



Underlag för utvärdering av penning- politiken

2009

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. Ingen annan myndighet får heller bestämma hur Riksbanken ska besluta i frågor som rör penningpolitiken.

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

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

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 realekonomiska utvecklingen (BNP-tillväxt, arbetslöshet, sysselsättning et cetera).
- 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 direktionsledamöterna 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 ges i dokumentet "Penningpolitiken i Sverige" som finns på Riksbankens webbplats www.riksbank.se under rubriken Penningpolitik/Prisstabilitet. Ett arbete för att se över dokumentet "Penningpolitiken i Sverige" pågår för närvarande. En ny version av dokumentet kommer att publiceras under året.

Innehåll

- Sammanfattning 5
- KAPITEL 1 – Om att utvärdera penningpolitik 7
- KAPITEL 2 – Penningpolitiken 2009 13
- KAPITEL 3 – Måluppfyllelse 2009 31
- KAPITEL 4 – Prognosförmåga 41
- KAPITEL 5 – Implementering av penningpolitiken 49

■ Sammanfattning

Den globala finansiella krisen fortsatte att prägla Riksbankens verksamhet och penningpolitiken under 2009. Situationen på de globala finansiella marknaderna förbättrades i och för sig under året, men stabiliteten i de finansiella systemen var ännu vid årets slut beroende av de stödåtgärder som vidtagits av centralbanker och regeringar världen över. I krisens spår följde en djup internationell lågkonjunktur, vars effekt penningpolitiken behövde motverka.

Fram till hösten 2008 påverkade den globala finanskrisen svensk ekonomi i ganska begränsad omfattning. Men i samband med att den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers ansökte om konkurs i september ändrades situationen dramatiskt. Förväntningar om en ganska mjuk nedgång i konjunkturen, ändrades mycket snabbt till betydligt sämre utsikter. Riksbanken bemötte detta med kraftiga räntesänkningar och ökad utlåning.

Under 2009 fortsatte Riksbanken att föra penningpolitiken i en alltmer expansiv riktning för att mildra effekten av den internationella lågkonjunkturen på produktion och sysselsättning i Sverige och samtidigt stabilisera inflationen nära inflationsmålet. Riksbanken sänkte reporäntan från 2,0 procent vid årets ingång till 0,25 procent i början av juli. Räntebanan, det vill säga Riksbankens prognos över reporäntans framtida utveckling, reviderades successivt ner under första halvåret. Från juli hölls reporäntan oförändrad på 0,25 procent och Riksbanken annonserade sin avsikt att låta räntan ligga kvar på denna låga nivå under en relativt lång period.

Den internationella lågkonjunkturen påverkade under året särskilt de exportinriktade delarna av den svenska ekonomin, medan den expansiva finans- och penningpolitiken bidrog till att hålla uppe den inhemska efterfrågan. BNP minskade 2009 sammantaget med 4,9 procent.

Inflationstakten mätt som förändringen i KPI var i genomsnitt -0,3 procent 2009, det vill säga långt under inflationsmålet på 2 procent. Inflationen mätt med KPI varierade kraftigt under senare delen av 2008 samt under 2009 till följd av de kraftiga förändringarna i reporäntan. Detta beror på att KPI innehåller räntekostnader för egna-hem. Inflationen mätt som KPIF, som är KPI rensat för effekterna av Riksbankens ränteförändringar på räntekostnader för egna-hem var i genomsnitt 1,9 procent under året.

Utfallet för KPI-inflationen 2009 låg betydligt under de prognoser som Riksbanken och andra bedömare gjorde 2008 men nära de prognoser som gjordes 2009. Som nämndes ovan är de snabba och kraftiga sänkningarna av reporäntan under 2008 och 2009 den viktigaste orsaken till detta. Riksbanken liksom övriga bedömare överskattade också BNP-tillväxten och reporäntenivån i sina prognoser 2008 och början av 2009. Prognosfelen var större hos alla bedömare 2009 jämfört med 2008. Detta avspeglar dock de stora störningar som drabbat ekonomin snarare än en försämrad prognosförmåga.

Ett högt förtroende för inflationsmålet är grundläggande för Riksbankens strävan att uppnå prisstabilitet. Det ökar också penning-

politikens möjligheter att stabilisera produktionen och sysselsättningen. Stabila inflationsförväntningar som ligger nära inflationsmålet på några års sikt kan tolkas som att det finns ett högt förtroende hos allmänheten för att Riksbanken kommer att uppnå sitt mål. Inflationsförväntningarna på fem års sikt låg under 2009 nära 2 procent vilket visar att allmänheten har förtroende för Riksbankens inflationsmål.

