksbankslagen årligen ska lämna till finansutskottet. Som en följd av den utvärdering av den svenska penningpolitiken som genomfördes 2006 har finansutskottet kommit fram till att den första skriftliga redogörelsen från och med 2008 bör vara en fristående rapport som innehåller underlaget för utvärderingen av penningpolitiken.

Det material Riksbanken sammanställer är ett underlag för utvärdering – inte en utvärdering i sig. Det innebär däremot inte att det endast är en ren sammanställning av siffror. Underlaget innehåller även analyser av utfall, prognoser och händelseförlopp. Riksbanken bedömer att de som utvärderar penningpolitiken bör få bankens tolkningar av materialet. Det står sedan finansutskottet, och andra som vill utvärdera materialet, fritt att dela Riksbankens slutsatser eller göra andra tolkningar.

Rapporten är upplagd på följande sätt: Kapitel 1 diskuterar principiella aspekter på utvärderingar av penningpolitik. Kapitel 2 beskriver övergripande den allmänna ekonomiska utvecklingen 2006-2008 internationellt och i Sverige. I kapitel 3 beskrivs och analyseras utfallet 2008 för inflationen och den realekonomiska utvecklingen i Sverige mer i detalj. I kapitel 4 presenteras Riksbankens och andra prognosmakares prognoser för utvecklingen 2008. Kapitel 5, slutligen, redovisar de penningpolitiska besluten 2006-2008 och motiven bakom dessa.

Underlag för utvärdering av penningpolitiken finns tillgänglig på Riksbankens webbplats www.riksbank.se. Där går det att utan kostnad beställa en tryckt version av rapporten eller ladda ned den i pdf-format.

För att prenumerera på rapporten kontakta Riksbanken.

E-post: kontorsservicecenter@riksbank.se

Adress: Sveriges riksbank 103 37 Stockholm

Telefon: 08-787 00 00

Mer information om Riksbanken finns på: www.riksbank.se

Penningpolitiken i Sverige

PENNINGPOLITISKT MÅL

Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen "att upprätthålla ett fast penningvärde". Riksbanken har preciserat detta mål till att inflationen, mätt som årlig procentuell förändring av konsumentprisindex (KPI), ska vara två procent. Kring målet på två procent har Riksbanken satt upp ett toleransintervall på plus/minus en procentenhet. Intervallet markerar att det inte står i penningpolitikens makt att uppnå målet exakt hela tiden. Det markerar samtidigt att alltför stora avvikelser inte kan accepteras om målet ska behålla sin trovärdighet.

PENNINGPOLITISK STRATEGI¹

- Penningpolitiken vägleds, utöver KPI, av olika mått på "underliggande inflation". Det finns dock inte något enskilt inflationsmått som vid varje tidpunkt alltid visar vilken penningpolitik som behövs.
- Penningpolitiken inriktas normalt på att inflationsmålet ska uppnås inom två år. Det beror bland annat på att penningpolitiken påverkar den ekonomiska utvecklingen med viss fördröjning. Tvåårshorisonten ger även Riksbanken utrymme att ta hänsyn till den real-ekonomiska utvecklingen (BNP-tillväxt, arbetslöshet, sysselsättning och så vidare).
- Riksbanken tar löpande hänsyn till förändringar i tillgångspriser och andra finansiella variabler i de penningpolitiska besluten.
- Riksbankens prognoser utgår ifrån antagandet att reporäntan utvecklas på ett sådant sätt att penningpolitiken kan betraktas som väl avvägd. I normalfallet innebär en väl avvägd penningpolitik att inflationen är nära inflationsmålet på två års sikt samtidigt som inflationen och den reala ekonomin inte uppvisar alltför stora svängningar. Det är samtidigt viktigt att påpeka att produktionens och sysselsättningens nivå på lång sikt inte påverkas av penningpolitiken utan styrs av andra faktorer som till exempel teknologi och tillgången på arbetskraft.
- Öppenhet och tydlighet i penningpolitiken är en förutsättning för att kunna kombinera trovärdighet för inflationsmålet med en flexibel tillämpning av målet på kort sikt.

BESLUTSPROCESSEN

Direktionen håller normalt sex penningpolitiska möten under ett år då man fattar beslut om reporäntan. I samband med tre av dessa möten publiceras en penningpolitisk rapport och i samband med de tre andra mötena publiceras en penningpolitisk uppföljning. Ungefär två veckor efter varje penningpolitiskt möte publiceras ett protokoll där det går att följa den diskussion som ledde fram till det aktuella räntebeslutet och se hur de olika direktionens ledamöterna argumenterade och röstade.

PRESENTATION AV RÄNTEBESLUT

- Räntebeslutet presenteras i ett pressmeddelande kl. 9.30 dagen efter det penningpolitiska mötet.
- Presskonferens hålls dagen efter det penningpolitiska mötet.

¹ En utförlig beskrivning av den penningpolitiska strategin finns i pdf-format och som tryckt publikation att beställa på Riksbankens webbplats www.riksbank.se under rubriken Penningpolitik/Prisstabilitet.

Innehåll

- Sammanfattning 5
- KAPITEL 1 – Om att utvärdera penningpolitik 7
- KAPITEL 2 – Den allmänna ekonomiska utvecklingen 2006–2008 11
- KAPITEL 3 – Utfallet 2008 17
- KAPITEL 4 – Prognoserna 2006–2008 23
- KAPITEL 5 – Penningpolitiken 2006–2008 33

■ Sammanfattning

För Riksbanken står inflationsmålet i centrum då penningpolitiken formuleras. Målet är att den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent. Kring målet finns ett toleransintervall på plus/minus 1 procentenhet. Detta är till för att markera att det inte står i penningpolitikens makt att uppnå målet exakt hela tiden, men också att Riksbanken inte kan acceptera alltför stora avvikelser om målet ska behålla sin trovärdighet.

Normalt inriktas penningpolitiken på att uppnå inflationsmålet på ett par års sikt om en avvikelse inträffat. Ett skäl till detta är att penningpolitiken verkar med fördröjning. Ytterligare ett skäl är att Riksbanken därmed både kan sträva efter att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och bidra till att dämpa fluktuationerna i realekonomin (tillväxt, arbetslöshet, sysselsättning och så vidare). En väl avvägd penningpolitik innebär i normalfallet att inflationen är nära inflationsmålet på ett par års sikt samtidigt som inflationen och den reala ekonomin inte uppvisar alltför stora svängningar.

Penningpolitiken är med nödvändighet framåtblickande och baseras på prognoser för den ekonomiska utvecklingen. En utvärdering av penningpolitiken bör analysera såväl hur väl Riksbanken når målet som hur träffsäkra prognoserna är. Fokus i denna utvärdering riktas därför främst på utfallet 2008 och omfattar de prognoser för 2008 som gjordes 2006-2008.

Under 2006 och 2007 såg Riksbanken framför sig en gynnsam konjunktur med hög men avtagande tillväxt och stigande inflation. Den övergripande penningpolitiska avvägningen under denna period handlade om i vilken takt reporäntan borde höjas för att i ljuset av ett gradvis högre kostnadstryck och resursutnyttjande säkra en inflation i linje med målet på ett par års sikt. Reporäntan höjdes successivt från 1,5 procent vid ingången av 2006 till 4 procent i slutet av 2007.

Från sista kvartalet 2007 och under större delen av 2008 pressades inflationen upp av framförallt kraftigt ökade priser på energi och livsmedel. Samtidigt hade tillväxten börjat dämpas både i Sverige och i omvärlden, inte minst till följd av en ökad turbulens på de internationella finansiella marknaderna. De penningpolitiska övervägandena under de tre första kvartalen 2008 handlade om att hantera dessa motstridiga krafter – å ena sidan ett stigande inflationstryck och å andra sidan en svagare konjunktur. För att hindra den höga inflationen från att bita sig fast fortsatte Riksbanken höja räntan till 4,75 procent i september 2008.

I mitten av september 2008 förvärrades den globala finansiella krisen dramatiskt vilket förändrade förutsättningarna för penningpolitiken. Den redan pågående konjunkturedgången fördjupades snabbt. I kombination med lägre priser på olja och andra råvaror talade detta för att inflationstrycket skulle bli betydligt lägre framöver. Den konflikt som tidigare funnits mellan stabiliseringen av den reala ekonomin och stabiliseringen av inflationen fanns därför inte längre. För att klara inflationsmålet och för att mildra effekterna av den finansiella krisen på den reala ekonomin sänkte Riksbanken reporäntan kraftigt i slutet av 2008. I tre steg sänktes räntan till 2 procent i december.

Årsgenomsnittet för inflationen mätt som förändringen av KPI var 3,4 procent under 2008. Bakom den höga genomsnittssiffran döljer sig ett förlopp där inflationen först steg från strax över 3 procent i januari till 4,4 procent i september, för att sedan falla mycket snabbt under slutet av året. Inflationen 2008 underskattades i de prognoser som Riksbanken gjorde 2006 och 2007. När det gäller BNP 2008 överskattades däremot tillväxten i de prognoser som gjordes 2006 och 2007. Att inflationen underskattades beror framförallt på att Riksbanken inte förutsåg den snabba ökningen av energi- och livsmedelspriserna. Att tillväxten överskattades förklaras till stor del av den internationella finansiella oron som gradvis fick allt större spridning och även påverkade den svenska utvecklingen.

■ KAPITEL 1 – Om att utvärdera penningpolitik

Utvärderingar av penningpolitiken är viktiga av flera skäl. Riksbanken har getts en självständig ställning och en god insyn och regelbundna utvärderingar är nödvändiga för att behålla legitimiteten för Riksbankens verksamhet. Att penningpolitiken har ett folkligt stöd är grundläggande för att den ska fungera väl. Utvärderingar av penningpolitiken är även centrala för att Riksbanken ska kunna utveckla den penningpolitiska analysen på bästa sätt.

Penningpolitikens mål och möjligheter

Utvärderingar av penningpolitiken bör ta sin utgångspunkt i vad penningpolitiken faktiskt kan åstadkomma. Penningpolitiken kan säkra en inflation som över ett antal år är väl i linje med inflationsmålet. Penningpolitiken kan också bidra till att *stabilisera* utvecklingen av realekonomin (BNP-tillväxt, arbetslöshet, sysselsättning och så vidare). Såväl tidigare erfarenheter som ekonomisk teori har visat att penningpolitiken däremot inte kan användas för att åstadkomma en bestående högre *nivå* på sysselsättning eller tillväxt i ekonomin. Detta var ett av skälen till att man i arbetet med riksbankslagen kom fram till att det skulle vara olämpligt för Riksbanken att utöver målet om prisstabilitet ha ett explicit mål för till exempel BNP-tillväxt eller sysselsättning.

Riksbanken har ett inflationsmål som säger att den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent. Ett naturligt sätt att utvärdera penningpolitiken är att undersöka hur inflationsutfallet förhåller sig till inflationsmålet. Det finns då några faktorer man bör ha i minnet vid en sådan analys.

■ ■ Med facit i hand

Kring inflationsmålet på 2 procent har Riksbanken formulerat ett toleransintervall på plus/minus 1 procentenhet. Ett av syftena med denna formulering är att poängtera att penningpolitiken inte har sådan precision att det går att garantera att priserna i ekonomin vid varje tidpunkt är exakt 2 procent högre än ett år tidigare.

Penningpolitik bedrivs under stor osäkerhet. För det första är det svårt att i utgångsläget fastställa vilket tillstånd ekonomin befinner sig i. Det beror bland annat på att statistiken över den ekonomiska utvecklingen publiceras med en viss eftersläpning och kan revideras i efterhand. För det andra har vi inte fullständig kunskap om hur de ekonomiska sambanden ser ut och hur dessa förändras över tiden. Bland annat är det osäkert hur lång tid det tar för penningpolitiken att verka och hur stor effekt penningpolitiska förändringar har på ekonomin. För det tredje, under den tid det tar för förändringar av styrräntan att få full effekt på inflationen och produktionen hinner dessutom ekonomin påverkas av nya och oväntade händelser. Den inflation och produktion som observeras kommer därför att ha påverkats av händelser som inte varit möjliga att förutse när de penningpolitiska besluten togs.

Att utvärdera penningpolitiken med facit i hand är därför inte helt enkelt. En jämförelse av utfall och de prognoser besluten baserades på ger inte hela bilden. Det viktiga är att undersöka om analysen och räntebesluten var rimliga givet den information som fanns tillgänglig vid beslutstillfällena.

■ ■ Inte bara inflationen

För Riksbanken står inflationsmålet i centrum då penningpolitiken formuleras eftersom riksbankslagen föreskriver att målet för Riksbankens verksamhet skall vara att upprätthålla ett fast penningvärde. Men hur snabbt ska målet nås om inflationen avviker från målet på grund av någon störning? Normalt inriktas Riksbankens penningpolitik på att uppnå inflationsmålet på ett par års sikt. Ett skäl till det är att penningpolitiken verkar med fördröjning. Ett annat är att Riksbanken genom att sikta på den horisonten kan bidra till att dämpa fluktuationerna i realekonomin samtidigt som trovärdigheten för inflationsmålet bevaras. Anta att en störning, till exempel en betydande höjning av oljepriset, har medfört att inflationen drivits upp samtidigt som produktionen dämpats kraftigt. Om penningpolitiken i ett sådant fall inriktas på att höja räntan kraftigt för att snabbt få ned inflationen till målet riskerar det att ske på bekostnad av utvecklingen av produktionen som då dämpas ytterligare. Genom att inte ha ambitionen att föra tillbaka inflationen till målet så fort som möjligt skapas ett utrymme att bedriva penningpolitiken så att svängningarna i realekonomin dämpas. Hur lång tid det bör ta att föra tillbaka inflationen till målet beror bland annat på hur stor och hur varaktig störningen i oljepriset är. För Riksbanken innebär en väl avvägd penningpolitik i normalfallet att inflationen är nära inflationsmålet på ett par års sikt samtidigt som inflationen och den reala ekonomin inte uppvisar alltför stora svängningar.

Vilken typ av störning som påverkat ekonomin är avgörande för de penningpolitiska besluten. Höjningen av oljepriset ovan är ett exempel på en så kallad utbudsstörning. Vid den typen av störningar kan det uppstå en konflikt mellan inflationsmålet och ambitionen att dämpa svängningarna i realekonomin. Om störningen däremot i första hand uppstår i efterfrågan i ekonomin uppkommer inte någon sådan konflikt. Om till exempel omvärldens efterfrågan på svenska produkter ökar stiger vanligtvis både produktionen och inflationen. En höjning av styrräntan bidrar i detta fall till att stabilisera båda dessa variabler. En väl avvägd penningpolitik bör alltså inte bara beakta hur stor och varaktig störningen är, utan även vilken typ av störning det handlar om.

För att kunna utvärdera den penningpolitik som har bedrivits under ett visst år är det viktigt att tänka på dessa avvägningar. Att inflationen har tillåtits avvika från målet kan bero på att penningpolitiken varit dåligt utformad. Men det kan också ha varit en del av en medveten strategi från Riksbankens sida för att också kunna balansera produktion och sysselsättning. Riksbanken bör då tydligt ha hänvisat till sådana överväganden i sin kommunikation.

■ ■ Penningpolitik baseras på prognoser

Normalt tar det tid innan inflation, produktion, sysselsättning med mera reagerar på förändringar av centralbankernas styrräntor. Effekten kommer gradvis och hur lång tid det tar innan den största effekten av penningpolitiken uppnåtts är svårt att mäta exakt. En vanlig uppskattning är att den största effekten kommer på ett par års sikt. Det är ett av skälen till att en effektiv inflationsmålspolitik måste bygga på prognoser för den ekonomiska utvecklingen – bland annat av inflationen, reporäntan och resursutnyttjandet – trots att sådana prognoser alltid är osäkra. I praktiken betyder detta att vid varje beslutstillfälle väljs en prognos på räntebanan som innebär att prognosen för inflationen och för realekonomin "ser bra ut". Att det "ser bra ut" innebär att inflationsprognosen närmar sig inflationsmålet och resursutnyttjandet närmar sig normal nivå på ett par års sikt samt att prognosen för inflationen och realekonomin innebär en rimlig kompromiss mellan att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och att stabilisera realekonomin.

Eftersom penningpolitiken baseras på prognoser, blir prognosernas träffsäkerhet en viktig del i en utvärdering av penningpolitiken. En naturlig utgångspunkt för utvärdering är således att jämföra utfallet för inflationen det år utvärderingen avser med de prognoser för inflationen Riksbanken gjorde upp till två år tidigare. De prognoserna låg till grund för de räntebeslut som fattades då, beslut som alltså påverkade inflationen under det år som utvärderas.

■ ■ Vad är en bra prognos?

Vilka krav kan ställas på en centralbanks prognoser? Svaret är inte helt självklart. Praktiskt prognosarbete är förknippat med ett antal svårigheter varav många bottnar i den naturliga osäkerheten i prognoserna. Ekonomin påverkas ständigt av oväntade störningar som inte går att förutsäga. Det gör att prognoserna alltid kommer att slå mer eller mindre fel. Att analysera hur träffsäker en prognos är ett enskilt år ger på så vis begränsad information. Ett stort prognosfel kan indikera att prognosen var dålig men det kan också vara en följd av att en störning inträffade som inte gick att förutse. Ett rimligt krav på prognosens träffsäkerhet är att eventuella prognosfel beror på störningar och annat som inte kunde förväntas vid prognostillfället.

Ett rimligt krav är också att en centralbanks prognoser i genomsnitt inte har sämre träffsäkerhet än motsvarande prognoser från

andra konjunkturbedömare. Är centralbankens prognoser systematiskt sämre hade det uppenbarligen varit möjligt att göra bättre bedömningar. Det innebär också att det fanns bättre information tillgänglig som centralbanken hade kunnat utnyttja i sitt beslutsunderlag.

En rättvis jämförelse av träffsäkerheten i olika prognoser bör ta hänsyn till att prognoserna görs vid olika tidpunkter och att olika prognosmakare därför inte har samma informationsmängd. Ju närmare utfallsdatumet man kommer för den variabel som prognostiseras, desto mer information har prognosmakaren om hur variabeln har utvecklats och om störningar som inträffat. En jämförelse av prognosernas träffsäkerhet bör därför korrigeras för att prognoserna gjorts vid olika tillfällen. I den prognosjämförelse som görs i kapitel 4 används en metod som beaktar sådana skillnader i längden på prognoshorisonten.