Riksbanken bedriver normalt penningpolitik genom att via repo-räntan och räntebanan påverka de räntor som hushåll och företag möter. Men 2009 medförde störningarna på de finansiella marknaderna att styrräntans och räntebanans genomslag blev mindre än normalt. Riksbanken bemötte dessa problem genom att komplettera penningpolitiken med en omfattande utlåning till bankerna. Riksbanken beslutade vid tre tillfällen att erbjuda bankerna lån om 100 miljarder kronor med fast ränta under upp till tolv månader. Enligt Riksbankens bedömning har dessa kompletterande åtgärder fått de finansiella marknaderna att fungera bättre, underlättat kreditförsörjningen och reducerat olika riskpremier som begränsade penningpolitikens genomslag. Därutöver lånade Riksbanken ut som mest 227 miljarder kronor till rörlig ränta, vilket också gav stöd åt penningpolitiken. Vid utgången av året var den totala utlåningen till rörlig ränta 74 miljarder.

Sammanfattningsvis har Riksbanken sedan hösten 2008 fört en penningpolitik som har stabiliserat den underliggande inflationen mätt med KPIF och inflationsförväntningarna på längre sikt nära inflationsmålet på 2 procent. Samtidigt har penningpolitiken bidragit till att dämpa fallet i produktion och sysselsättning. På längre sikt bidrar räntesänkningarna även till att hålla KPI-inflationen uppe i linje med inflationsmålet.

■ KAPITEL 1 – Om att utvärdera penningpolitik

Utvärderingar av penningpolitiken är viktiga av flera skäl. Ett skäl är Riksbankens självständiga ställning. God insyn och regelbundna utvärderingar är nödvändiga för att Riksdagen och allmänheten ska kunna försäkra sig om att Riksbanken gör ett bra arbete. Ett annat skäl är att utvärderingar av penningpolitiken är centrala för att Riksbanken ska kunna utveckla och förbättra 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 se till att inflationen över ett antal år är väl i linje med inflationsmålet. Penningpolitiken kan också bidra till att stabilisera utvecklingen av realekonomin (BNP, arbetslöshet, sysselsättning och så vidare). Däremot har såväl tidigare erfarenheter som ekonomisk teori visat att penningpolitiken inte kan användas för att åstadkomma en bestående högre nivå på produktion, sysselsättning eller tillväxt i ekonomin.

Centralbanker har under årens lopp prövat olika sätt att ge ekonomin ett "nominellt ankare", det vill säga ett trovärdigt riktmärke för den nominella löne- och prisbildningen. Sedan början av 1990-talet har det blivit allt vanligare att det nominella ankaret formuleras i termer av ett explicit inflationsmål. Riksbanken har ett sådant inflationsmål som säger att den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent.

Riksbanken använder sig av en kort ränta, den så kallade reporäntan, som styrränta för att implementera penningpolitiken. Riksbanken publicerar också sin egen bedömning av hur reporäntan kommer att utvecklas framöver. Med en sådan ränteprognos ("räntebana") är det lättare att förklara hur Riksbanken ser på utvecklingen och hur den resonerar när de penningpolitiska besluten fattas. Det är också lättare att styra förväntningarna på den framtida penningpolitiken. Förväntningarna på framtida räntor påverkar de räntor med längre löptid som är viktiga för företagens och hushållens ekonomiska beslut.

■ ■ Utvärdering i realtid: var penningpolitiken väl avvägd?

Vid varje penningpolitiskt beslut bedömer direktionen vilken bana för reporäntan som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. I normalfallet innebär en väl avvägd penningpolitik att prognosen för inflationen är nära inflationsmålet på ett par års sikt samtidigt som inflationen och den reala ekonomin inte uppvisar alltför stora svängningar. Avvägningen handlar alltså om att hitta en lämplig balans mellan stabilisering av inflationen runt inflationsmålet och stabilisering av den reala ekonomin. Riksbanken bedriver därigenom vad som kallas en flexibel inflationsmålspolitik.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna påverkar, och påverkas av variationer i inflation och realekonomi. Därför tar Riksbanken

löpande hänsyn till förändringar i tillgångspriser och andra finansiella variabler i de penningpolitiska besluten. Detta handlar dock inte om att införa mål för olika tillgångspriser eller andra finansiella storheter.

En viktig del i utvärderingen av penningpolitiken är att analysera om räntebesluten var rimliga och penningpolitiken väl avvägd givet den information som fanns tillgänglig då besluten fattades. Detta kallas för att utvärdera penningpolitiken i real tid.

I kapitel 2 ges en översikt över Riksbankens beslut under 2009 och den analys som låg till grund för dessa. Där finns också en fördjupning som beskriver principer för utvärdering av olika penningpolitiska alternativ.

■ ■ Utvärdering med facit i hand: måluppfyllelse

Ett naturligt nästa steg i utvärderingen är att jämföra utfallen för inflationen med inflationsmålet, det vill säga att utvärdera penningpolitiken med facit i hand. Att enbart jämföra inflationsutfallet med målet är dock inte tillräckligt på grund av åtminstone två omständigheter.

Den första omständigheten är att det tar tid innan förändringar av centralbankernas styrräntor får effekt på inflationen. Effekten kommer gradvis och hur lång tid det tar innan full effekt uppnåtts är svårt att bestämma. Penningpolitiken måste därför bygga på prognoser för den ekonomiska utvecklingen och prognoser är alltid osäkra. Under den tid det tar för ränteförändringar att få full effekt på inflationen hinner ekonomin ofta påverkas av nya oväntade störningar. Detta betyder å ena sidan att inflationsutfallet kan ligga på målet även om de penningpolitiska besluten var felaktiga, därför att oförutsedda störningar ändå resulterade i att inflationsutfallet blev rätt. Men å andra sidan betyder det att inflationsutfallet kan avvika från målet även om de penningpolitiska besluten var riktiga, därför att oförutsedda störningar resulterade i att inflationsutfallet blev för högt eller för lågt.

Den andra omständigheten är att penningpolitiken även syftar till att stabilisera utvecklingen av realekonomin. En avvikelse mellan utfallet och målet för inflationen kan således vara avsiktlig. Den kan alltså vara resultat av en avvägning mellan att stabilisera inflationen och stabilisera realekonomin. Över tiden bör dock inflationen i genomsnitt vara 2 procent.

Ett högt förtroende för inflationsmålet är grundläggande för måluppfyllelsen. Förtroende för inflationsmålet bidrar till att lönebildningen och prissättningen blir förenliga med inflationsmålet. Detta är mycket viktigt för Riksbankens strävan att uppnå prisstabilitet. Ett högt förtroende för inflationsmålet ökar också penningpolitikens möjligheter att stabilisera produktionen och sysselsättningen. Genom att studera hur inflationsförväntningarna förhåller sig till inflationsmålet och Riksbankens inflationsprognoser kan man utvärdera förtroendet för inflationsmålet

Kapitel 3 i denna rapport analyserar måluppfyllelsen under 2009.

■ ■ Prognoser

Eftersom penningpolitiken baseras på prognoser är det viktigt att Riksbankens prognoser är hyggligt träffsäkra. Ett rimligt nästa steg i utvärderingen är således att jämföra utfallet för inflationen det år utvärderingen avser med de prognoser för inflationen som Riksbanken gjort för just detta år. De prognoserna låg till grund för de räntebeslut som fattades då, beslut som alltså kan tänkas ha påverkat inflationen och real ekonomin under 2009.

Vilka krav kan då ställas på en centralbanks prognoser? Svaret är inte helt självklart. Praktiskt prognosarbete är förknippat med ett antal svårigheter varav många bottnar i 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 begränsat med information. Ett stort prognosfel kan i och för sig tyda på att prognosen var dålig, men det kan också vara en följd av att det inträffade en störning som inte gick att förutse.

Ett sätt att i praktiken utvärdera om Riksbankens prognoser har godtagbar träffsäkerhet är att göra jämförelser med andra bedömares prognoser. Är Riksbankens prognoser systematiskt sämre hade det uppenbarligen varit möjligt att göra bättre bedömningar än dem som Riksbanken gjorde. Det innebär också att det fanns bättre information tillgänglig som Riksbanken hade kunnat utnyttja i sitt beslutsunderlag.

Prognoserna bör heller inte systematiskt över- eller underskatta de faktiska utfallen. Om så vore fallet, sett i genomsnitt över en längre tidsperiod, är det ett tecken på att det finns information som skulle kunna utnyttjas för att förbättra prognoserna.