För att kunna säga något mer bestämt om träffsäkerheten hos prognoser krävs en lång undersökningsperiod. Ekonomin utsätts ständigt för slumpmässiga störningar som gör att prognoser slår fel. Över en lång period tar sådana prognosfel ut varandra och i genomsnitt bör bra prognoser därför inte över- eller underskatta den faktiska utvecklingen. För kortare perioder kan det vara mer intressant att studera enskilda prognosfel i detalj för att försöka analysera vad dessa berodde på. En sådan analys är värdefull, men det går alltså inte att på basis av en sådan dra några slutsatser om den generella prognosförmågan. Analyser av kortare perioder behöver därför kompletteras med utvärderingar av längre perioder.²

Träffsäkerhet är visserligen en mycket viktig faktor, men det krävs även annat för att en prognos ska vara bra i penningpolitiska sammanhang. En bra prognos för till exempel inflationen bör vara inbördes konsistent med prognoserna för andra storheter, som till exempel BNP och sysselsättning, och drivkrafterna bakom prognosen bör förklaras på ett begripligt sätt. Varför ser prognosen ut som den gör? Hur påverkas prognosen av förändrade antaganden om till exempel BNP-tillväxten i omvärlden eller oljepriset? Vad är det för mekanismer som driver utvecklingen? För att en prognos ska fungera som en del i beslutsunderlaget för praktisk penningpolitik krävs även att sådana frågor kan belysas.

² För en sådan prognosutvärdering av Riksbankens prognoser se M. Andersson, G. Karlsson och J. Svensson "En utvärdering av Riksbankens prognosförmåga", *Penning- och valutapolitik*, Nr 3, 2007, Sveriges riksbank. Se även kapitel 4.

KAPITEL 2 – Den allmänna ekonomiska utvecklingen 2006–2008

Perioden 2006-2008 kännetecknades inledningsvis av en stark internationell konjunktur med USA och tillväxtländerna i Asien som främsta drivkrafter. Inflationstrycket var till en början måttligt men stigande priser på bland annat olja och andra råvaror började gradvis sätta press uppåt på inflationen. Den internationella konjunkturen mattades av under 2007, bland annat till följd den finansiella oro som följt i spåren av problemen på den amerikanska bolåne-

marknaden. Krisen på finansmarknaderna fick efter hand allt större spridning och förvärrades dramatiskt i september 2008. Den redan pågående internationella konjunkturedgången fördjupades kraftigt och inflationen föll. Utvecklingen i Sverige under perioden följde ett liknande mönster – en inledande stark tillväxt som gradvis mattades av, stigande inflation under större delen av perioden, samt under senare tid ett snabbt fall i både tillväxten och inflationen.

Den internationella utvecklingen

■ ■ God konjunktur under 2006

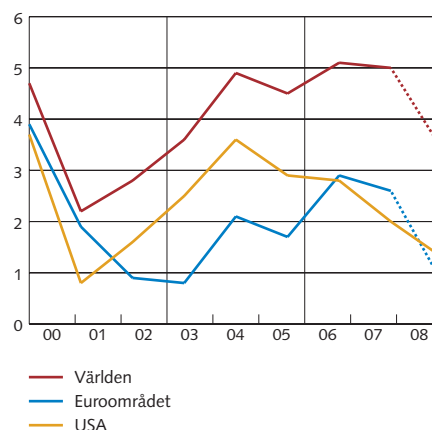
Under 2006 stärktes föregående års goda internationella konjunktur ytterligare. Även euroområdet som tidigare haft en något svagare utveckling omfattades nu av den starka konjunkturuppgången (se diagram 1). Inflationen var låg i de flesta länder men ökade gradvis, främst på grund av att energi- och oljepriser redan 2005 hade börjat stiga och sätta press uppåt på producentpriserna. Inflationstrycket motverkades av den fortgående globaliseringen och en ökad internationell konkurrens.

I USA var tillväxten fortfarande relativt stark under 2006. Arbetsmarknaden och hushållens inkomster fortsatte att stärkas. Både privat konsumtion och företagsinvesteringar ökade kraftigt. Mot slutet av året försvagades dock utvecklingen och framförallt bostadsinvesteringarna föll kraftigt. Sysselsättningen fortsatte att stiga under året om än i en långsammare takt. Ett allt mer ansträngt resursutnyttjande, stigande arbetskostnader och höga energi- och oljepriser medförde att inflationen steg. Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, fortsatte att strama åt penningpolitiken och höjde styrräntan till 5,25 procent i mitten av 2006 (se diagram 1).

Tillväxten var starkast i Asien under 2006, framförallt i Kina och Indien där BNP uppvisade tvåsiffriga tillväxttal. I Japan fortsatte den ekonomiska återhämtningen. Tillväxten dämpades under andra och tredje kvartalet men verkade ta ny fart mot slutet av året. Efter flera års deflation började konsumentpriserna stiga svagt och den japanska centralbanken höjde styrräntan till 0,25 procent i mitten av 2006.

Den goda konjunkturen blev också tydligare i euroområdet där BNP ökade med 2,8 procent under 2006. Investeringarna ökade, men hushållens konsumtion fortsatte att utvecklas svagt. Inflationen uppgick till 2,2 procent och fortsatte därmed att överskrida Europeiska centralbankens, ECB:s, mål. ECB höjde styrräntan vid flera tillfällen och i slutet av året var den 3,5 procent. I Storbritannien stärktes tillväxten något jämfört med året före. Bank of England fortsatte att höja räntan eftersom inflationen började stiga igen under andra halvåret. Räntan höjdes därför till 5,0 procent (se diagram 2).

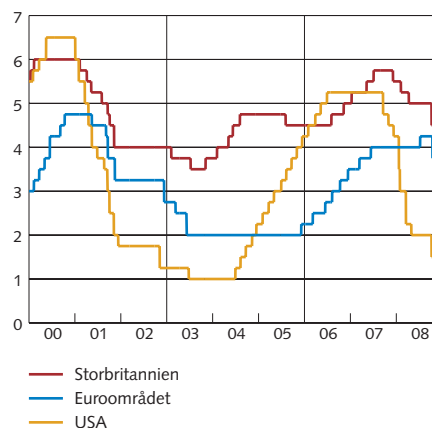
Diagram 1. BNP i USA, euroområdet och världen
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos i PPR februari 2009.

Källor: Eurostat, IMF, US Department of Commerce och Riksbanken

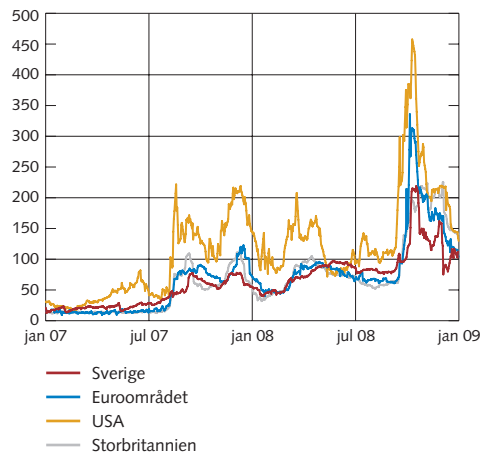
Diagram 2. Styrräntor i USA, Storbritannien och euroområdet
Procent



Källor: Bank of England, ECB och the Federal Open Market Committee

Diagram 3. Skillnad mellan interbankräntor och statspappersräntor under 2007 och 2008 (TED-spreadar)

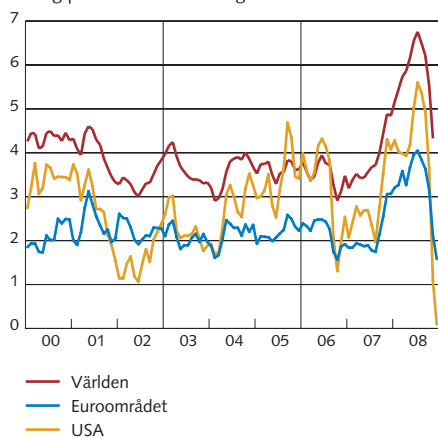
Räntepunkter



Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Diagram 4. KPI-inflation i USA, euroområdet och världen

Årlig procentuell förändring



Anm. HIKP för euroområdet.

Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och IMF

■ ■ Viss avmattning i konjunkturen under 2007

Under 2007 mattades uppgången i den internationella konjunkturen något, men BNP-tillväxten i världsekonomin var som helhet fortfarande hög. Den amerikanska konjunkturen mattades dock markant, vilket också fick konsekvenser för utvecklingen i andra delar av världen. Bakgrunden var den finansiella oro som följde av krisen på bolånemarknaden i USA. Bostadslån till amerikanska hushåll med sämre kreditvärdighet – subprime-lån – hade paketerats tillsammans med andra lån med högre kreditvärdighet i kreditinstrument, så kallade strukturerade produkter. Dessa hade sålts vidare till investerare främst i USA och Europa. Oro uppstod då det blev svårare dels att bedöma vem som faktiskt ägde de riskfyllda tillgångarna, dels hur stora dessa risker var. Skillnaden mellan räntor på korta statspapper och interbankräntor ökade – ett tydligt tecken på att bankernas kreditrisk hade ökat (se diagram 3). En allmän osäkerhet och ovilja att investera i riskfyllda tillgångar spred sig. Federal Reserve, ECB och Bank of England agerade för att stabilisera de korta räntorna och underlätta bankernas likviditetsförsörjning.

I USA dämpades tillväxten ytterligare under det andra halvåret. Bostadspriserna föll, den privata konsumtionen dämpades och investeringarna minskade. I september sänkte Federal Reserve sin styrränta med en halv procentenhet till 4,75 procent. Inflationen mätt enligt det implicita prisindexet för konsumenternas hushållsutgifter exklusive livsmedel och energi var då avtagande och uppgick till drygt 2 procent.³ Federal Reserve sänkte styrräntan igen med 0,25 procentenheter både i oktober och i december till 4,25 procent.

Även i euroområdet dämpades BNP-tillväxten under 2007. Investeringsstillväxten bromsade in men sysselsättningen fortsatte att öka i god takt. I Östeuropa var tillväxten hög under 2007 och i Asien fortsatte också den starka utvecklingen även om tillväxten i Japan dämpades markant under andra kvartalet. I Storbritannien var tillväxten fortsatt stark. Inflationen översteg 3 procent under våren men dämpades mot slutet av året när energipriserna sjönk. De hade tidigare varit en viktig faktor bakom uppgången i inflationen.

■ ■ Finansiell kris och brant konjunkturedgång under 2008

Tillväxten i USA och i resten av världen dämpades ytterligare under 2008 i samband med att turbulensen på de finansiella marknaderna tilltog. Interbankräntorna steg kraftigt i USA, euroområdet och Storbritannien liksom finansieringskostnaderna för företag och hushåll. Samtidigt fortsatte inflationen att stiga till stor del som ett resultat av en snabb uppgång av världsmarknadspriserna på olja och andra råvaror. Råvarupriserna nådde dock sin topp under sommaren och började därefter falla tillbaka. Både i USA och i euroområdet sjönk inflationen tillbaka i september (se diagram 4).

³ Detta inflationsmått var det enda mått som Federal Reserve publicerade prognoser på 2006. Numera publiceras även prognoser för motsvarande inflationsmått inklusive livsmedel och energi.

I mitten av september fördjupades den finansiella krisen dramatiskt i samband med konkursen i den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers (se diagram 3). Bristen på förtroende bland marknadsaktörer om motparters kreditvärdighet blev då akut. Tillgången på krediter minskade på de finansiella marknaderna världen över och vissa marknader upphörde mer eller mindre att fungera. Den stora osäkerheten avspeglades bland annat i kraftigt svängande börskurser. Centralbanker och regeringar intensifierade sina ansträngningar för att förbättra de finansiella marknadernas funktionssätt och underlätta kreditförsörjningen. Räntesänkningar vidtogs också för att mildra effekterna av den finansiella krisen (se diagram 2). Den 8 oktober sänkte exempelvis centralbankerna i USA, Storbritannien, euroområdet, Kanada, Schweiz och Sverige styrräntorna med 0,5 procentenheter i en gemensam aktion.

I USA dämpades tillväxten kraftigt under 2008. BNP till och med sjönk under tredje och fjärde kvartalet. Sysselsättningen föll och arbetslösheten steg med ungefär 2 procentenheter vilket bidrog till att dämpa hushållens konsumtion. Nedgången på bostadsmarknaden fortsatte. Den amerikanska regeringen vidtog ett antal åtgärder för att återställa förtroendet på de finansiella marknaderna och bland allmänheten. Federal Reserve sänkte sin styrränta kraftigt under året. I december låg den i spannet 0-0,25 procent.

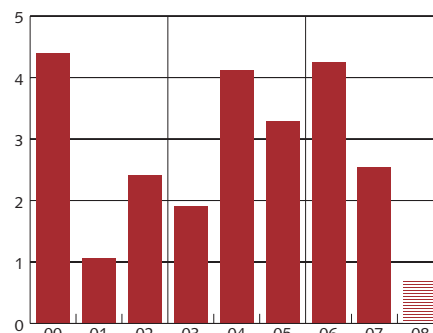
Även i euroområdet och i resten av Europa slog finanskrisen hårt mot tillväxten och BNP föll under andra och tredje kvartalet. Den Europeiska centralbankens styrränta låg i december på 2,5 procent. Också i snabbväxande länder som Kina och Indien bromsade tillväxten in.

Utvecklingen i Sverige

■ ■ Stark tillväxt under 2006

Den goda tillväxten i omvärlden 2006 bidrog till att även den svenska konjunkturen fortsatte att stärkas. BNP ökade med 4,2 procent (se diagram 5), en tillväxtsiffra som överstigits endast fem år sedan 1970. En växande efterfråga från omvärlden bidrog till att den svenska exporten återigen ökade starkt. Läget på arbetsmarknaden förbättrades betydligt. Sysselsättningen, både mätt i personer och i timmar, ökade kraftigt. Ändå var minskningen av den öppna arbetslösheten förhållandevis liten på grund av att utbudet av arbetskraft samtidigt ökade (se diagram 6). Utlåningen till företag och hushåll fortsatte att växa och snabbt stigande huspriser förstärkte hushållens förmögenhetsställning (se diagram 7). Hushållens konsumtion och framförallt investeringarna ökade starkt. I ljuset av den starka konjunkturuppgången och av prognoser om stigande inflation började Riksbanken höja reporäntan i början av 2006 (se diagram 8).

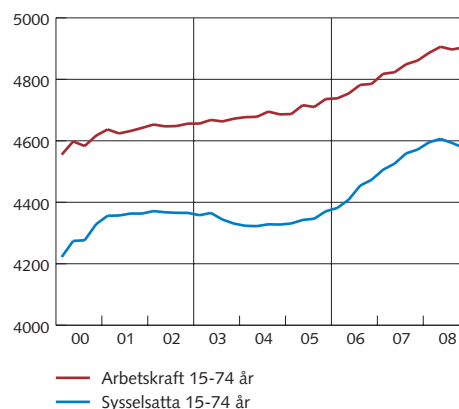
Diagram 5. BNP för Sverige
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad stapel avser Riksbankens prognos i PPR 2009 februari.

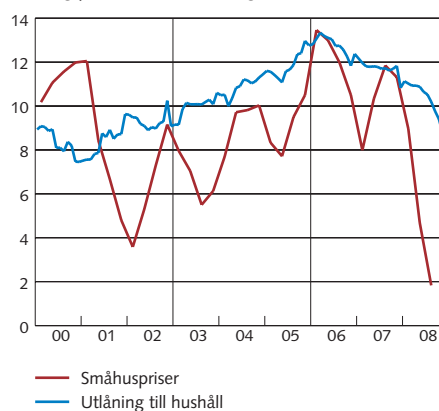
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 6. Arbetskraft och sysselsatta
1000-tals personer, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

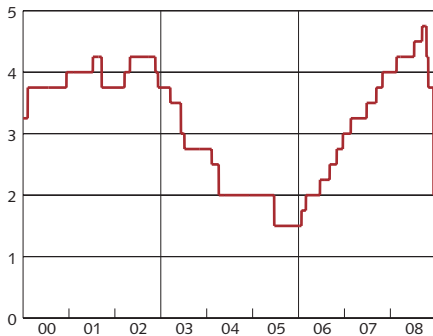
Diagram 7. Småhuspriser och total utlåning till svenska hushåll
Årlig procentuell förändring



Anm. Kvartalsvisa observationer av småhuspriser och månatliga för utlåning till hushåll.

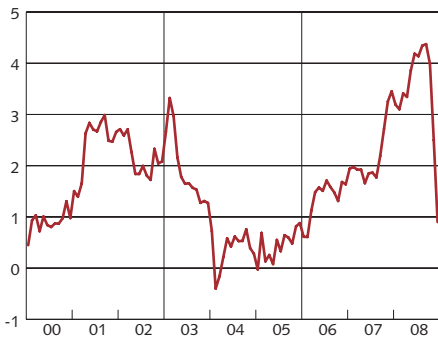
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 8. Reporäntan
Procent



Källa: Riksbanken

Diagram 9. KPI-inflationen
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

Produktivitetsutvecklingen var fortsatt stark vilket bidrog till att kostnads- och inflationstrycket förblev lågt. KPI steg med i genomsnitt 1,4 procent (se diagram 9). Liksom 2005 påverkades inflationen 2006 av specifika störningar, inte minst på energimarknaderna. Elpriserna steg kraftigt under året till följd av bland annat låga vattennivåer i elkraftsverkens vattenmagasin. Priserna på oljeprodukter (bensin, diesel och villaolja) ökade snabbt 2005-2006. Men mot slutet av 2006 föll världsmarknadspriset på olja.

■ ■ Avmattning av konjunkturuppgången och stigande inflation under 2007

Under 2007 var tillväxten fortsatt god även om den bromsade in jämfört med åren dessförinnan. BNP-tillväxten uppgick till 2,7 procent och resursutnyttjandet fortsatte att stiga. Men tillväxten i investeringarna och framförallt exporten dämpades. Exporten påverkades av den dämpade omvärldsefterfrågan i spåren av den svagare internationella konjunkturen. Ökningstakten i antalet arbetade timmar började också mattas av framåt slutet av året.