En rättvis jämförelse av träffsäkerheten i olika prognoser bör bland annat ta hänsyn till att prognoserna görs vid olika tidpunkter och att olika bedömare därför inte har samma informationsmängd. Ju närmare utfallsdatumet man kommer för den variabel som prognostiseras, desto mer information har varje bedömare om hur variabeln har utvecklats och om de störningar som inträffat. En jämförelse av prognosernas träffsäkerhet bör därför ta hänsyn till att prognoserna gjorts vid olika tillfällen. I den prognosjämförelse som görs i denna rapport används en metod som beaktar sådana skillnader.

Kapitel 4 i denna rapport analyserar träffsäkerheten i Riksbankens prognoser och jämför den med andra bedömares prognosförmåga.

■ ■ Implementeringen av penningpolitiken

För att klara inflationsmålet räcker det inte med relativt träffsäkra prognoser och väl avvägda penningpolitiska beslut. Det krävs även att penningpolitiken är förutsägbar och har önskat genomslag på marknadsräntorna.

Förändringar av reporäntan och Riksbankens ränteprognos får önskat genomslag om de avspeglas i motsvarande förändringar i de marknadsräntor som företag och hushåll möter. Lyckas Riksbanken

väl med sin kommunikation bör marknadsaktörerna också kunna förutse ganska väl hur ny information eller nya störningar kommer att påverka reporäntan och Riksbankens räntebana. Ett sätt att utvärdera penningpolitikens genomslag är således att undersöka hur väl marknadens förväntningar och Riksbankens prognos på den framtida räntan stämmer överens.

Kapitel 5 analyserar implementeringen av penningpolitiken.

I början av varje kapitel finns det en ruta som sammanfattar innehållet i kapitlet.²

Den penningpolitiska beslutsprocessen³

De penningpolitiska besluten

Direktionen har normalt sex schemalagda penningpolitiska möten under ett år. Tidpunkterna för direktionens penningpolitiska möten fastställs ungefär ett halvår i förväg, dels som hållpunkter i det interna arbetet, dels för att informera allmänheten och andra som regelbundet följer utvecklingen av penningpolitiken.

Underlagen för besluten

Prognosarbetet inför varje penningpolitiskt möte inleds med att avdelningen för penningpolitik analyserar ny statistik och nya händelser som inträffat i ekonomin. Avdelningen tar sedan fram en prognos för hur inflationen, reporäntan och ekonomin kommer att utvecklas. På ett relativt tidigt stadium i processen presenterar avdelningen sina prognosalternativ för direktionen vid möten i den så kallade penningpolitiska beredningsgruppen. Vid mötena förs en diskussion mellan direktionsledamöterna och tjänstemän från avdelningen om prognosen och de alternativa scenarierna.

Avdelningen fortsätter därefter sitt arbete och sammanställer ett dokument som är ett första utkast av den penningpolitiska rapporten. Detta dokument redovisas vid ett direktionsmöte, där direktionen fortsätter att diskutera de olika prognosalternativen och hur dessa ska presenteras i den penningpolitiska rapporten. Det redaktionella arbetet med rapporten fortsätter men först efter det penningpolitiska mötet justeras texten slutgiltigt. Den penningpolitiska rapporten publiceras på Riksbankens hemsida samtidigt som beslutet om reporäntan offentliggörs, normalt dagen efter det penningpolitiska mötet. Den tryckta versionen av rapporten publiceras något senare.

² För en mera utförlig beskrivning av hur man kan utvärdera penningpolitiken, se Lars E.O. Svensson, "Att utvärdera penningpolitiken", tal vid Uppsala universitet, 13 mars 2009.

³ För en mer detaljerad beskrivning av den penningpolitiska beslutsprocessen, se Kerstin Hallsten och Sara Tägtström "Beslutsprocessen – hur går det till när Riksbankens direktion ska bestämma om reporäntan?", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, 2009, Sveriges riksbank.

Inför de penningpolitiska möten som inte sammanfaller med publiceringen av den penningpolitiska rapporten går prognosarbetet till på ett liknande sätt. De bedömningar avdelningen gör sammanställs till en penningpolitisk uppföljning som presenteras i den penningpolitiska beredningsgruppen. Denna rapport innehåller en kortfattad beskrivning av ny information och de uppdaterade prognoserna och publiceras tillsammans med pressmeddelandet som tillkännager beslutet.

Riksbanken tar hjälp av olika makroekonomiska modeller för att skapa en sammanhängande bild av hur ekonomin utvecklas och hur ny information som kommer in ska tolkas. Modellerna används framförallt för att ta fram alternativa prognoser för reporäntan, inflationen och ekonomin. Dessa alternativa scenarier visar hur utvecklingen blir om speciella händelser i ekonomin inträffar eller om penningpolitiken förs på ett annat sätt än det som antas i huvudprognosen. Men modeller – hur sofistikerade de än är – är bara förenklingar av verkligheten. De måste kompletteras med analyser och bedömningar. Särskilt viktiga blir bedömningarna när det inträffar ovanliga händelser och strukturella förändringar som ändrar ekonomins normala sätt att fungera.

Med stöd av de underlag som beskrivits här lägger direktionen fast en gemensam syn på vad som är en väl avvägd penningpolitik. Naturligtvis förekommer från och till olika uppfattningar inom direktionen om hur inflationen och realekonomin kommer att utvecklas, och också om vad som utgör en väl avvägd penningpolitik. I sådana fall är det majoritetens syn som återges i beslutet och i den penningpolitiska rapporten eller uppföljningen.

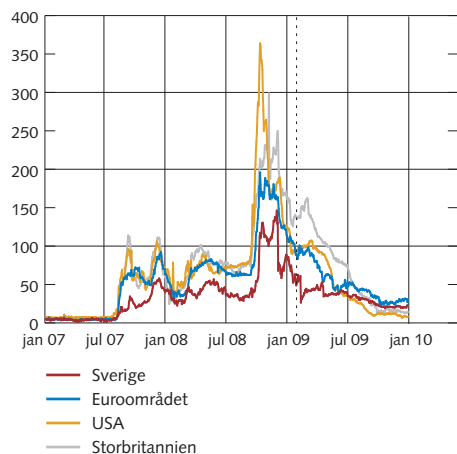
För att klara inflationsmålet och för att mildra effekten av den finansiella krisen på realekonomin fortsatte Riksbanken under 2009 att föra penningpolitiken i en alltmer expansiv riktning. Från årets inledning till början av juli sänktes reporäntan från 2,0 till 0,25 procent. Riksbanken bedömde att reporäntan därmed i praktiken hade nått sin nedre gräns. Räntebanan, det vill säga Riksbankens prognos över reporäntans framtida utveckling, reviderades successivt ner under första halvåret. Från juli hölls repo-

räntan oförändrad på 0,25 procent och Riksbanken annonserade sin avsikt att låta räntan ligga kvar på denna låga nivå under en relativt lång period. Samtidigt medförde störningar på de finansiella marknaderna att det blev svårare att genomföra penningpolitiken såväl i Sverige som i omvärlden. För att räntesänkningarna skulle få avsedd effekt vidtog Riksbanken därför i likhet med andra centralbanker kompletterande åtgärder, bland annat i form av ökad utlåning till bankerna.

Sammanfattning:

- Vid det penningpolitiska mötet den 10 februari såg nedgången i konjunkturen såväl i Sverige som i omvärlden ut att bli djupare och ske snabbare än vad Riksbanken hade bedömt i slutet av 2008. Reporäntan sänktes därför med 1 procentenhet till 1 procent. Räntebanan justerades ner och indikerade ytterligare en räntesänkning under 2009.
- BNP fortsatte att falla kraftigt under årets första kvartal och BNP-prognosen för 2009 reviderades ner. Riksbanken bedömde också att inflationen mätt med KPI skulle falla mycket snabbt under 2009, vilket till stor del berodde på de snabba räntesänkningarna under slutet av 2008 och början av 2009. Vid det penningpolitiska mötet den 20 april sänktes reporäntan med 0,5 procentenheter till 0,5 procent. Räntan förväntades ligga kvar på en låg nivå till början av 2011.
- I juli var bedömningen att nedgången i konjunkturen under 2009 skulle bli något djupare än Riksbanken hade bedömt i april. Reporäntan sänktes med 0,25 procentenheter till 0,25 procent vid det penningpolitiska mötet den 1 juli. Räntan förväntades ligga kvar på en låg nivå fram till hösten 2010. Riksbanken bedömde att läget på de finansiella marknaderna fortfarande inte var fullt normalt. Kompletterande åtgärder behövdes för att penningpolitiken skulle få avsedd effekt. Riksbanken beslutade därför att låna ut 100 miljarder kronor till bankerna med fast ränta med 12 månaders löptid. Åtgärden bedömdes kunna bidra till lägre räntor på lån till företag och hushåll.
- Efter beslutet i juli kom alltför tecken på en vändning i konjunkturen. Vid de penningpolitiska mötena den 2 september och 22 oktober beslutades att låta reporäntan vara oförändrad på 0,25 procent. Även prognosen för reporäntan lämnades oförändrad vid båda tillfällena. Som en kompletterande