Arbetsproduktiviteten bromsade in markant under 2007. Kombinationen av ett högt resursutnyttjande, stigande brist på arbetskraft och högre löneavtal än tidigare ledde till att enhetsarbetskostnaderna började stiga under året efter att ha varit i stort sett oförändrade under perioden 2004-2006 (se diagram 10). Priser på livsmedel och råvaror, bland annat metaller, ökade kraftigt mot slutet av året. Det bidrog till att KPI-inflationen under årets två sista månader översteg 3 procent. Men med den låga inflationen dessförinnan stannade KPI-inflationen för helåret 2007 på 2,2 i genomsnitt. Mot bakgrund av bland annat de alltför goda konjunkturutsikterna och det högre kostnadstrycket fortsatte Riksbanken att höja reporäntan gradvis under 2007.

■ ■ Finansiell kris och brant konjunkturedgång under 2008

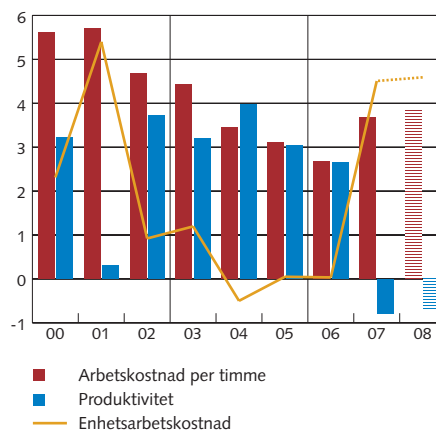
Under första halvåret 2008 fortsatte oljepriserna på världsmarknaden att stiga kraftigt vilket medförde att KPI-inflationen fortsatte att pressas upp. Till detta bidrog också höga världsmarknadspriser på livsmedel, stigande bostadsräntor och ett relativt högt inhemskt kostnadstryck. Under sommaren 2008 nådde inflationen sin högsta nivå sedan 1993. Även inflationsförväntningarna på både kort och lång sikt steg. Oro för att den höga inflationen skulle bita sig fast bidrog till att Riksbanken fortsatte att gradvis höja räntan fram till och med början av september.

När den globala finansiella krisen förvärrades drastiskt i mitten av september ändrades bilden dramatiskt. Även de svenska finansiella marknaderna började nu påverkas tydligt. Bankernas likviditetssituation försämrades, lånekostnaderna steg för företag och hushåll och tillgången på krediter minskade. Den finansiella krisen fördjupade den redan pågående konjunktunedgången avsevärt. BNP-tillväxten 2008 beräknas ha uppgått till 0,7 procent, vilket är en kraftig inbromsning jämfört med året innan (se diagram 5).⁴

Riksbanken, andra svenska myndigheter och regeringen vidtog en rad åtgärder för att värna den finansiella stabiliteten och förbättra de finansiella marknadernas funktionssätt. Riksbankens åtgärder har syftat till att underlätta bankernas finansiering på lite längre sikt, till exempel genom att erbjuda krediter i kronor med tre och sex månaders löptid. I samarbete med Federal Reserve har Riksbanken också försökt mildra den generella bristen på finansiering i amerikanska dollar som drabbat aktörer på den svenska marknaden. Federal Reserve har tillhandahållit dollar via ett ömsesidigt valutaarrangemang, en så kallad swap-facilitet. Dessa medel har Riksbanken sedan auktionerat ut.

För att dämpa fallet i produktionen och klara inflationsmålet på ett par års sikt sänkte Riksbanken reporäntan med sammanlagt hela 2,75 procentenheter till 2 procent från början av oktober till årets slut (se diagram 8). Priserna på olja och andra råvaror fortsatte att falla från sommarens toppnivåer, vilket tillsammans med sänkta räntekostnader gjorde att inflationen snabbt föll tillbaka (se diagram 9).

Diagram 10. Enhetsarbetskostnader i hela ekonomin
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Anm. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos i PPR februari 2009.

Källor: SCB och Riksbanken

⁴ Statistik för BNP det fjärde kvartalet 2008 fanns inte publicerad vid sammanställningen av detta underlag. Siffran för 2008 är Riksbankens prognos i PPR 2009 februari.

Utvecklingen under större delen av 2008 kännetecknades av att inflationen steg samtidigt som konjunkturen försvagades. Årsgenomsnittet för KPI-inflationen var 3,4 procent under 2008. Bakom den höga genomsnittssiffran döljer sig ett förlopp där inflationen först steg från strax över 3 procent

i januari till 4,4 procent i september, för att sedan falla mycket snabbt under slutet av året. Den avmattning i konjunkturen som redan hade inletts fortsatte under 2008 och nedgången fördjupades under hösten när den globala finanskrisen blev akut.

Utvecklingen av inflationen

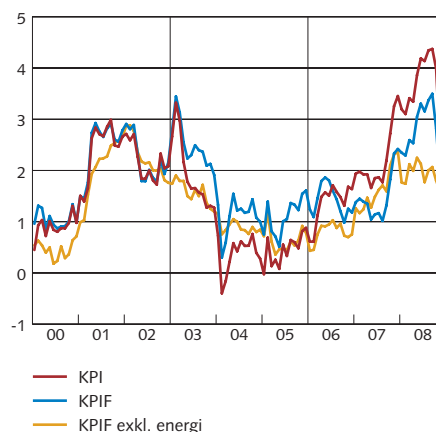
Riksbankens inflationsmål är formulerat som att den årliga förändringen i konsumentprisindex, KPI, ska vara 2 procent. KPI mäter priset på en korg av varor och tjänster. Priserna på de olika varorna och tjänsterna vägs ihop på basis av hur stor andel av konsumtionen som de utgör. Varor som det konsumeras mycket av får en stor vikt i KPI. Det innebär att stora och tillfälliga prisförändringar på enskilda varor kan få stora men övergående effekter på KPI-inflationen. För att kunna bedöma utvecklingen av den mer bestående och långsiktiga inflationstakten används därför ofta olika mått på "underliggande" inflation. Gemensamt för dessa mått är att man från KPI rensar bort de priskomponenter som varierat kraftigt men som inte bedöms ha så starkt samband med den långsiktiga utvecklingen av inflationen.

Riksbanken använder olika mått för att illustrera vad som driver inflationen vid olika tillfällen. Det gäller inte minst de direkta effekterna av Riksbankens egna ränteförändringar, som numera rensas bort på ett bättre sätt än i det tidigare använda måttet KPIX. Det nya måttet som rensar för ränteförändringar, KPI med fast bostadsränta (KPIF), började publiceras i den andra penningpolitiska rapporten 2008. Under 2007 och 2008 steg priserna på energi och livsmedelsråvaror kraftigt och bidrog till att pressa upp inflationen oväntat mycket världen över. Inte minst oljepriset steg dramatiskt. Därför är det intressant att även studera ett mått på underliggande inflation där energiprisutvecklingen har tagits bort från KPIF, KPIF exklusive energi.

KPI-inflationen nådde i september 2008 sin högsta nivå sedan 1993, 4,4 procent (se diagram 11). En stor del av uppgången förklarades av de stigande priserna på oljeprodukter och livsmedel (se diagram 12). Men även högre boräntor bidrog, liksom till viss del också ett relativt högt kostnadstryck till följd av en fortsatt svag produktivitet utveckling. Under sommaren började dock energi- och livsmedelspriserna falla tillbaka, vilket efter hand slog igenom i fallande inflation. Fallet i inflationen förstärktes när finanskrisen fördjupades i september. Riksbanken sänkte på kort tid reporäntan med 2,75 procentenheter, vilket innebar sänkta boräntor. I december 2008 uppgick KPI-inflationen till endast 0,9 procent.

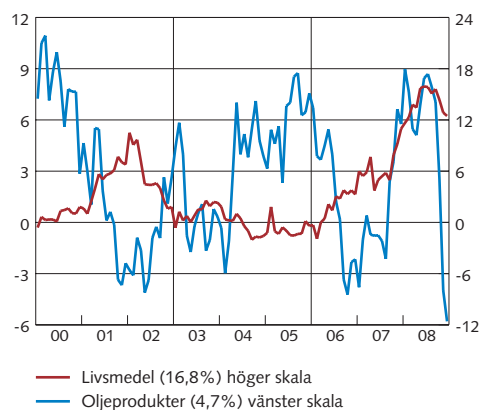
I genomsnitt över året var KPI-inflationen 3,4 procent, vilket kan jämföras med 2,2 procent 2007 (se tabell 1). Den underliggande inflationen steg också mätt som årsgenomsnitt. Mätt med KPIF var den

Diagram 11. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

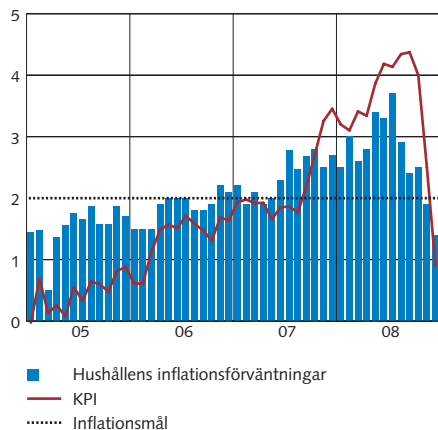
Diagram 12. Prisutveckling inom livsmedel och oljeprodukter
Årlig procentuell förändring



Anm. Inom parentes anges respektive komponents vikt i KPI.

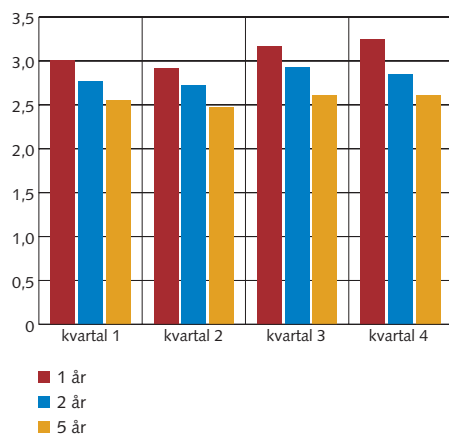
Källa: SCB

Diagram 13. Faktisk inflation och hushållens inflationsförväntningar på ett års sikt
Årlig procentuell förändring och procent



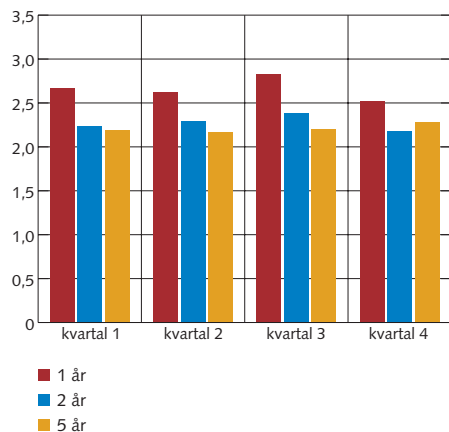
Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 14. Inflationsförväntningar hos samtliga aktörer under 2008 på 1, 2 och 5 års sikt
Årlig procentuell förändring



Källa: Prospera Research AB

Diagram 15. Inflationsförväntningar hos penningmarknadens aktörer under 2008 på 1, 2 och 5 års sikt
Årlig procentuell förändring



Källa: Prospera Research AB

underliggande inflationen 2,7 procent under året – nästan en dubblering jämfört med året innan. Att KPIF-inflation låg på 2,7 procent innebär att med oförändrade räntekostnader för egna hem, allt annat lika, hade KPI varit cirka 0,7 procentenheter lägre 2008.

KPIF exklusive energipriser steg med 1,9 procent 2008 att jämföra med 1,6 procent 2007. Den direkta effekten på KPI av stigande energipriser var cirka 0,8 procentenheter under 2008.

Tabell 1. Jämförelse av olika inflationsmått 2007-2008
Årlig procentuell förändring

	Årsgenomsnitt	
	2007	2008
KPI	2,2	3,4
KPIF	1,5	2,7
KPIF exkl. energi	1,6	1,9

Källor: SCB och Riksbanken

Utvecklingen av inflationsförväntningarna

Inflationsförväntningarna är viktiga för företagens prissättningsbeteende och lönebildningen och därmed inflationen. Om aktörerna i ekonomin litar på att inflationen hålls stabilt kring inflationsmålet anser sig företagen inte lika ofta behöva ändra sina priser vid till exempel kostnadsökningar som uppfattas som tillfälliga. På samma sätt kan stabila inflationsförväntningar medföra att löneutfallen hamnar på rimliga nivåer. Detta underlättar Riksbankens strävan att uppnå prisstabilitet.

Om inflationsförväntningarna är stabila och ligger nära inflationsmålet på några års sikt kan det tolkas som att allmänheten har förtroende för att Riksbanken ska uppnå sitt mål. Ett högt förtroende för inflationsmålet ökar möjligheten för penningpolitiken att stabilisera produktion och sysselsättning.

I diagram 13 visas hushållens förväntningar på inflationen om 12 månader och inflationsutfallet. Det är värt att notera att förväntningarna överlag har legat närmare inflationsmålet än vad utfallet har gjort. Det framgår också att hushållens förväntningar på inflationen 2009 justerades upp under större delen av 2008 i takt med att den faktiska inflationen steg. Hushållens inflationsförväntningar föll på motsvarande sätt kraftigt under slutet av året. Förväntningarna uppgick till 1,4 procent i december att jämföra med 3,7 procent i juli 2008.

Diagram 14 visar förväntningarna på inflationen på ett, två respektive fem års sikt hos samtliga aktörer i Prosperas mätning (penningmarknadens aktörer, arbetsgivar- och arbets- tagarorganisationer samt inköpschefer i handeln och industrin). Inflationsförväntningarna låg väl över inflationsmålet på både ett och två års sikt. Även förväntningarna på fem års sikt överskred målet.

Sannolikt påverkas inflationsförväntningarna av hur hög den aktuella faktiska inflationen är. En grupp som sannolikt i

mindre grad än andra baserar sina förväntningar på den aktuella inflationen är penningmarknadens aktörer, eftersom denna grupp kan förmodas lägga ner mer resurser på att göra inflationsprognoser. Förväntningarna hos penningmarknadens aktörer låg relativt väl förankrade kring inflationsmålet på två och fem års sikt (se diagram 15).

Det bör påpekas att Prosperas mätning av inflationsförväntningarna det sista kvartalet ägde rum i slutet av september och början av oktober 2008. Den globala finansiella krisen och det svagare inflationstryck den medfört hade då ännu inte hunnit slå igenom i inflationsförväntningarna. Det bekräftas av mätningen som publicerades den 28 januari 2009. Inflationsförväntningarna två år framåt för samtliga aktörer hade då sjunkit från 2,8 procent till 1,5 procent. Förväntningarna på inflationen fem år framåt sjönk betydligt mindre, från 2,6 procent till 2,3 procent.

Det kan också vara intressant att jämföra inflationsförväntningarna med Riksbankens inflationsprognoser. I synnerhet på kort sikt kan Riksbankens prognoser avvika från inflationsmålet. Om ekonomins aktörer delar Riksbankens syn på hur inflationen kommer att närma sig målet borde inflationsförväntningarna på olika tidshorisoner ligga nära Riksbankens prognoser.

Diagram 16 och 17 visar Riksbankens inflationsprognoser samt inflationsförväntningarna hos penningmarknadens aktörer på ett respektive två års sikt så som de har utvecklats under 2008. Diagrammet visar att förväntningarna ligger nära Riksbankens prognoser.

Utvecklingen av produktionen och sysselsättningen

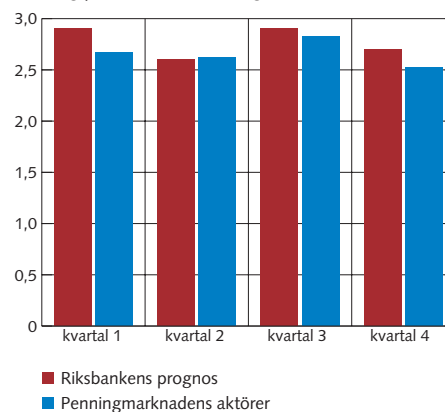
Den avmattning av konjunkturen som startat redan tidigare fördjupades under 2008. Statistiken för årets tre första kvartal och konjunkturindikatorer för det fjärde kvartalet pekade enligt Riksbankens bedömning i februari 2009 mot en BNP-ökning under 2008 på omkring 0,7 procent – en kraftig inbromsning jämfört med BNP-ökningen på 2,7 procent under 2007 och den genomsnittliga ökningen på cirka 3,8 procent under perioden 2004-2006 (se diagram 5 i kapitel 2).

En kombination av olika faktorer bidrog till att den inhemska efterfrågan bromsade in. Höga energi- och livsmedelspriser bidrog till att gröpa ur hushållens köpkraft. Detta i kombination med sjunkande börskurser och minskat förtroende för den framtida ekonomiska utvecklingen (se diagram 18) bidrog till att dämpa hushållens konsumtion. Fallande bostadsinvesteringar medförde att även tillväxten i investeringarna dämpades. Konjunkturavmattningen fördjupades under andra halvåret då effekterna av krisen på de globala finansiella marknaderna påtagligt började påverka även den svenska finansmarknaden.

Utvecklingen på arbetsmarknaden försvagades också under året. Antalet nyanmälda lediga platser föll och antalet varsel om uppsäg-

Diagram 16. Riksbankens inflationsprognoser samt inflationsförväntningar hos penningmarknadens aktörer under 2008 på 1 års sikt

Årlig procentuell förändring

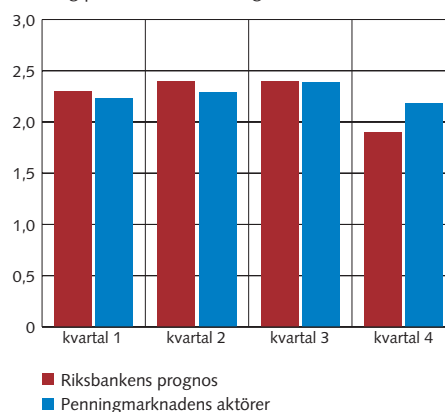


Anm. Riksbankens prognoser avser de senaste prognoser som fanns publicerade vid tidpunkterna för Prosperas mätningar.

Källor: Prospera Research AB och Riksbanken

Diagram 17. Riksbankens inflationsprognoser samt inflationsförväntningar hos penningmarknadens aktörer under 2008 på 2 års sikt

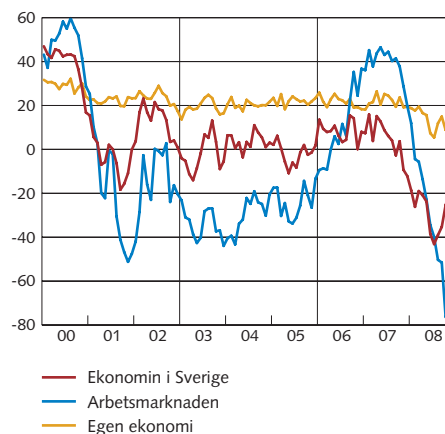
Årlig procentuell förändring



Anm. Riksbankens prognoser avser de senaste prognoser som fanns publicerade vid tidpunkterna för Prosperas mätningar.