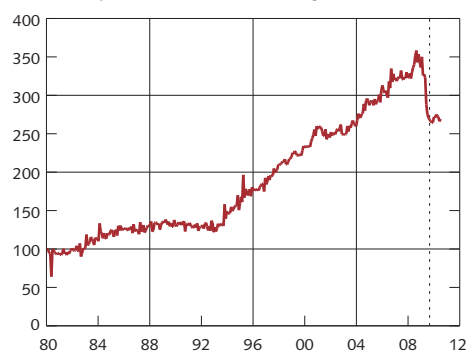
Diagram 2:1. Skillnad mellan interbankräntor och förväntade styrräntor (Basis-spread)
Räntepunkter



Anm. Differensen är beräknad som skillnaden mellan tremånaders interbankränta och tremånaders overnight indexed swap rate. Streckad vertikal linje visar tidpunkten för publicering av Penningpolitisk rapport februari.

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Diagram 2:2. Varuexport i fasta priser
Index, januari 1980 = 100, säsongrensade data



Anm. Streckad vertikal linje visar tidpunkten för publicering av Penningpolitisk rapport februari.

Källor: SCB och Riksbanken

penningpolitisk åtgärd beslutade Riksbanken vid båda tillfällena att låna ut ytterligare upp till 100 miljarder kronor till bankerna med fast ränta under ungefär tolv månader.

- Återhämtningen från den djupa konjunkturnedgången fortsatte under hösten. Vid det penningpolitiska mötet den 15 december beslutade Riksbanken att lämna reporäntan oförändrad på 0,25 procent. Även prognosen för reporäntan lämnades oförändrad.

Riksbankens penningpolitiska beslut är resultatet av direktionens bedömning av vilken bana för reporäntan som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. I detta kapitel ges en översikt över Riksbankens beslut under 2009 och den analys som låg till grund för dessa. Beskrivningen av de tre beslutstillfällen då Riksbanken har publicerat alternativa räntebanor (beslut i samband med den penningpolitiska rapporten) innefattar en diskussion av de alternativa räntebanorna och de tillhörande prognoserna för inflationen och realekonomin.

Räntan sänktes och räntebanan reviderades ner i februari

Vid mötet i februari såg nedgången i konjunkturen såväl i Sverige som i omvärlden ut att bli djupare och ske snabbare än vad Riksbanken hade bedömt i slutet av 2008. De internationella tillväxtprognoserna reviderades ner kraftigt och BNP väntades falla i alla de utvecklade ekonomierna under 2009. Det fanns också klara tecken på en kraftig inbromsning av världshandeln. I december 2008 sjönk världshandeln med närmare 10 procent jämfört med samma månad året innan, vilket var den största nedgången sedan åtminstone slutet av 1940-talet.

Läget på de internationella finansiella marknaderna såg däremot ut att ha förbättrats något i början av året. Skillnaden mellan interbankräntor och förväntade styrräntor (basis-spreaden) sjönk. Men situationen var långt ifrån normal och spreaderna var fortfarande höga (se diagram 2:1). Stabiliteten på de finansiella marknaderna var beroende av de stödinsatser som vidtagits av centralbanker och regeringar runt om i världen.

Den dystra omvärldsutvecklingen och den kraftiga nedgången i världshandeln drabbade Sverige hårt eftersom den svenska ekonomin är starkt exportberoende. Det första kvartalet 2008 utgjorde exporten drygt 40 procent av den totala efterfrågan i Sverige. Under det sista kvartalet 2008 föll den svenska varuexporten med över 10 procent (se diagram 2:2). Indikatorer för exportorderingången visade på ett fortsatt brant fall framöver.

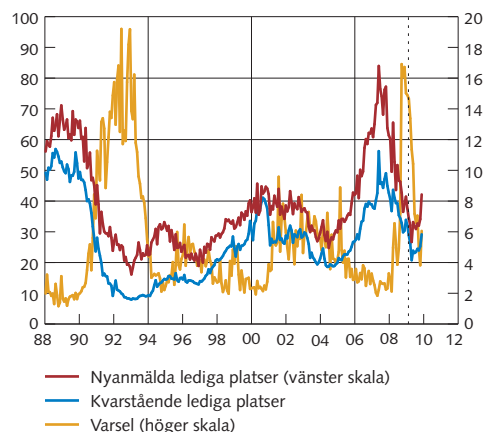
Försvagningen av arbetsmarknaden såg ut att bli kraftigare än vad Riksbanken hade bedömt i slutet av 2008. Antalet varsel om uppsägning ökade kraftigt och visade de högsta nivåerna sedan slutet av 1992 (se diagram 2:3). Olika indikatorer visade också att resursutnyttjandet i ekonomin föll snabbt. BNP-prognosen för Sverige reviderades därför ner för 2009 och 2010 men reviderades upp något för 2011. Både KPI-inflationen och inflationsförväntningarna hade fallit mer än vad Riksbanken hade bedömt i december 2008.

Vid det penningpolitiska mötet i februari sänkte Riksbanken repo-räntan med 1 procentenhet till 1 procent samtidigt som räntebanan justerades ner. Riksbanken annonserade också att reporäntan kunde komma att sänkas ytterligare något under 2009 (se diagram 2:4). Den kraftiga sänkningen av räntan och räntebanan bedömdes vara nödvändig för att dämpa fallet i produktion och sysselsättning och för att klara inflationsmålet på 2 procent.

Var då den kraftiga sänkningen av reporäntan och räntebanan motiverad givet den ekonomiska utveckling som beskrivits ovan?

I den penningpolitiska rapporten från februari 2009 presenterades prognoser baserade på rapportens huvudscenario och alternativa prognoser baserade på räntebanan från mötet i december 2008.⁴ De alternativa räntebanorna visas i diagram 2:5 där den högre räntebanan (den blå streckade kurvan) är prognosen från december 2008. Den lägre räntebanan (den röda streckade kurvan) är Riksbankens huvudscenario i februari 2009.

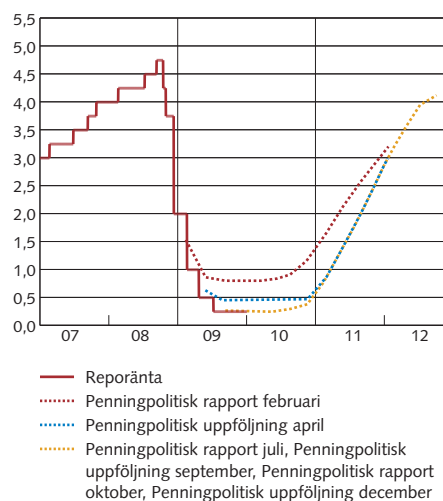
Diagram 2:3. Nyanmälda och kvarstående lediga platser samt varsel
1000-tal, säsongsrensade data



Anm. Streckad vertikal linje visar tidpunkten för publicering av Penningpolitisk rapport februari.

Källa: Arbetsförmedlingen

Diagram 2:4. Reporänteutfall och reporänteprognoser under 2009
Procent

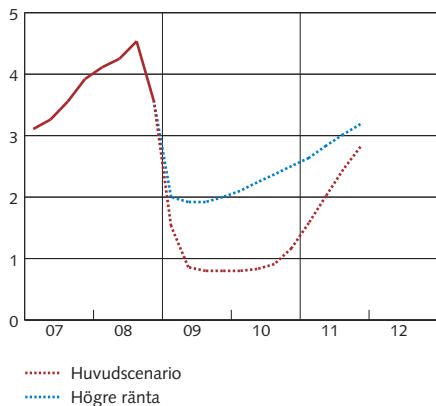


Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos. Prognosen för sista kvartalet 2012 är från Penningpolitisk rapport oktober 2009 och Penningpolitisk uppföljning december 2009.

Källa: Riksbanken

⁴ Alternativa prognoser för reporäntan publiceras i de penningpolitiska rapporterna tre gånger årligen. Inför de återstående penningpolitiska mötena diskuteras också alternativa prognoser för reporäntan men dessa publiceras inte i de penningpolitiska uppföljningarna.

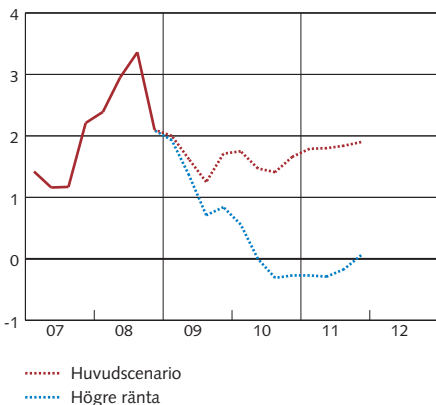
Diagram 2:5. Alternativa reporäntebanor
Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos i Penningpolitisk rapport februari.