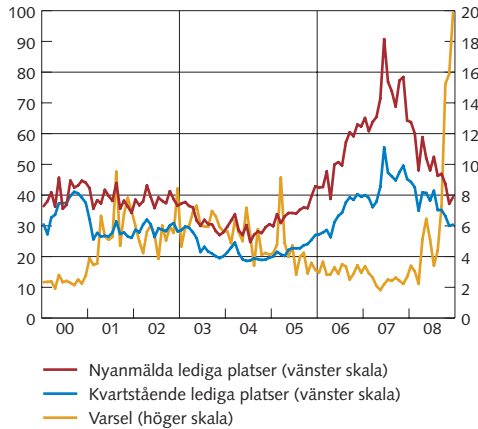
Källor: Prospera Research AB och Riksbanken

Diagram 18. Hushållens förväntningar om framtiden
Nettotal



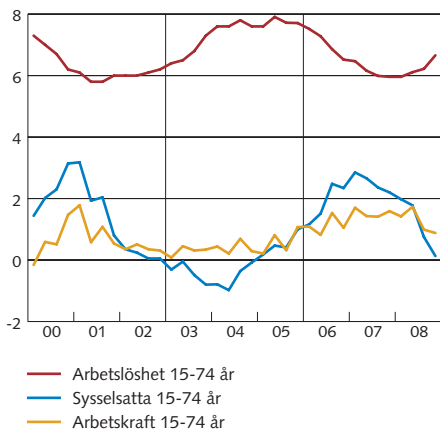
Anm. Med nettotal avses andelen hushåll som tror på förbättring minus andelen som tror på en försämring.
Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 19. Nyanmälda och kvarstående lediga platser samt varsel
1000-tal, säsongrensade data



Källa: Arbetsförmedlingen

Diagram 20. Sysselsatta, arbetskraft och arbetslöshet
Årlig procentuell förändring och procent av arbetskraften, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

ning ökade snabbt, i synnerhet under slutet av året (se diagram 19). Den årliga ökningstakten i antalet arbetade timmar beräknas ha mer än halverats mellan 2007 och 2008. Antalet sysselsatta ökade med 1,2 procent under 2008. Antalet personer i arbetskraften ökade ungefär lika mycket. Därmed blev arbetslösheten i årsgenomsnitt i stort sett oförändrad och uppgick till 6,2 procent 2008. Sett till förloppet steg dock arbetslösheten från mitten av året (se diagram 20).

En modellbaserad analys

Riksbanken använder sedan några år tillbaka en så kallad allmän jämviktsmodell av den svenska ekonomin. Modellen går under namnet Ramses. Modellen försöker förklara utvecklingen och samspelet i "hela ekonomin" och inte bara en viss del, till exempel den privata konsumtionen eller arbetsmarknaden.⁵

Ramses används främst för att göra prognoser och beräkningar av penningpolitikens effekter. Modellen kan också användas för att beräkna effekterna av andra förändringar i ekonomin. Exempelvis kan modellen användas för att i efterhand försöka urskilja varför till exempel inflationen och tillväxten i BNP har utvecklats som de har gjort. Sådana beräkningar kan ge en indikation på varför prognoserna ibland slår fel.

För att kunna ge en förklaring till utvecklingen måste modellen först ta fram vilka de främsta drivkrafterna har varit de senaste åren. I Ramses finns det ett tjugotal sådana drivkrafter, eller störningar som de kallas på ekonomspråk. När Ramses väl har beräknat vilka störningar som förklarar den historiska utvecklingen kan man göra olika "experiment" och låta modellen beräkna en alternativ utveckling för inflationen och BNP-tillväxten i frånvaro av denna störning. Genom att göra denna analys för var och en av de olika störningarna i modellen kan man få en uppfattning om vilken eller vilka störningar som haft störst betydelse för att inflationen (och BNP-tillväxten med mera) utvecklats som den gjort.

De störningar som modellen identifierar som de viktigaste sedan början av 2006 är dels en svag produktivitetsutveckling, dels en hög inflation i omvärlden. Att den utländska inflationen steg ytttrade sig främst i höga prisökningar på bland annat energi och livsmedelsråvaror. I diagram 21 och 22 illustreras det faktiska utfallet och vad inflationen respektive BNP-tillväxten skulle ha varit enligt modellen om det inte hade inträffat några nya störningar till produktiviteten eller till den utländska inflationen efter 2006 års början. Enligt modellen bidrog den svaga utvecklingen i produktiviteten till att inflationen blev högre under 2007 och under 2008 än vad den annars skulle ha blivit. Under 2008 bidrog också den höga omvärldsinflationen till att pressa upp inflationen i Sverige. Den svaga produktivitetsutvecklingen har

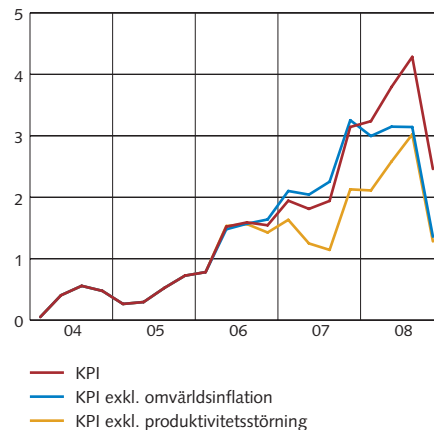
⁵ För en detaljerad beskrivning av Ramses, se t.ex. M. Adolfson, S. Laséen, J. Lindé och M. Villani, "RAMSES – En ny allmän jämviktsmodell för penningpolitisk analys", *Penning- och valutapolitik*, Nr. 2, 2007.

enligt modellen också bidragit till att BNP har vuxit långsammare än vad den annars skulle ha gjort under 2007 och 2008.

Ramses är ett viktigt verktyg i Riksbankens analys, men det bör betonas att den bara är en av de modeller Riksbanken använder. När Riksbanken gör sina prognoser kompletteras dessutom modellernas resultat med analyser och bedömningar av experter inom olika områden.

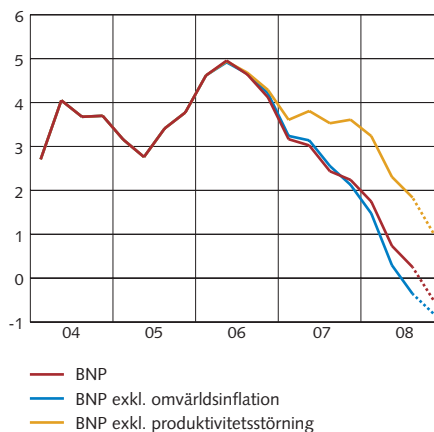
När det gäller den svaga produktivetsutvecklingens effekt på BNP-tillväxten 2008 kan det finnas skäl att ha en viss distans till modellens tolkning. I Ramses finns ännu inte de finansiella marknaderna inkluderade på ett tillfredsställande sätt.⁶ Den snabba inbromsningen av konjunkturen i samband med oron på de finansiella marknaderna fångas därmed inte upp speciellt väl av modellen. När BNP-tillväxten faller dröjer det ofta en viss tid innan företagen börjar anpassa personalstyrkan. Enkelt uttryckt finns det lika många personer som arbetar men eftersom efterfrågan på varor och tjänster minskar, producerar de mindre. Fallande BNP-tillväxt och oförändrad sysselsättning tolkas av modellen som en negativ störning till produktiviteten.

Diagram 21. KPI-inflation och alternativa KPI utfall – exklusive störningar från omvärldsinflationen och produktivetsutvecklingen
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 22. BNP-tillväxt och alternativa utfall på BNP tillväxt – exklusive störningar från omvärldsinflationen och produktivetsutvecklingen
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos i PPU december 2008.

Källor: SCB och Riksbanken

⁶ Ett arbete pågår för närvarande för att utveckla Ramses inom bland annat det finansiella området.

■ KAPITEL 4 – Prognoserna 2006–2008

Årsgenomsnittet för inflationen mätt som förändringen av KPI var 3,4 procent 2008. Utfallet låg betydligt över de prognoser som Riksbanken gjorde 2006 och 2007. En stor del av uppgången i inflationen förklarades av att priser på energi och livsmedel steg överraskande kraftigt under slutet av 2007 och första halvan av 2008, vilket bidrog till att pressa upp inflationen världen över. Stigande räntekostnader, liksom en fort-

satt svag utveckling av produktiviteten i Sverige bidrog också till den höga inflationen. När det gäller BNP-tillväxten 2008 överskattades istället utfallet i de prognoser som gjordes 2006 och 2007. Den oväntat låga tillväxten förklaras till stor del av den internationella finanskrisen som fick en allt större spridning och förvärrades dramatiskt hösten 2008.

När Riksbankens penningpolitik ska utvärderas är en naturlig utgångspunkt att jämföra utfallen för inflationen idag med de prognoser som Riksbanken gjorde för upp till två år sedan. De prognoserna låg till grund för de räntebeslut som fattades under 2006 och 2007, och som hade konsekvenser för utfallet av inflationen och realekonomin under 2008. Fokus i denna utvärdering är på utfallet 2008. Det är till största delen prognoserna för utvecklingen 2008 som gjordes 2006-2007 som analyseras i detta kapitel.

Men det finns också skäl att studera de prognoser för 2008 som gjordes under 2008. Även om det tar tid innan den fulla effekten av penningpolitiken kommer kan räntebeslut som fattas under ett år påverka utvecklingen redan det året.

En begränsning vid analysen av prognoserna nedan är att nationalräkenskaperna för det fjärde kvartalet 2008 inte hade publicerats då detta underlag sammanställdes. Därmed fanns inget utfall för BNP-tillväxten 2008. Den siffra på BNP-tillväxten 2008 som presenteras här är Riksbankens prognos från februari 2009.

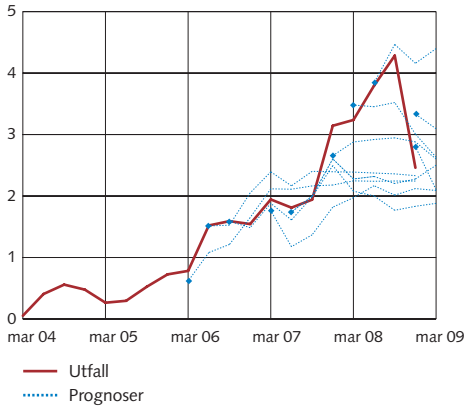
Prognoserna 2006-2008

Diagram 23-27 illustrerar hur Riksbankens prognoser för KPI, arbetsproduktivitet, oljepris, BNP och antalet sysselsatta förändrats under perioden 2006-2008. Diagrammen visar den faktiska utvecklingen (den heldragna linjen) och de prognoser för utvecklingen 2006-2008 som Riksbanken gjorde i varje inflations- respektive penningpolitisk rapport/uppföljning under perioden (de streckade linjerna).

Den första prognosen är alltså den som presenterades i Inflationsrapport 2006:1 och gäller utvecklingen från det första kvartalet 2006 till det första kvartalet 2009, det vill säga tre år framåt. Den sista prognosen är den som gjordes i Penningpolitisk uppföljning december 2008 och gäller på motsvarande sätt utvecklingen till och med sista kvartalet 2011. I diagrammen inkluderas dock bara prognoserna till och med det första kvartalet 2009.

Att urskilja enskilda prognoser i diagrammen är svårt men heller inte nödvändigt. Diagrammen är främst tänkta att ge en övergripande bild av hur Riksbankens bedömningar har förändrats och hur väl prog-

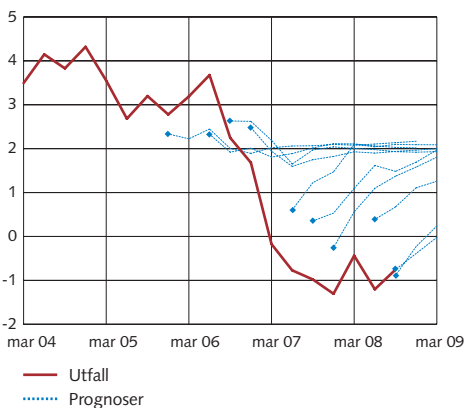
Diagram 23. KPI, utfall och prognoser
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckade linjer avser Riksbankens prognoser 2006-2008. De blå markeringarna indikerar startpunkten för respektive prognos. Eftersom utfallet inte var känt när prognosen gjordes sammanfaller startpunkten inte nödvändigtvis med utfallet.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 24. Arbetsproduktivet, utfall och prognoser
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckade linjer avser Riksbankens prognoser 2006-2008. Se även anmärkning till diagram 23.

Källor: SCB och Riksbanken

noserna förutsett den faktiska utvecklingen. Som framgår av diagrammen är det inte lätt att göra träffsäkra prognoser för enskilda kvartal, speciellt på längre horisonter. Prognosfelen för enskilda kvartal kan vara stora. Dessa fel tar till viss del ut varandra vilket gör att prognosfelet för den genomsnittliga utvecklingen över ett år inte nödvändigtvis behöver bli så stort.

I diagrammen jämförs prognoserna med faktiska utfall. En svårighet är att utfallet för BNP-tillväxten ett visst år eller kvartal kan ändras eftersom nationalräkenskaperna revideras över tiden. Det är därför inte uppenbart vilka utfall Riksbanken ska jämföra prognoserna med. Ska det vara de nationalräkenskaper som publicerades direkt efter prognoserna gjordes, eller de nationalräkenskaper som gäller i dagsläget då historiken kanske har ändrats? I diagram 23-27, liksom i detta underlag i stort, har Riksbanken använt den senaste statistiken som jämförelse.

■■ Inflationsprognoserna

Diagram 23 visar utfall och prognoser för KPI-inflationen, mätt som den procentuella förändringen av KPI ett kvartal jämfört med samma kvartal året innan. Som framgår av diagrammet ökade KPI-inflationen snabbt från andra halvan av 2007 fram till vändningen nedåt under hösten 2008. De prognoser som gjordes 2006-2007 underskattade styrkan i uppgången (se även tabell 2).

I början av 2006 bedömde Riksbanken att gynnsamma utbuds-förhållanden – framförallt en svag importprisutveckling och en stark produktivitetökning – skulle hålla tillbaka inflationen trots en stark tillväxt. Det inhemska kostnadstrycket väntades dock öka i takt med att tillväxten i produktiviteten mattades av och lönerna började stiga snabbare. Inflationen bedömdes ligga nära målet 2008.

Under 2007 bedömdes läget på arbetsmarknaden bli mer ansträngt och det inhemska kostnadstrycket öka snabbare än väntat. Tillväxten i produktiviteten visade sig bli svagare än vad Riksbanken tidigare trott (se diagram 24). Tillsammans med stigande priser på energi och livsmedelsråvaror bidrog detta till att inflationsprognosen för 2008 gradvis reviderades upp. Upprevideringarna var särskilt stora mot slutet av året, men underskattade ändå den snabba uppgången i inflationen under slutet av 2007 och större delen av 2008. Även i början av 2008 underskattade Riksbanken styrkan i uppgången i inflationen.

I prognoserna under 2008 räknade Riksbanken med att inflationstakten skulle minska i slutet av året, vilket den också gjorde. Men att fallet skulle bli så kraftigt förutsågs inte. Prognosavvikelsen hänger i hög grad samman med den globala finansiella krisen. Den kraftiga inbromsningen av den ekonomiska tillväxten i kombination med att priserna på olja och andra råvaror sjönk ledde till att inflationen föll snabbt. Diagram 25 visar Riksbankens prognoser för oljepriset

under 2007 och 2008 samt det faktiska utfallet.⁷ Det framgår av diagrammet att varken den starka uppgången eller det kraftiga fallet förutsågs. Däremot konstaterade Riksbanken i de penningpolitiska rapporterna att oljepriset var en stor osäkerhetsfaktor och alternativa scenarier med högre och lägre oljepris presenterades.

Eftersom realekonomin förvärrades så dramatiskt sänkte Riksbanken reporäntan med 2,75 procentenheter inom loppet av ett par månader. Detta slog i sin tur igenom i lägre bostadsräntor. En stor del av förklaringen till överskattningen av inflationen i slutet av 2008 var därför att penningpolitiken till följd av finanskrisen utvecklades på ett helt annat sätt än vad Riksbanken tidigare räknat med.

■ ■ Prognoserna för realekonomin

Av diagram 26 framgår att Riksbankens generella bedömning var att BNP-tillväxten skulle mattas från mitten av 2006. Den bedömningen visade sig stämma med den faktiska utvecklingen. Däremot hade prognoserna en alltför optimistisk syn på hur väl tillväxten skulle hållas uppe, i synnerhet mot slutet av prognosperioden. Prognoserna tenderade att systematiskt överskatta de faktiska utfallen.

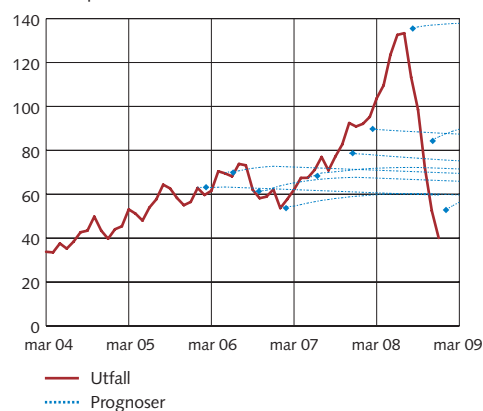
I början av 2006 bedömde Riksbanken att den starka utvecklingen av BNP-tillväxten skulle fortsätta den närmaste tiden. Senare under prognosperioden bedömdes tillväxten mattas av i takt med att produktivetsutvecklingen och den globala konjunkturen dämpades. Den inhemska efterfrågan väntades dock fortsätta att utvecklas starkt under hela prognosperioden. Både produktivetsutvecklingen och den internationella konjunkturen mattades dock mer än vad Riksbanken räknat med. Samtidigt blev även den inhemska efterfrågan svagare än vad Riksbanken väntat sig.

Produktivetsutvecklingen dämpades kraftigt under loppet av 2006. En förklaring till dämpningen hänger samman med konjunkturutvecklingen. När konjunkturen har passerat toppen brukar produktiviteten utvecklas svagare. Riksbanken räknade i slutet av 2006 med att BNP skulle öka snabbare än sysselsättningen under 2007. Sysselsättningen visade sig dock öka snabbare än vad Riksbanken räknade med samtidigt som BNP-tillväxten mattades av.

Det finns även andra faktorer som kan ha bidragit till den kraftiga dämpningen av arbetsproduktiviteten. Bland annat Riksbankens företagsundersökning tyder på att en orsak till nedgången kan vara att nyanställda inledningsvis har en lägre produktivitet än sina mer erfarna kollegor. En annan förklaring är produktionens sammansättning, till exempel att branscher med låg produktivetsnivå växer snabbare än de med hög.

Under såväl 2007 som 2008 räknade Riksbanken med att produktiviteten skulle återhämta sig och gradvis stiga, även om det inte innebar en återgång till tidigare höga ökningstakter (se diagram 24). Så blev dock inte fallet utan produktiviteten fortsatte att utvecklas överraskande svagt. Produktiviteten sjönk till och med 2007 och

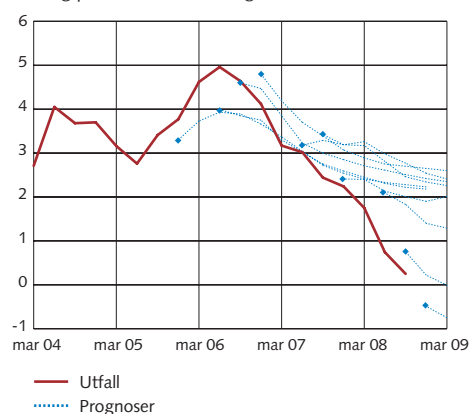
Diagram 25. Oljepris, utfall och prognoser, Brentolja USD per fat



Anm. Terminspriserna är beräknade som ett 15-dagars genomsnitt. Utfallet avser månadsgenomsnitt av spotpriser. Se även anmärkning till diagram 23.

Källor: Intercontinental Exchange och Riksbanken

Diagram 26. BNP-tillväxt, utfall och prognoser
Årlig procentuell förändring

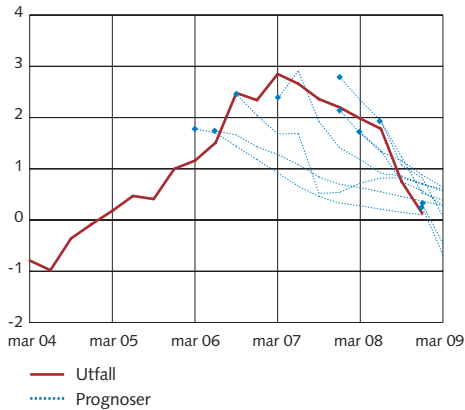


Anm. Streckade linjer avser Riksbankens prognoser 2006-2008. Se även anmärkning till diagram 23.

Källor: SCB och Riksbanken

⁷ Riksbanken gör inga egna prognoser för oljepriset utan använder sig av terminspriserna.

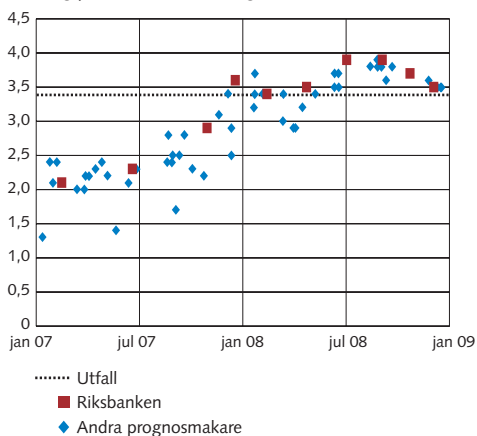
Diagram 27. Antal sysselsatta, utfall och prognoser
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckade linjer avser Riksbankens prognoser 2006-2008. Se även anmärkning till diagram 23.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 28. KPI-inflationen 2008, utfall och prognoser
Årlig procentuell förändring



Anm. Andra prognosmakare avser de som anges i fotnot 8.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

2008. Efter hand började också den internationella konjunkturen bromsa in mer än väntat i takt med att oron på den de finansiella marknaderna tilltog. Efterfrågan från svenska exportmarknader utvecklades därmed sämre än vad Riksbanken räknat med. När sedan den globala finanskrisen förvärrades under hösten 2008 och fick fotfäste även i Sverige började också den inhemska efterfrågan påverkas negativt på ett mer märkbart sätt. Fallet i produktiviteten under 2008 hänger sannolikt i hög grad samman med den kraftiga inbromsningen i konjunkturen framförallt mot slutet av året. När efterfrågan faller mer än väntat blir produktiviteten låg eftersom det tar tid för företagen att anpassa sin arbetsstyrka.

När det gäller utvecklingen på arbetsmarknaden visar diagram 27 att sysselsättningen ökade betydligt mer från mitten av 2006 och under hela 2007 än vad Riksbanken förutsåg i de prognoser som gjordes 2006 och fram till början av 2007. Den avtagande trenden under resten av prognosperioden fångades relativt väl i prognoserna.

Jämförelse med andra prognosmakare

■ ■ Inflationsprognosernas utveckling

Diagram 28 visar prognoserna för den genomsnittliga KPI-inflationen 2008 som olika prognosmakare gjorde under 2007 och 2008.⁸ Diagrammet tolkas på följande sätt: Varje markering representerar en viss inflationsprognos. De röda markeringarna visar Riksbankens prognoser medan de blå markeringarna visar prognoserna för ett antal andra prognosmakare. Hur hög inflation en prognosmakare prognostiserat läses av på den vertikala axeln medan den horisontella axeln visar när prognosen är gjord. Den streckade linjen i diagrammet visar det faktiska utfallet för KPI-inflationen 2008.

Det faktum att prognoser tenderar att bli mer träffsäkra ju kortare prognoshorisonten är illustreras av att ju längre ut till höger i diagrammet man kommer, det vill säga ju senare prognosen är gjord, desto mer samlade är prognoserna kring det faktiska utfallet (desto mer koncentrerade är markeringarna kring den streckade linjen). Under i stort sett hela 2007 var dock spridningen i inflationsprognoserna relativt stor. Även för prognoser som gjordes ungefär samtidigt kunde det skilja upp till 1 procentenhet.

Av diagram 28 framgår också att även om spridningen i prognoserna är stor är mönstret över tiden ungefär detsamma för alla prognosmakare. Under större delen av 2007 räknade de flesta med att inflationen 2008 skulle hamna strax över inflationsmålet på 2 procent, medan det faktiska utfallet alltså blev 3,4 procent. En förklaring till denna underskattning var den överraskande kraftiga uppgången

⁸ Analysen är baserad på data som samlats av Konjunkturinstitutet. En fördel med dessa data är att det framgår exakt när prognoserna är gjorda. Prognosjämförelsen innefattar tio prognosinstitut och deras helårsprognoser för BNP-tillväxten, KPI och andelen arbetslösa för perioden 1999-2008. De tio prognosinstituten är: Finansdepartementet, Handelns Utredningsinstitut, Konjunkturinstitutet, LO, Nordea, SEB, Svenska Handelsbanken, Svenskt Näringsliv, Swedbank och Riksbanken.

i priserna på olja och andra råvaror under andra halvan av 2007 och början av 2008. Att produktiviteten utvecklades svagare än väntat bidrog också till att inflationen underskattades. I slutet av 2007 började prognosmakarna revidera upp sina inflationsprognoser. Under andra halvan av 2008 tenderade inflationsprognoserna till och med att under en tid överstiga det slutliga utfallet. En viktig förklaring till det är att det var svårt att förutsäga att finanskrisen skulle ta en sådan dramatisk vändning under hösten och därmed också att inflationen skulle falla så snabbt, bland annat till följd av att Riksbankens egna räntesänkningar påverkade hushållens räntekostnader.

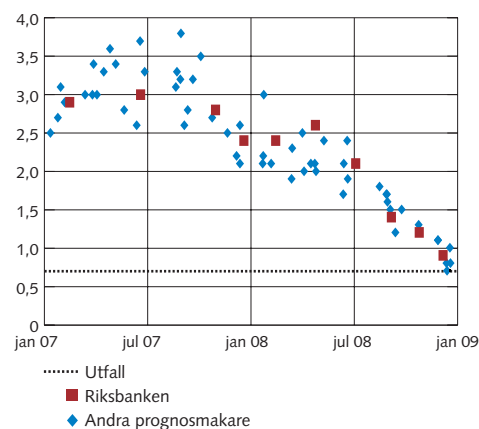
■ ■ Prognoserna för BNP-tillväxten

Diagram 29 visar de prognoser för BNP-tillväxten 2008 som olika prognosmakare gjorde under 2007 och 2008. Även i detta fall är det tydligt att prognoserna följer ett gemensamt mönster. Till skillnad från prognoserna för inflationen tenderade dock prognosmakarna att inledningsvis överskatta BNP-tillväxten. Under större delen av 2007 räknade alla prognosmakare med att tillväxten 2008 skulle bli i genomsnitt ungefär 2 procentenheter högre än vad den blev.⁹ I slutet av 2007 började prognoserna för tillväxten revideras ned till i genomsnitt strax över 2 procent. Under andra halvan av 2008 reviderades prognoserna ned ytterligare, till en tillväxt på omkring 1 procent. Att tillväxten överskattades berodde i hög grad på att den turbulens som rådde på de finansiella marknaderna sedan mitten av 2007 började påverka den reala ekonomin. I Sverige hade ett försämrat stämningsläge hos hushållen och ökad osäkerhet lett till en svagare utveckling än väntat av den privata konsumtionen redan i början av 2008.

De prognosmakare som gjorde explicita prognoser på produktiviteten räknade med att den skulle utvecklas betydligt starkare än vad som blev fallet (se diagram 30). Även efter att man kunde konstatera att produktivitetens utveckling 2007 blev överraskande låg räknade de flesta med en återhämtning 2008. Den kom dock inte till stånd utan produktivitetens utveckling fortsatte att överraska negativt. Som diskuterats ovan hänger den svaga produktivitetens utveckling 2008 i hög grad samman med den vikande efterfrågan. Diagram 30 kan därmed ses som en spegling av diagram 29.

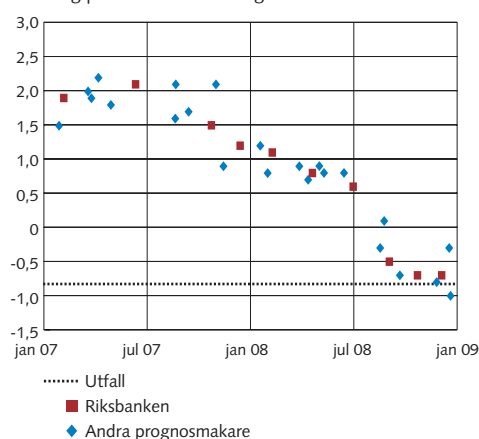
Sammantaget kan man konstatera att Riksbanken och andra prognosmakare gjorde ungefär samma felbedömningar av utfallet för inflationen och BNP-tillväxten 2008. Det som främst bidrog till prognosfelet var störningar till bland annat efterfrågan och energi- och livsmedelspriserna. Störningar, det vill säga överraskande förändringar, är per definition svåra eller omöjliga att förutsäga och kan ofta förklara varför prognoser slår fel.

Diagram 29. BNP-tillväxten 2008, utfall och prognoser
Årlig procentuell förändring



Anm. Andra prognosmakare avser de som anges i fotnot 8.
Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 30. Arbetsproduktiviteten 2008, utfall och prognoser
Årlig procentuell förändring



Anm. Avser kalenderkorrigerad produktivitet för hela ekonomin. Andra prognosmakare avser Finansdepartementet, Konjunkturinstitutet, LO och SEB. Med undantag av Konjunkturinstitutet är dessa de prognosmakare som kontinuerligt publicerar produktivitetens prognoser. Konjunkturinstitutets produktivitetens prognoser är beräknade utifrån deras prognoser på BNP respektive arbetade timmar.
Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

⁹ Data för BNP det fjärde kvartalet 2008 hade ännu inte publicerats när denna text skrevs. Utfallet för BNP-tillväxten byggs därför på Riksbankens prognos i PPR februari 2009.

En ny metod att beräkna prognosernas träffsäkerhet

Av diagrammen ovan kan det vara svårt att utläsa hur väl Riksbanken lyckats prognostisera utvecklingen jämfört med andra prognosmakare. Ett sätt att få ett sammanfattande mått på en prognosmakares träffsäkerhet är att beräkna det genomsnittliga prognosfelet, det vill säga beräkna hur mycket prognoserna i genomsnitt avviker från det slutliga utfallet. Detta sammanfattande mått kan sedan jämföras mellan olika prognosmakare.

En svårighet vid en sådan jämförelse är att olika prognosmakare gör sina prognoser vid olika tillfällen. Det innebär att prognoserna baserats på olika mycket information. Det kan till exempel handla om att vissa prognosmakare, men inte andra, kunnat ta hänsyn till en nyligen publicerad BNP- eller KPI-siffra i sina prognoser. En prognosmakare som till exempel systematiskt publicerar sina prognoser senare än andra kommer att i genomsnitt kunna basera sina prognoser på en större mängd information – och i genomsnitt ha en kortare prognoshorisont – än övriga prognosmakare.

Riksbanken har utarbetat en metod som tar hänsyn till att prognosmakare haft tillgång till olika mycket information när de gjort sina prognoser.¹⁰ Metoden bygger på antagandet att en del av det genomsnittliga prognosfelet hos en prognosmakare kan förklaras av längden på prognoshorisonten. En prognosmakare som publicerar sina prognoser senare än andra – och därför har en kortare genomsnittlig prognoshorisont – kan också förväntas ha en något bättre träffsäkerhet. En direkt jämförelse mellan olika prognosmakares genomsnittliga prognosfel riskerar därför att bli missvisande.

Metoden går ut på att med en statistisk metod skatta hur stor del av prognosfelet hos varje prognosmakare som kan förklaras av längden på prognoshorisonten.¹¹ Den resterande delen av prognosfelet, den del som alltså inte beror på skillnader i längden på prognoshorisonten, blir sedan ett mått som kan användas för en mer rättvisande jämförelse mellan olika prognosmakare (se rutan nedan för en teknisk beskrivning av metoden).¹²

10 M. Andersson och T. Aranki, "En jämförelse mellan olika prognosmakares förmåga givet publiceringstidpunktens betydelse", under publicering i *Penning- och valutapolitik*.

11 Det är det genomsnittliga *absoluta* prognosfelet som används vid beräkningarna, det vill säga tecknet på de enskilda prognosavvikelseerna spelar inte någon roll.

12 Eftersom Riksbanken i genomsnitt publicerar sina prognoser något senare än andra prognosmakare (har en kortare prognoshorisont) korregerar metoden inte till Riksbankens fördel.

Ett sätt att kontrollera för skillnader i informationsmängd mellan olika prognosmakare

Låt y_t vara utfall för variabel y år t (till exempel BNP-tillväxten 2008) och anta att prognosen på y är $\hat{y}(h)_{it}$, där h anger hur många månader före utfall prognosen är publicerad. h är således ett mått på den tillgängliga informationsmängden vid publiceringstillfället (ju lägre h desto kortare prognoshorisont och desto mer information). i är ett index för olika prognosmakare.

Prognosmakare i 's olika absoluta prognosfel (ε_{it}) kan således definieras som

$$(1) \quad \varepsilon_{it} = |y_t - \hat{y}(h)_{it}|$$

Medelabsolutfelet (MAF) för prognosmakare i beräknas som

$$(2) \quad MAF_i = \frac{\sum \varepsilon_{it}}{n_i}$$

där n_i = antal prognoser som respektive prognosmakare har gjort.

Ofta används MAF enligt ekvation (2) för att jämföra olika prognosmakare.

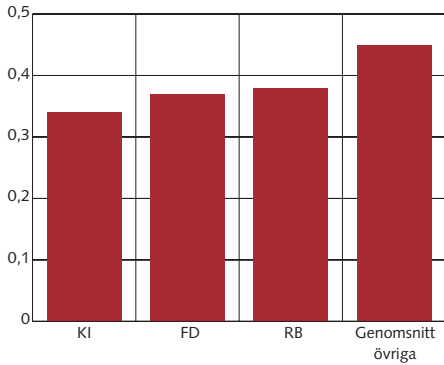
Utgångspunkten för den nya beräkningsmetoden är att de absoluta prognosfelen i ekvation (1) kan delas upp i olika komponenter: en komponent som beror på den tillgängliga informationsmängden vid publiceringstillfället (prognoshorisonten), en komponent som avspeglar de olika prognosmakarnas generella prognosförmåga (μ_i) och en komponent som fångar att olika år är olika svåra att prognostisera för alla prognosmakare (λ_t).

De absoluta prognosfelen kan därmed delas upp enligt följande:

$$(3) \quad \varepsilon_{it} = \alpha h_{it} + \mu_i + \lambda_t + e_{it}$$

Genom att estimeras ekvation (3) med en statistisk metod och jämföra estimatet på μ_i för de olika prognosmakarna kan man göra en jämförelse där man beaktat att prognosmakare publicerar sina prognoser vid olika tillfällen och således har tillgång till olika mängd information.

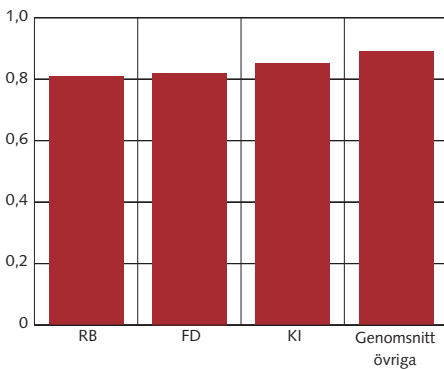
Diagram 31. Träffsäkerhet i prognoserna för KPI hos olika prognosmakare 1999- 2008
Justerat absolut medelfel i procentenheter



Anm. KI = Konjunkturinstitutet, FD = Finansdepartementet och RB = Riksbanken. Övriga prognosmakare framgår av fotnot 8.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

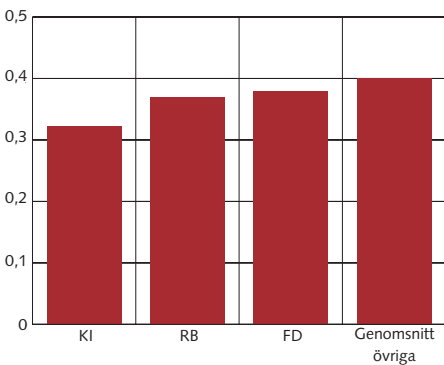
Diagram 32. Träffsäkerhet i prognoserna för BNP-tillväxt hos olika prognosmakare 1999- 2008
Justerat absolut medelfel i procentenheter



Anm. Se anmärkning till diagram 31 för en förklaring till förkortningarna.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

Diagram 33. Träffsäkerhet i prognoserna för arbetslöshet hos olika prognosmakare 1999- 2008
Justerat absolut medelfel i procentenheter



Anm. Se anmärkning till diagram 31 för en förklaring till förkortningarna.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

■ ■ Träffsäkerheten hos Riksbanken och andra prognosmakare

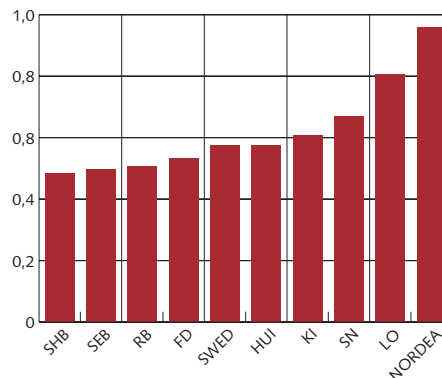
Ett ytterligare förhållande som bör beaktas vid prognosjämförelser är att det inte går att dra några slutsatser om den generella prognosförmågan hos en prognosmakare genom att studera träffsäkerheten under en så kort period som ett år. Även prognosmakare med en god genomsnittlig träffsäkerhet kan lyckas mindre bra ett enskilt år. För en mer rättvisande jämförelse krävs en längre observationsperiod.

I diagram 31-33 visas det mått som beskrivits ovan – prognosfelet justerat för skillnader i prognoshorizonten – för prognoserna gjorda den senaste tioårsperioden, det vill säga 1999-2008. Ju lägre stapel, desto mindre justerat prognosfel och desto högre prognosprecision. De större prognosmakarna – Finansdepartementet, Konjunkturinstitutet och Riksbanken – redovisas separat medan de övriga redovisas som ett genomsnitt. Det framgår av diagrammen att de större prognosmakarna, som kan antas ha mer resurser, haft en jämförelsevis god träffsäkerhet. Det kan vara värt att notera att Riksbankens prognoser fram till den tredje inflationsrapporten 2005 baserades på antagandet om oförändrad reporänta. Det kan ha bidragit till en sämre träffsäkerhet.

Det är dock viktigt att understryka att osäkerheten är relativt stor och det är svårt att hitta signifikanta skillnader mellan prognosmakare. En förklaring till det är sannolikt att olika prognosmakares prognoser tenderar att följa varandra relativt väl, såsom indikeras av diagram 28-30.

I diagram 34-36 visas prognosfelet justerat för skillnader i prognoshorisonten när det gäller prognoserna enbart för utvecklingen 2008. För såväl inflationen som arbetslösheten och BNP-tillväxten var träffsäkerheten i Riksbankens prognoser jämförelsevis god under 2008. Som konstaterats ovan kan slumpen ha stort genomslag enskilda år. Diagrammen ska därför tolkas som att de visar ett deskriptivt, sammanfattande mått på hur väl olika prognosmakare lyckats förutsäga utfallet för just 2008. Exempelvis sammanfattar diagram 34 den information som implicit finns i diagram 28.

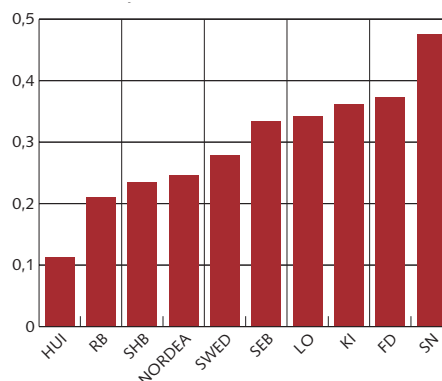
Diagram 34. Träffsäkerhet i prognoserna för KPI hos olika prognosmakare 2008
Justerat absolut medelfel i procentenheter



Anm. SHB=Svenska Handelsbanken, RB=Riksbanken, FD=Finansdepartementet, SWED=Swedbank, HUI=Handels Utredningsinstitut, KI=Konjunkturinstitutet och SN=Svenskt Näringsliv.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

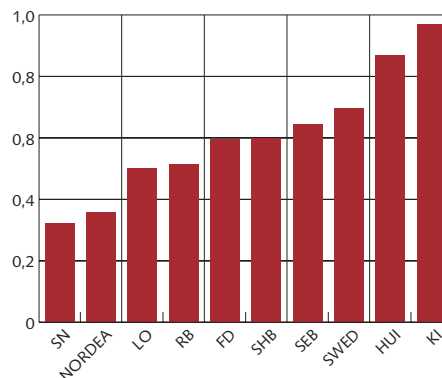
Diagram 35. Träffsäkerhet i prognoserna för arbetslöshet hos olika prognosmakare 2008
Justerat absolut medelfel i procentenheter



Anm. Se anmärkning till diagram 34 för en förklaring till förkortningarna.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

Diagram 36. Träffsäkerhet i prognoserna för BNP-tillväxt hos olika prognosmakare 2008
Justerat absolut medelfel i procentenheter



Anm. Se anmärkning till diagram 34 för en förklaring till förkortningarna.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

I början av 2006 höjde Riksbanken räntan för första gången på nästan fyra år, från den vid ingången av året låga nivån 1,5 procent. Det blev upptakten till en fas av räntehöjningar som fortsatte under större delen av perioden 2006-2008. Från sista kvartalet 2007 och under större delen av 2008 pressades inflationen upp högt över målet av framförallt kraftigt ökade priser på energi och livsmedel. För att hindra den höga inflationen från att bita sig fast fortsatte Riksbanken höja räntan fram till början av september 2008, då räntan nådde 4,75 procent. Samtidigt hade tillväxten börjat dämpas både i Sverige och i omvärlden, inte minst till följd av den internationella finansiella oron. De penningpolitiska övervägandena under de tre första kvar-

talen 2008 handlade om att hantera dessa motstridiga krafter – å ena sidan ett stigande inflationstryck och å andra sidan en svagare konjunktur. I mitten av september 2008 förvärrades den globala finansiella krisen vilket förändrade läget dramatiskt. Den redan pågående konjunkturedgången fördjupades snabbt. I kombination med lägre priser på olja och andra råvaror talade detta för att inflationstrycket skulle bli betydligt lägre framöver. Det fanns nu inte längre någon konflikt mellan hänsynen till den reala ekonomin och inflationsmålet. För att klara inflationsmålet och för att mildra effekterna av den finansiella krisen på den reala ekonomin sänkte Riksbanken reporäntan kraftigt i slutet av 2008 ned till 2 procent.

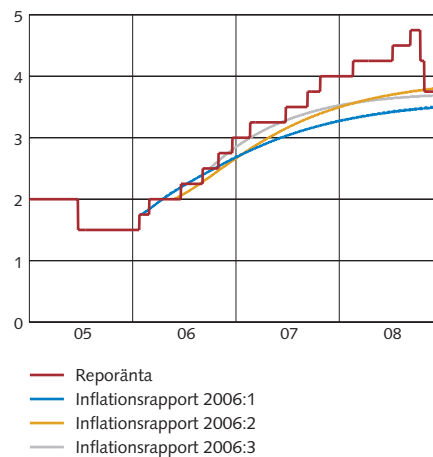
Beslut under 2006

■ ■ Räntehöjningar i januari och februari

I början av 2006 bedömde Riksbanken att konjunkturuppgången skulle fortsätta under året, men därefter mattas något efter hand. Situationen på arbetsmarknaden tycktes också ha ljusnat. Men eftersom produktiviteten samtidigt ökade snabbt bedömde Riksbanken att kostnadstrycket ändå skulle bli dämpat. Inflationen var låg men väntades öka och på ett par års sikt vara nära målet. Bedömningen förutsatte att Riksbanken höjde reporäntan från 1,5 procent, som den var vid ingången av året, och att höjningarna sedan fortsatte gradvis, i linje med förväntningarna på de finansiella marknaderna. Av dessa skäl beslutade direktionen att höja reporäntan med 0,25 procentenheter vid de penningpolitiska sammanträdena både i januari och i februari (se diagram 37). I februari noterade direktionen att inflationstrycket var lågt och att reporäntan kanske skulle kunna höjas i något långsammare takt framöver jämfört med den utveckling av räntan som prognoserna byggde på.

Både i januari och i februari ansåg direktionen att det fanns skäl att väga in att huspriserna och utlåningen till hushållen under en följd av år stigit i en takt som inte verkade vara långsiktigt hållbar. Det skulle kunna innebära risker för kraftiga fluktuationer i ekonomin längre fram i tiden. Ett sätt att ta hänsyn till dessa risker var att höja räntan något tidigare än vad som hade förefallit som den mest lämpliga tidpunkten om hänsyn endast tagits till inflationen. Syftet var att bidra till att huspriserna dämpades och därigenom se till att den reala ekonomin och inflationen utvecklades stabilt även i ett längre tidsperspektiv.¹³

Diagram 37. Reporänteutfall och implicita terminräntor 2006
Procent



Anm. De implicita terminräntorna är de 15-dagars genomsnitt som prognoserna för huvudscenariot i inflationsrapporterna under 2006 bygger på.

Källa: Riksbanken

¹³ Att Riksbanken vid utformningen av penningpolitiken på detta sätt gav en explicit roll till utvecklingen av huspriserna var något som kritiserades i F. Giavazzi och F. Mishkin, "En utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995-2005", Rapporter från riksdagen 2006/07:RFR 1, Finansutskottet. Vilken roll priser på bostäder och andra tillgångar bör spela vid utformningen av penningpolitiken är alltså en omstridd fråga som diskuteras såväl inom centralbanksvärlden som i den akademiska forskningen.

I april pekade ny information på att konjunkturen i omvärlden var något starkare än väntat. Synen på den svenska konjunkturutvecklingen var däremot i stort oförändrad. Ny statistik visade visserligen att utvecklingen mot slutet av 2005 varit något svag, men flera indikatorer tydde på att det varit en tillfällig avmattning. Inflationen hade blivit något högre än väntat, vilket i huvudsak förklarades av att energipriserna var oväntat höga. Direktionen bedömde att det rörde sig om en tillfällig uppgång. Reporäntan lämnades därför oförändrad på 2 procent vid det penningpolitiska mötet i april.

■ ■ Fortsatta räntehöjningar under andra halvåret

I juni 2006, i den andra inflationsrapporten för året, bedömde direktionen att det åter var dags att höja räntan med 0,25 procentenheter. Ny statistik indikerade att uppgången i konjunkturen fortsatte. Både tillväxten och sysselsättningen såg ut att öka lite snabbare framöver. Samtidigt hade energipriserna stigit mer än väntat vilket fick Riksbanken att justera upp inflationsprognosen för den närmaste tiden. På sikt visade prognoserna att inflationen skulle stiga mot målet ungefär som i tidigare bedömningar om Riksbanken gradvis höjde reporäntan. Direktionen noterade vid detta tillfälle att det var möjligt att det fanns behov av något fler räntehöjningar under det närmaste året än vad marknadsaktörerna förväntat sig under den senaste tiden. Så blev också fallet.

Under det andra halvåret visade ny statistik över nationalräkenskaper och arbetsmarknad att uppgången i konjunkturen var starkare än vad Riksbanken hade räknat med. Att hushållens skuldsättning och huspriserna fortsatt att stiga snabbt stödde bilden av att efterfrågeläget var starkt. Riksbanken noterade också att läget på arbetsmarknaden tydligt hade förbättrats vilket avspeglades i att sysselsättningen tagit fart. Produktiviteten hade visserligen ökat överraskande snabbt men den sammantagna bedömningen var att Riksbanken skulle behöva höja reporäntan ytterligare för att inflationen skulle ligga på målet. Reporäntan höjdes därför med 0,25 procentenheter både i augusti och i oktober 2006. I oktober bedömde Riksbanken visserligen att inflationen skulle vara något under målet på två års sikt, men också att detta delvis skulle bero på att fallande energipriser tillfälligt skulle dämpa prisökningstakten. När väl denna effekt så småningom klingat av bedömde Riksbanken att inflationen åter skulle stiga.

I december höjde direktionen reporäntan med 0,25 procentenheter igen mot bakgrund av att konjunkturen var fortsatt stark och inflationen steg. Liksom tidigare bedömdes inflationen hamna nära målet på två års sikt om reporäntan höjdes gradvis.

■ ■ Reaktionerna på Riksbankens penningpolitik under 2006

I den tredje inflationsrapporten 2005 hade Riksbanken för första gången baserat prognoserna på marknadsaktörernas förväntningar

om reporäntan som de avspeglas i de så kallade implicita terminsräntorna. Till skillnad från det tidigare antagandet om konstant reporänta byggde prognoserna därmed på att reporäntan kunde variera under prognosperioden (se diagram 37).

Vid räntebeslutet i februari 2006 var reaktionerna små, trots att direktionen i pressmeddelandet om räntebeslutet noterade att reporäntan kanske skulle kunna höjas i något långsammare takt framöver jämfört med den ränteutveckling som förväntas på marknaden och som prognoserna byggde på. Strax före räntebeslutet hade dock överraskande låg månadsstatistik för KPI publicerats vilket lett till att marknadsaktörerna redan justerat ned sina förväntningar om den framtida utvecklingen av reporäntan.

Under vintern 2005/2006 fanns det en viss osäkerhet hos vissa marknadsaktörer om dateringen på de implicita terminsräntor som direktionen förhöll sig till vid räntebesluten. Riksbanken försökte under våren åtgärda denna otydlighet. Efter ett tal och det räntebeslut som togs i april upplevdes kommunikationen från Riksbanken som tydligare. Direktionens uttalande i juni att det var möjligt att det fanns behov av något fler räntehöjningar under det närmaste året än vad marknadsaktörerna förväntat sig under den senaste tiden fick framförallt de långa räntorna att stiga och marknadsaktörer justerade upp sina prognoser för räntan. De rapporter och räntebeslut som togs under resten av 2006 gav inte upphov till några större överraskningar.

Beslut under 2007

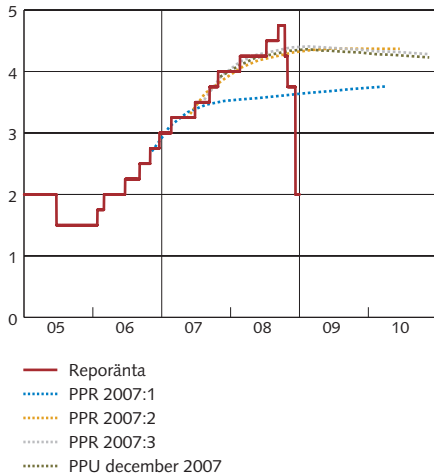
■ ■ Räntehöjning i februari och prognos om ytterligare ett par höjningar

I början av året såg Riksbanken en stark konjunktur framför sig såväl i Sverige som i omvärlden. Sysselsättningen och produktiviteten väntades fortsätta att öka i snabb takt, även om Riksbanken bedömde att produktivitetsutvecklingen skulle dämpas i takt med att läget på arbetsmarknaden förbättrades. Priserna såg ut att öka i långsammare takt än väntat till följd av lägre energipriser och en starkare krona under 2007, men Riksbanken bedömde att inflationen framöver skulle stiga gradvis i takt med att resursutnyttjandet ökade.

I februari presenterade Riksbanken för första gången en egen ränteprognos. Enligt prognosen behövde reporäntan höjas ett par gånger under det första halvåret för att inflationen skulle hamna på målet och den realekonomiska utvecklingen bli balanserad. Vid det penningpolitiska sammanträdet i februari beslutade direktionen därför att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 3,25 procent.¹⁴

¹⁴ En analys av hur väl Riksbanken lyckats påverka förväntningarna om den framtida reporäntan genom att publicera en egen reporänteprognos görs i L.E.O. Svensson, "Transparency under Flexible Inflation Targeting", uppsats presenterad vid Riksbankens konferens "Refining Monetary Policy: Transparency and Real Stability", 5-6 september 2008. Slutsatsen är att Riksbanken förefaller ha lyckats relativt väl med att påverka förväntningarna, även om det inte har varit någon fullständig framgång. I studien konstateras också att för att kunna dra säkrare slutsatser krävs en längre observationsperiod.

Diagram 38. Reporänta, utfall och prognoser under 2007
Procent



Källa: Riksbanken

■ ■ Oförändrad ränta under våren men reviderad bedömning av framtida räntor

I mars hade bedömningen av de framtida konjunktur- och inflationsutsikterna endast ändrats marginellt. De nya löneavtalen som började förhandlas fram såg visserligen ut att öka riskerna för ett högre inflationstryck något. Men Riksbanken ansåg att det var för tidigt att dra några slutsatser om avtalens effekter på kostnadstrycket innan de var klara. Mot den bakgrunden lämnades reporäntan oförändrad i enlighet med den utveckling av reporäntan som publicerats i februari. Samtidigt gjordes, liksom i februari, bedömningen att reporäntan skulle komma att behöva höjas med ytterligare 0,25 procentenheter under de kommande månaderna och att man därefter sannolikt kunde avvakta något med ytterligare en höjning.

I maj förstärktes bilden av ett stigande kostnadstryck. Även om konjunkturen utvecklades ungefär i linje med Riksbankens prognos fanns det faktorer som kunde öka inflationstrycket. Finanspolitiken såg ut att bli mer expansiv än vad som antagits tidigare och arbetslösheten hade blivit något lägre. Avtalsförhandlingarna såg dessutom ut att resultera i något högre löneökningar än i tidigare prognoser. Men det fanns också faktorer som enligt Riksbankens bedömning talade för att inflationen skulle hållas tillbaka, till exempel fortsatt stark produktivitetstillväxt och låga importpriser. Mot den bakgrunden beslutade direktionen att lämna reporäntan oförändrad. Någon ny ränteprognos publicerades inte men direktionen gjorde en kvalitativ bedömning av den prognos som publicerats i februari. Bedömningen var att utvecklingen av kostnadstrycket sannolikt innebar att reporäntan framöver behövde höjas mer än ränteprognosen från februari gav uttryck för.

■ ■ Räntehöjning i juni och uppjusterad ränteprognos

I juni visade ny statistik att BNP-tillväxten i Sverige det första kvartalet hade dämpats oväntat snabbt. Men olika indikatorer tydde på att försvagningen av tillväxten bara var tillfällig. Konjunkturen i omvärlden utvecklades fortfarande starkt och hushållens disponibla inkomster väntades öka kraftigt. Bilden blev allt tydligare av att arbetsmarknaden var stramare och att kostnadstrycket steg. Den överraskande låga tillväxten i produktiviteten tillsammans med höga löneökningar ledde till att enhetsarbetskostnaderna hade skjutit i höjden redan under det första kvartalet, efter att i stort sett varit oförändrade under tre år.

Det ökade kostnadstrycket och den starka konjunkturen gjorde att Riksbanken höjde reporäntan med 0,25 procentenheter till 3,5 procent (se diagram 38). Beslutet var i linje med den prognos för räntan som lagts fast i februari. Men samtidigt justerade direktionen upp prognosen för räntebanan de kommande åren. Direktionen bedömde att reporäntan borde ligga kring 4 procent i slutet av 2007 och sedan följas av ytterligare en eller ett par höjningar de kommande åren.

■ ■ Ökad osäkerhet under hösten men räntehöjningar i linje med tidigare bedömning

Under det andra halvåret kom ytterligare tecken som förstärkte bilden av en stramare arbetsmarknad och ett högre kostnadstryck. Sysselsättningen ökade ungefär i den takt som förväntats men utbudet av arbetskraft utvecklades svagare. Den öppna arbetslösheten blev därför lägre än förutsett. Tillväxten under andra kvartalet var alltså god och olika enkätresultat tydde på att konjunkturen var fortsatt stark under sommaren. Riksbanken ansåg att produktivitetens utvecklingen var en nyckelfaktor i bedömningen av hur inflationen skulle fortsätta att utvecklas de närmaste åren. Produktiviteten hade utvecklats svagare än väntat under första kvartalet. I takt med att inflationen ökat hade också företag och hushåll reviderat upp sina förväntningar om inflationen för det kommande året.

Den nya informationen om den svenska ekonomin tydde alltså på att inflationstrycket var lite starkare än väntat och att prognosen för reporäntan därför borde justeras upp något. Å andra sidan hade osäkerheten ökat betydligt om styrkan i tillväxten i omvärlden. Detta berodde på den finansiella oro som hade brutit ut i spåren av krisen på den amerikanska bolånemarknaden. Nedgången på bostadsmarknaden och finansiell oro hade lett till svagare tillväxt i USA. I augusti hade en allmän osäkerhet och minskad vilja att investera i riskfyllda tillgångar lett till högre riskpremier och sjunkande börskurser. Riksbanken bedömde att problemen i den amerikanska ekonomin kunde dämpa utvecklingen något även i den svenska ekonomin.

Sammantaget var slutsatsen i september och oktober ändå att reporäntan skulle behöva höjas i ungefär samma takt som direktionen räknade med i juni. Reporäntan höjdes därför med 0,25 procentenheter både i september och i oktober (se diagram 38). Under sista kvartalet tilltog osäkerheten om utvecklingen i omvärlden till följd av krisen på den amerikanska bolånemarknaden. Den svenska tillväxten såg också ut att bromsa in snabbare än väntat. Den finansiella oron gjorde att skillnaderna ökade mellan räntor på lån mellan banker, den så kallade interbankräntan, och räntor på statspapper. Det ledde till att lånekostnaderna steg för företag och hushåll, vilket väntades dämpa efterfrågan. Samtidigt blev inflationen högre än väntat. Läget fortsatte alltså att vara svårbedömt med krafter som drog åt olika håll. Reporäntan lämnades oförändrad och ränteprognosen justerades ned marginellt i december.

■ ■ Reaktionerna på Riksbankens penningpolitik och ränteprognoser under 2007

I den första penningpolitiska rapporten 2007 baserade Riksbanken för första gången prognoserna på en egen bedömning av reporäntans framtida utveckling. Den prognos som presenterades pekade på att reporäntan skulle behöva höjas måttligt de kommande åren (se diagram 38). Det förvånade en del ekonomiska bedömare och mark-

nadsaktörer som själva justerat upp sina egna ränteprogner i samband med en allmän ränteuppgång i omvärlden. Reaktionerna blev därför förhållandevis stora. Räntorna sjönk och kronan försvagades. Men mot bakgrund av den skillnad som fanns mellan Riksbankens och andra bedömares prognoser var räntenedgången ändå ganska begränsad. Även efteråt låg den implicita terminsräntekurvan över Riksbankens ränteprogner. En anledning var att vissa marknadsaktörer gjorde en annan bedömning av konjunkturläget och dess effekter på inflationstrycket. De trodde att Riksbanken så småningom skulle behöva revidera bedömningen av inflationstrycket och höja sin prognos för räntan. Det fanns dock relativt stora skillnader mellan olika bedömare och vissa låg nära Riksbankens syn på de ekonomiska utsikterna och behovet av räntehöjningar.

I den andra rapporten justerade Riksbanken upp prognosen för reporäntans utveckling (se diagram 38). Återigen blev reaktionerna på Riksbankens prognos förhållandevis stora. Denna gång steg räntorna jämförelsevis mycket och kronan stärktes kraftigt. Riksbankens prognos för utvecklingen av räntan på kort sikt skilde sig inte särskilt mycket från marknadens förväntningar. Däremot låg de implicita terminsräntorna över Riksbankens prognos för räntan på längre sikt. Trots detta steg räntorna både på kort och på lång sikt när Riksbanken publicerade sin prognos. Storleken på marknadsreaktionerna kan delvis förklaras av att räntorna steg i omvärlden. Sannolikt hade också marknadsaktörer förväntat sig att Riksbanken skulle publicera en lägre ränteprogner.

I samband med publiceringen av de två första ränteprognerna riktades viss kritik mot Riksbanken för att prognoserna överraskat marknaden. Denna kritik kopplades också samman med de förändringar av den penningpolitiska kommunikationen som direktionen genomförde under våren 2007, framförallt publiceringen av en egen ränteprogner och beslutet att endast ge signaler om den framtida penningpolitiken i samband med penningpolitiska möten.¹⁵ Ledamöter i Riksbankens direktion kommenterade detta i tal och poängterade att motiven till de genomförda förändringarna varit att bli ännu mer öppna och tydliga med hur penningpolitiken bedrivs. De betonade samtidigt att det skulle komma att ta en viss tid för alla parter att anpassa sig till räntebanan och att kommunikationen mellan parterna skulle bli allt bättre allteftersom erfarenheten av den nya ordningen ökade.

Riksbankens prognos för reporäntan som presenterades i oktober överensstämde väl med prognoserna hos andra bedömare och reaktionerna på publiceringen var relativt små. Vid publiceringen av ränteprogner i den penningpolitiska uppföljningen i december sjönk räntorna något.

¹⁵ Se Irma Rosenberg, "Förändringar i den penningpolitiska kommunikationen", pressmeddelande nr 22, 11 maj 2007.

Penningpolitiska beslut under 2008

■ ■ Rättehöjning i februari och prognos om oförändrad reporänta under resten av året

I början av året var konjunkturen i Sverige god och arbetsmarknaden stark. Riksbanken gjorde visserligen bedömningen att tillväxten i BNP skulle dämpas under året och sysselsättningen öka långsammare. Men det handlade inte om någon kraftig försvagning av konjunkturen.

Inflationen hade stigit snabbt i Sverige i slutet av 2007 och bedömdes bli hög också under 2008. Framförallt förklarades det av stigande priser på energi och livsmedel. Men Riksbanken konstaterade att det underliggande inflationstrycket och inflationsförväntningarna också hade stigit, vilket kunde hota inflationsmålet även på lite längre sikt. Produktionsresurserna var mer ansträngda än normalt och produktionskostnaderna steg i snabb takt. Produktiviteten utvecklades svagt och timlönerna steg i en högre takt än tidigare.

På det internationella planet hade turbulensen på de finansiella marknaderna fortsatt. Det rådde stor osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen i USA och spridningseffekterna till omvärlden. Risken för en svagare utveckling i världsekonomin ansågs ha ökat.

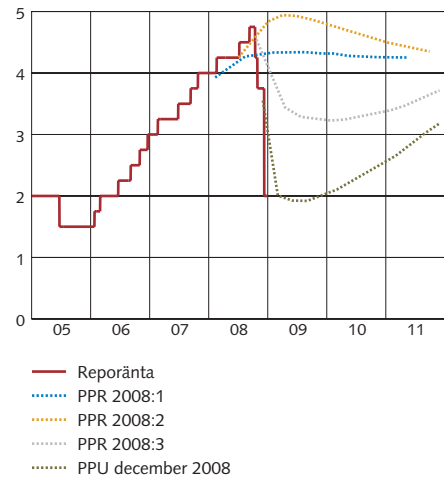
Riksbanken bedömde vid det penningpolitiska mötet i februari att räntan behövde höjas med 0,25 procentenheter till 4,25 procent för att sedan lämnas oförändrad under resten av året (se diagram 39). Det skulle bidra till att föra tillbaka inflationen mot målet på 2 procent på ett par års sikt. Men osäkerheten i bedömningen ansågs vara stor. Exempelvis innehöll den penningpolitiska rapporten ett riskscenario där ett högre oljepris de kommande tre kvartalen skulle ge högre inflation och reporänta samt lägre BNP-tillväxt. Riksbanken konstaterade att penningpolitiken måste ta hänsyn till två motstridiga krafter – å ena sidan hög inflation och ett högt kostnadstryck och å andra sidan risker förknippade med turbulensen på de internationella finansiella marknaderna och en svagare internationell konjunktur.

Vid mötet i april hade den grundläggande bilden från februari inte förändrats i någon större utsträckning. Riksbanken lämnade räntan oförändrad och den förväntades bli kvar på 4,25 procent under resten av 2008.

■ ■ Rättehöjning i juli och uppjustering av ränteprognosen

Även i juli handlade de penningpolitiska övervägandena i hög grad om att hantera å ena sidan ett stigande inflationstryck och å andra sidan en svagare konjunktur. Tillväxten fortsatte att dämpas både i Sverige och i omvärlden, inte minst till följd av den internationella finansiella oron. Riksbanken konstaterade att det fortfarande inte gick att säga när läget på de finansiella marknaderna skulle normaliseras. Det fanns tecken på en snabbare och mer uttalad inbromsning i den svenska konjunkturen än vad som väntades i februari och april.

Diagram 39. Reporänta, utfall och prognoser under 2008
Procent



Källa: Riksbanken

Bland annat hade den svenska ekonomin växt långsammare än väntat under första kvartalet 2008. Resursutnyttjandet hade fallit men väntades vara normalt i slutet av prognosperioden enligt Riksbankens bedömning.

Samtidigt hade inflationen fortsatt att stiga och nådde under sommaren drygt 4 procent vilket var den högsta nivån sedan mitten av 1990-talet. Uppgången förklarades till stor del av att energipriserna stigit mer än förväntat under våren. I slutet av maj hade oljepriset stigit så mycket att det låg i linje med priset i riskscenariot i föregående penningpolitiska rapport. Riksbanken betonade att penningpolitikens uppgift inte är att försöka påverka förändringar i relativa priser, det vill säga att vissa priser stiger mer än andra. Riksbanken gjorde dock bedömningen att det fanns risk för att de kraftiga prisuppgångarna på livsmedel och olja skulle leda till att också andra priser började stiga för snabbt.

Mot bakgrund av att inflationen stigit överraskande snabbt och att risken för att den höga inflationen skulle bita sig fast bedömdes ha ökat, höjde Riksbanken räntan med 0,25 procentenheter till 4,5 procent. Det bedömdes att reporäntan behövde höjas ytterligare två gånger under året för att föra tillbaka inflationen mot målet på två års sikt.

Att de penningpolitiska avvägningarna var svåra vid mötet i juli framgick bland annat av att tre av direktionens ledamöterna reserverade sig mot prognosen i den penningpolitiska rapporten, den framtida räntebanan inkluderad. De bedömde att uppbromsningen av ekonomin skulle dämpa inflationstrycket i större utsträckning än vad som förutsattes i prognosen. Samtliga ledamöter stod dock bakom beslutet att höja räntan.

■ ■ Ny räntehöjning i september men nedjustering av ränteprognosen

Oron på de internationella finansiella marknaderna fortsatte under sommaren. Riksbanken konstaterade i september att det fortfarande var ovisst vad som skulle hända på de finansiella marknaderna framöver och att osäkerheten sannolikt skulle finnas kvar ett tag framåt. Konjunkturen i omvärlden hade dämpats mer än vad Riksbanken förväntade sig i juli. Oljepriserna på världsmarknaden och övriga råvarupriser hade fallit från en extremt hög nivå och väntades nu bli lägre framöver.

I likhet med utvecklingen i omvärlden hade BNP-tillväxten första halvåret i Sverige blivit svagare än väntat. Framåtblickande indikatorer pekade på en fortsatt försvagning och prognosen för BNP-tillväxten reviderades ner.

Inflationen var samtidigt fortsatt hög. Detsamma gällde inflationsförväntningarna (se diagram 14 i kapitel 3). Löneökningarna blev visserligen något lägre än väntat men till följd av vikande produktion och stabil sysselsättning utvecklades arbetsproduktiviteten

betydligt svagare jämfört med bedömningen i juli. Sammantaget blev effekten att enhetsarbetskostnaderna såg ut att öka snabbare än förväntat, framförallt på kort sikt. Det inhemska kostnadstrycket var således fortsatt högt.

Riksbanken beslutade i början av september att höja reporäntan till 4,75 procent. Jämfört med prognosen i juli justerades dock den framtida banan för reporäntan, som är en viktig del av penningpolitiken, ner. Skälet var dels att oljepriset och andra råvarupriser fallit, dels att tillväxten bromsat in mer än förväntat både i Sverige och i omvärlden. Nedjusteringen av räntebanan kan sägas ha inneburit en penningpolitisk lättning jämfört med prognosen i juli.

Det svårbedömda läget illustrerades av att tre av direktionsledamöterna reserverade sig mot både beslutet att höja räntan och den framtida räntebanan. De räknade med att uppbromsningen i ekonomin skulle komma att bli mer uttalad och inflationstrycket mer dämpat än vad prognosen förutsatte.

Efter det penningpolitiska mötet i september publicerade SCB reviderade siffror för KPI-inflationen för månaderna januari till juli 2008. Dessa siffror visade att KPI-inflationen varit något lägre än i de tidigare uppskattningarna. Den årliga ökningstakten i KPI var dock fortfarande hög och uppgick till 4,4 procent i september.

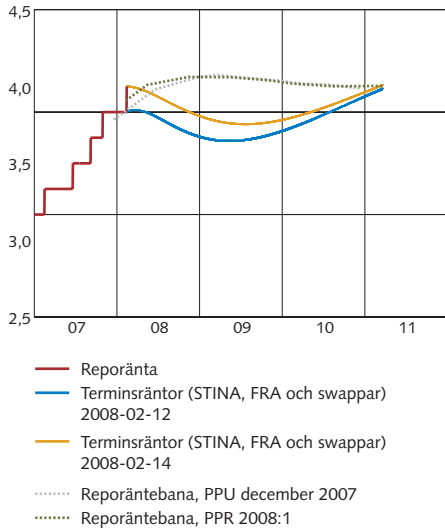
■ ■ Den finansiella krisen förvärras snabbt och räntan sänks kraftigt

I mitten av september förvärrades situationen på de internationella finansiella marknaderna dramatiskt. Krisen började nu också påverka de finansiella marknaderna i Sverige tydligt. På kort tid tvingades centralbankerna i flera länder, inklusive Riksbanken, att vidta åtgärder för att stötta enskilda banker och för att få de finansiella marknaderna att fungera bättre. Oron på de internationella finansiella marknaderna hade funnits med som en komponent i Riksbankens analyser under förhållandevis lång tid. Men att läget skulle försämrats så snabbt och så påtagligt som skedde under början av hösten var ändå oväntat.

Den globala finansiella krisen riskerade att avsevärt fördjupa den internationella konjunkturedgången. De ökade riskerna för en kraftig inbromsning av den ekonomiska tillväxten innebar samtidigt minskade inflationsrisker, bland annat till följd av sjunkande priser på olja och andra råvaror. Mot den bakgrunden sänkte ett antal centralbanker den 8 oktober sina styrräntor med 0,5 procentenheter i en gemensam aktion. De banker som deltog var Bank of Canada, Bank of England, den Europeiska centralbanken, Federal Reserve, Swiss National Bank och Riksbanken. Analysen och prognosen inför det kommande ordinarie penningpolitiska mötet var då så långt kommen att det redan stod klart att en sänkning av räntan behövdes. Riksbanken bedömde att det var en fördel att delta i en aktion samordnad med andra centralbanker.

Även vid det ordinarie penningpolitiska mötet den 22 oktober sänkte Riksbanken räntan med 0,5 procentenheter, till 3,75 procent. Riksbanken konstaterade att den finansiella krisen förvärrats och nu

Diagram 40. Reporänta och penningpolitiska förväntningar i Sverige februari 2008
Procent



Källa: Riksbanken

tydligt påverkade utvecklingen i Sverige. Krisen hade lett till högre lånekostnader för hushåll och företag, lägre förmögenheter och allmänt ökad osäkerhet. Prognosen för både inflationen och BNP-tillväxten under 2009 reviderades ner kraftigt.

Årets sista penningpolitiska möte tidigarelades med två veckor till den 3 december. Konjunkturen försämrades snabbt under november. Flera konfidensindikatorer, som sammanfattar stämningläget i den svenska ekonomin, föll till historiskt låga nivåer. Arbetsmarknaden fortsatte att försvagas och antalet varsel om uppsägningar ökade kraftigt (se diagram 19 i kapitel 3). BNP hade fallit både andra och tredje kvartalet. Det var framförallt hushållens konsumtion som utvecklades svagt. Finanskrisen ledde till en allmän kreditåtstramning och till att de korta marknadsräntorna kopplades loss från sin normala relation till reporäntan på grund av stigande riskpremier. Det innebar att de räntor som allmänheten mötte blev högre än normalt, givet nivån på reporäntan. Oljepriset och andra råvarupriser fortsatte att falla vilket pressade tillbaka inflationen. Prognoserna för såväl inflationen som BNP-tillväxten reviderades ner ytterligare. Bedömningen var att en kraftig sänkning av reporäntan och räntebanan var nödvändig för att dämpa fallet i produktionen och samtidigt klara inflationsmålet på ett par års sikt. Riksbankens direktion beslutade därför att sänka reporäntan med 1,75 procentenheter till 2 procent (se diagram 39). En oväntat snabb och kraftig försämring av det ekonomiska läget bemöttes alltså med en snabb anpassning av penningpolitiken under perioden oktober–december. Den innebar ett avsteg från de gradvisa förändringar av reporäntan som karakteriserar penningpolitiken under mer normala skeenden. Den innebar också att tidpunkten för räntebesluten kom att avvika från det på förhand bestämda schemat.

■ ■ Reaktionen på Riksbankens penningpolitik och ränteprognoiser under 2008

Den prognos för reporäntan som publicerades i den första penningpolitiska rapporten den 13 februari var i stort sett oförändrad jämfört med prognosen från december 2007. Riksbankens beslut att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 4,25 procent blev ändå en överraskning för många bedömare. Förväntningarna inför februari-mötet enligt prissättningen på penningmarknaden, enkäter och marknadsbrev var att reporäntan skulle lämnas oförändrad. Efter årsskiftet hade många bedömare dessutom reviderat ner sina ränteprognoiser i takt med att oron för utvecklingen på de internationella finansiella marknaderna ökat. Förväntningarna var inställda på att reporäntan skulle sänkas under året. Riksbankens prognos var dock att räntan skulle vara oförändrad. Den avvikande synen mellan Riksbanken och marknadsaktörerna bidrog till att marknadsreaktionerna blev förhållandevis stora. Räntorna steg kraftigt för framförallt korta löptider (se diagram 40) och kronan stärktes.

Beslutet i samband med den penningpolitiska uppföljningen i april att lämna reporäntan oförändrad var i linje med marknadsförväntningarna. Det väckte dock viss uppmärksamhet att Riksbanken hade ungefär samma syn på reporäntans utveckling framöver som i februari. Flera marknadsanalytiker hade spekulerat i att Riksbanken skulle revidera ned prognosen för reporäntan något.

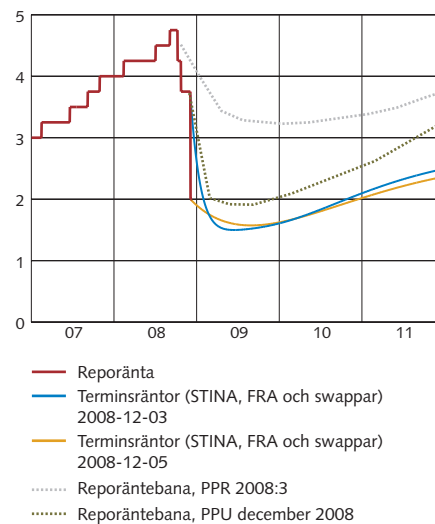
I samband med den andra penningpolitiska rapporten i juli fattade Riksbanken beslutet att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 4,50 procent. Beslutet var till stor del förväntat. Samtidigt gjorde Riksbanken bedömningen att reporäntan skulle komma att behöva höjas ytterligare ett par gånger under året. Riksbankens prognos för reporäntan justerades upp mer än vad marknadsaktörerna hade väntat sig. Räntorna steg och kronan stärktes.

I samband med den penningpolitiska uppföljningen i september var marknadsförväntningarna splittrade men med en övervikt mot en höjning av reporäntan med 0,25 procentenheter. Många ekonomer och analytiker räknade dessutom med att räntebanan skulle revideras ner. Riksbankens beslut att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 4,75 ledde till att räntor på värdepapper med kortare löptider justerades upp. Samtidigt förefaller Riksbankens nedrevidering av räntebanan framöver ha varit större än väntat, vilket ledde till att räntor med längre löptider föll något. Rapporteringen i medierna, som fokuserade mer på räntehöjningen än den nedreviderade räntebanan, var mestadels kritisk.

Sänkningen av reporäntan med 0,5 procentenheter till 4,25 procent vid det extrainsatta mötet den 8 oktober bidrog till en nedgång i räntor med kortare löptider. Både marknadsprissättning och olika bedömares prognoser indikerade att det var förväntat att reporäntan skulle sänkas, men att det skulle göras så mycket och så tidigt var överraskande. Reporäntan sänktes med ytterligare 0,50 procentenheter vid det ordinarie beslutstillfället i slutet av oktober då den tredje penningpolitiska rapporten publicerades. Räntesänkningen var större än väntat och den publicerade räntebanan implicerade fler och snabbare sänkningar än vad marknadsaktörerna hade räknat med.

Att sänkningen den 3 december skulle bli så stor som 1,75 procentenheter uppfattades likaså som överraskande. Flera ränteanalytiker framhöll möjligheten att Riksbanken kunde komma att sänka med upp till 150 räntepunkter, men ingen lyfte fram det som sitt huvudscenario. Att överraskningen på beslutet trots allt inte blev större berodde på att marknadsaktörerna till viss del reviderade sina förväntningar på räntebeslutet då Riksbanken den 1 december annonserade att det ordinarie mötet den 16 december skulle tidigareläggas till den 3 december. Den prognos för reporäntan som Riksbanken publicerade dagen efter det penningpolitiska mötet, alltså den 4 december, indikerade att reporäntan skulle bli kvar på 2 procent 2009. Trots att prissättningen på marknaden låg en bit under denna nivå påverkades den ändå inte av publiceringen eftersom marknadsaktörerna räknade med att Riksbanken skulle komma att behöva sänka räntan ytterligare (se diagram 41).

Diagram 41. Reporänta och penningpolitiska förväntningar i Sverige december 2008
Procent



Källa: Riksbanken

Riksbankens syn på penningpolitiken och utfallet 2008

Det faktum att den genomsnittliga inflationen hamnade högt över målet 2008 reser frågan om reporäntan borde ha varit högre 2006-2007. Men att utvärdera penningpolitiken med facit i hand kräver en del eftertanke. Ekonomin påverkas ständigt av störningar som är svåra, eller till och med omöjliga att förutse. Den relevanta frågan är om penningpolitiken var rimlig givet den information som fanns tillgänglig vid de tillfällen då besluten om reporäntan fattades.

Ett exempel på en störning under 2007 och 2008 var att priserna på energi och livsmedelsråvaror steg kraftigt och bidrog till att pressa upp inflationen oväntat mycket världen över. Inte minst oljepriset steg dramatiskt (se diagram 25). Den här utvecklingen förutsågs inte när Riksbanken gjorde sina prognoser 2006 och 2007. När Riksbanken väl kunde konstatera att priserna på energi och livsmedel började stiga snabbt fanns det inte skäl, och knappast heller möjlighet, att göra annat än att på kort sikt låta detta slå igenom i högre inflation. Att genom kraftiga räntehöjningar försöka hålla nere inflationen även i ett kortare perspektiv skulle resultera i en onödig ytterligare försvagning av en konjunktur som redan börjat mattas av. Vad som är viktigt i sådana lägen är dock att penningpolitiken ser till att inflationsimpulser i form av prisökningar på energi och livsmedel inte resulterar i andrahandseffekter i form av krav på högre löner, prisökningar på andra varor och varaktigt högre inflationsförväntningar. Det var farhågor för sådana spridningseffekter som bidrog till höjningarna av reporäntan under 2008.

Givet de mer måttliga höjningar av reporäntan som låg i Riksbankens prognos var bedömningen att inflationen visserligen skulle överstiga målet förhållandevis mycket på kort sikt men därefter åter börja falla tillbaka. I till exempel prognosen i juli 2008 gjorde Riksbanken bedömningen att KPI-inflationen på ett års sikt skulle uppgå till 3 procent medan den på två års sikt skulle ligga marginellt över målet. Att inflationen överskred målet 2008 berodde alltså i huvudsak på att det inträffade oväntade störningar.

Från sommaren 2008 föll energi- och livsmedelspriserna tillbaka oväntat snabbt varvid inflationen föll. Krisen på de internationella finansiella marknaderna som dramatiskt förvärrades i september förstärkte sedan fallet. Ökningen i inflationen blev således tillfällig såsom Riksbanken räknat med, men hastigheten i nedgången underskattades på samma sätt som hastigheten i uppgången hade underskattats.

Den globala finanskrisen är förstås en annan viktig störning. Oron på de internationella finansiella marknaderna hade funnits med i bilden en tid och hade också påverkat Riksbankens prognoser. Men att läget skulle förvärras så dramatiskt som det gjorde under hösten 2008 var ändå överraskande.

Det snabba fallet i inflationen och den snabbt vikande konjunkturen i slutet av året reser frågan om penningpolitiken tidigare istället borde ha varit mer expansiv. Utvecklingen under 2008 var således speciell på så sätt att det är rimligt både att fråga sig – med hänvisning till den höga genomsnittliga inflationen – om penningpolitiken tidigare borde ha varit stramare, och – med hänvisning till utvecklingen under slutet av året – om politiken tidigare borde ha varit mer expansiv.

Det centrala är dock att både den snabba uppgången i inflationen och den ännu snabbare nedgången i inflationen och konjunkturen i samband med finanskrisen representerar störningar som var svåra att förutse när de penningpolitiska besluten fattades. När störningarna väl inträffat försökte Riksbanken anpassa sin politik till dem. I det första fallet handlade det om att hitta en lämplig avvägning mellan en svagare konjunktur och en stigande inflation. I det andra fallet, när någon sådan målkonflikt inte längre fanns, handlade det om att agera så snabbt som möjligt för att motverka fallet i både konjunkturen och inflationen.

Räntebeslut 2006

- 19 januari: Reporäntan höjdes med 0,25 procentenheter till 1,75 procent.
- 22 februari: Reporäntan höjdes med 0,25 procentenheter till 2,0 procent.
- 27 april: Reporäntan lämnades oförändrad på 2,0 procent.
- 19 juni: Reporäntan höjdes med 0,25 procentenheter till 2,25 procent.
- 29 augusti: Reporäntan höjdes med 0,25 procentenheter till 2,5 procent.
- 25 oktober: Reporäntan höjdes med 0,25 procentenheter till 2,75 procent.
- 14 december: Reporäntan höjdes med 0,25 procentenheter till 3,0 procent.

Räntebeslut 2007

- 14 februari: Reporäntan höjdes med 0,25 procentenheter till 3,25 procent.
- 29 mars: Reporäntan lämnades oförändrad på 3,25 procent.
Direktionsledamot Svante Öberg reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde höjas med 0,25 procentenheter och att räntebanan borde revideras upp. Han menade att riskerna för en högre inflation ökat betydligt sedan det penningpolitiska mötet i februari. Den reala utvecklingen hade varit starkare än prognostiserat, arbetsmarknaden hade fortsatt att förbättras i snabbare takt än förutsett och avtalsförhandlingarna såg ut att resultera i högre löner än beräknat.
- 3 maj: Reporäntan lämnades oförändrad på 3,25 procent.
Direktionsledamöterna Svante Öberg och Lars Nyberg reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde höjas med 0,25 procentenheter och räntebanan revideras upp. De ansåg båda två att riskerna för en högre inflation ökat betydligt sedan det penningpolitiska mötet i februari. Den ekonomiska utvecklingen var starkare, avtalsförhandlingarna såg ut att resultera i högre löner, finanspolitiken var mer expansiv och kreditexpansionen var fortsatt hög.
- 19 juni: Reporäntan höjdes med 0,25 procentenheter till 3,5 procent.
Direktionsledamot Svante Öberg reserverade sig mot den penningpolitiska rapporten. Han menade att rapporten i och för sig är ett bra underlag för direktionens möte och instämde i stora drag i bilden av den ekonomiska utvecklingen de närmaste åren. Men Öbergs egen bedömning var att inflationstrycket skulle bli starkare de närmaste åren än enligt huvudscenariot i rapporten. Han menade att styrräntan därför troligen kommer att behöva höjas mer än enligt huvudscenariot.
- 6 september: Reporäntan höjdes med 0,25 procentenheter till 3,75 procent.
- 29 oktober: Reporäntan höjdes med 0,25 procentenheter till 4 procent.
Direktionsledamot Svante Öberg reserverade sig mot den penningpolitiska rapporten. Han bedömde att utvecklingen på arbetsmarknaden skulle bli starkare och att löneökningarna skulle bli högre än enligt rapporten. Därmed skulle också inflationstrycket bli högre och behovet av att höja styrräntan större. Av den anledningen lutade sig Öberg mer åt den räntebana som redovisades i det alternativscenariot där lönerna steg mer och produktiviteten blev lägre än räntebanan i rapportens huvudscenariot.
- 18 december: Reporäntan lämnades oförändrad på 4 procent.

Räntebeslut 2008

- 12 februari: Reporäntan höjdes med 0,25 procentenheter till 4,25 procent och bedömdes ligga på den nivån under det närmaste året. Direktionsledamöterna Lars Nyberg och Irma Rosenberg reserverade sig mot beslutet att höja reporäntan samt mot Penningpolitisk rapport 2008:1 och dess huvudscenario. De konstaterade att de inhemska faktorerna visserligen talade för en höjning av räntan. Men osäkerheten om utvecklingen på de internationella finansiella marknaderna hade ökat sedan december 2007. Med hänsyn till de risker det innebar för en betydligt svagare utveckling i omvärlden och därmed även i den svenska ekonomin menade de att de fanns skäl att avvakta med en räntehöjning.
- 22 april: Reporäntan lämnades oförändrad på 4,25 procent. Synen på räntebanan var oförändrad.
- 2 juli: Reporäntan höjdes med 0,25 procentenheter till 4,5 procent och räntebanan justerades upp. Direktionsledamöterna Lars Nyberg, Irma Rosenberg och Barbro Wickman-Parak ställde sig bakom beslutet att höja räntan med 0,25 procentenheter men reserverade sig mot huvudscenariots prognoser för reporäntan, inflationen och tillväxten framöver. De förordade en lägre räntebana med motiveringen att den uppbromsning som skedde i ekonomin skulle dämpa inflationstrycket i större utsträckning än vad huvudscenariot förutsatte.
- 3 september: Reporäntan höjdes med 0,25 procentenheter till 4,75 procent men räntebanan justerades ner. Direktionsledamöterna Lars Nyberg, Irma Rosenberg och Barbro Wickman-Parak reserverade sig mot beslutet att höja reporäntan med 0,25 procentenheter och ansåg att reporäntan skulle hållas oförändrad. De reserverade sig även mot den räntebana som inkluderades i den penningpolitiska uppföljningen och förordade en lägre räntebana. De bedömde att uppbromsningen i ekonomin riskerade att bli mer uttalad än prognoserna i uppföljningen och att inflationstrycket skulle dämpas i större utsträckning än vad som förutsattes i uppföljningen.
- 8 oktober: Reporäntan sänktes med 0,5 procentenheter till 4,25 procent.
- 22 oktober: Reporäntan sänktes med 0,5 procentenheter till 3,75 procent och räntebanan justerades ner kraftigt jämfört med i september.
- 3 december: Reporäntan sänktes med 1,75 procentenheter till 2,0 procent och räntebanan justerades ner kraftigt jämfört med bedömningen i oktober.

Tabell 2. Utfall och prognoser gjorda under 2006, 2007 och 2008 för olika variabler 2008
Årlig procentuell förändring och årsgenomsnitt, om ej annat anges

	IR 06:1	IR 06:2	IR 06:3	PPR 07:1	PPR 07:2	PPR 07:3	PPU dec 07
BNP 2008	2,4	2,4	2,7	2,9	3	2,8	2,4
BNP OECD 2008	2,6 ¹⁾	2,5 ¹⁾	2,6 ¹⁾	2,7	2,8	2,3	2,1
Växelkurs TCW 2008 ²⁾	122,9	125,3	124,1	123,2	123	122,4	–
Produktivitet 2008	2,5 ³⁾	2,5 ³⁾	2,4 ³⁾	1,9	2,1	1,5	–
Lön i hela ekonomin, 2008 (Timplön KL) ⁴⁾	4,1	4,1	3,9	3,9	4,5	4,5	–
Enhetsarbetskostnad i hela ekonomin 2008	2,0 ³⁾	2,0 ³⁾	1,9 ³⁾	2,1	2,3	3,1	–
Sysselsatta personer 2008	0,2	0,5	0,8	0,9	1	1,5	1,4
Arbetslöshet 2008 ⁵⁾	4,6	4,9	5,1	4,8	4,5	4,3	–
KPI 2008	2,2	2,4	1,9	2,1	2,3	2,9	3,6
KPIF 2008	–	–	–	–	–	–	–

	PPR08:1	PPU apr 08	PPR08:2	PPU sep 08	PPR08:3	PPU dec 08	UTFALL
BNP 2008	2,4	2,6	2,1	1,4	1,2	0,8	0,7⁷⁾
BNP OECD 2008	2,1	1,6	1,8	1,7	1,5	1,3	1,1⁷⁾
Växelkurs TCW 2008 ²⁾	124,1	123,3	122,8	123,4	125,5	127,2	127,2
Produktivitet 2008	1,1	–	0,6	-0,5	-0,7	-0,7	-0,8⁷⁾
Lön i hela ekonomin, 2008 (Timplön KL) ⁴⁾	4,2	4,5	4,4	4,2	4,2	4,2	4,3⁷⁾
Enhetsarbetskostnad i hela ekonomin 2008	3,3	–	2,9	3,7	4,1	4,5	4,7⁷⁾
Sysselsatta personer 2008 ⁶⁾	1,1	1,1	1,4	1,4	1,2	1,2	1,2
Arbetslöshet 2008 ⁵⁾⁶⁾	5,9	6,0	5,9	6,2	6,2	6,2	6,2
KPI 2008	3,4	3,5	3,9	3,9	3,7	3,5	3,4
KPIF 2008	–	–	3,1	3,1	2,8	2,7	2,7

1) OECD-19

2) TCW index 1992-11-18 = 100

3) i näringslivet

4) KL avser konjunkturlönestatistiken

5) procent av arbetskraften

6) Från och med PPR 2008:1 publicerar Riksbanken sysselsättnings- och arbetslöshetsprognoser i enlighet med EU-definitionen, vilken avser åldersgruppen 15-74 år.

7) Statistik för fjärde kvartalet 2008 fanns inte publicerad vid sammanställning av underlaget. Siffran avser Riksbankens prognos i PPR februari 2009.

Källor: Medlingsinstitutet, OECD, SCB och Riksbanken

Sveriges riksbank
103 37 Stockholm
(brunkebergstorg 11)

tel 08-787 00 00
fax 08-21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