Källor: SCB och Riksbanken

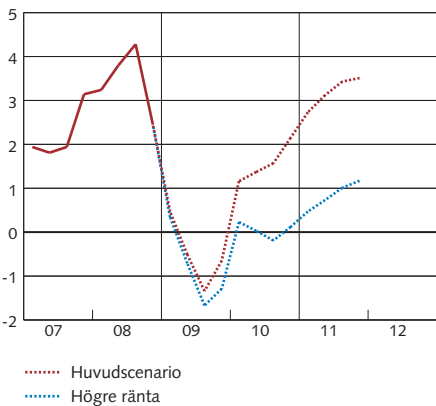
Diagram 2:6. KPIF
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos. I den penningpolitiska rapporten i februari publicerades ingen prognos för KPIF baserad på den alternativa räntebanan. Denna prognos har därför räknats fram i efterhand.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:7. KPI
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos i Penningpolitisk rapport februari.

Källor: SCB och Riksbanken

Riksbankens inflationsmål uttrycks i termer av KPI-inflationen men denna varierade kraftigt under senare delen av 2008 samt under 2009 till följd av de kraftiga förändringarna i reporäntan. I en sådan situation är det rimligare att följa inflationen mätt som KPIF, där ränteförändringarna är bortrensade. Diagram 2:6 visar Riksbankens prognoser för KPIF-inflationen baserade på de två räntebanorna. Den lägre räntebanan som föreslogs i huvudscenariot gav en inflationsprognos mätt med KPIF som närmade sig 2 procent på två års sikt. Den högre räntebanan gav istället en inflationsprognos som vida underskred målet under hela prognosperioden. Motsvarande prognoser för KPI-inflationen visas i diagram 2:7.

Som sammanfattande mått på utvecklingen av realekonomin används ofta olika mått på resursutnyttjandet. Riksbanken använder ett antal olika mått och indikatorer för att bedöma det samlade utnyttjandet av ekonomins resurser.⁵ Ett av dessa mått är produktionsgapet beräknat som den procentuella skillnaden mellan BNP och dess så kallade HP-trend.⁶ Om gapet är positivt betyder det att aktivitetsnivån i ekonomin är hög och att BNP ligger över sin trend beräknat med denna metod. Motsatsen gäller när gapet är negativt. Diagram 2:8 visar produktionsgapet baserat på de två räntebanorna. Båda banorna resulterade i prognoser med negativt BNP-gap under prognosperioden, det vill säga ett resursutnyttjande under den normala nivån. Men med räntebanan i huvudscenariot blev produktionsgapet mindre negativt än med räntebanan från december 2008.

Ett annat mått på resursutnyttjande som Riksbanken använder är arbetsmarknadsgapet. Det visar resursutnyttjandet mätt som antalet arbetade timmar i förhållande till en skattad långsiktig trend (HP-trend). Diagram 2:9 visar arbetsmarknadsgapet baserat på de två räntebanorna i februari. I likhet med produktionsgapet slöt räntebanan i huvudscenariot även arbetsmarknadsgapet bättre.

⁵ Inom Riksbanken pågår nu ett arbete för att ytterligare utveckla och förfinna dessa mått.

⁶ Hodrick-Prescott-filter (HP-filter) är en statistisk metod för att dela upp utvecklingen av en variabel i en trendmässig och i en cyklisk del. Metoden kan beskrivas som ett viktat dubbelsidigt glidande medelvärde där högre vikt läggs vid närliggande observationer och successivt fallande vikt vid mer avlägsna observationer. Produktionsgapet enligt HP-metoden ska inte nödvändigtvis tolkas som Riksbankens samlade bedömning av resursutnyttjandet.

Räntan sänktes till 0,5 procent i april

Den statistik som publicerades efter det penningpolitiska mötet i februari visade att fallet i BNP i världen under fjärde kvartalet 2008 hade varit större än vad som tidigare bedömts. I både USA och euroområdet föll BNP med över 6 procent, uppräknat i årstakt, under sista kvartalet 2008 (se diagram 2:10). Nedgången i den amerikanska sysselsättningen under hösten och vintern 2008 var den största som uppmäts sedan 1939 och arbetslösheten steg dramatiskt. Inflationen föll dessutom snabbt i både USA och euroområdet.

Enkätundersökningar i USA, euroområdet och Sverige tydde på att kreditvillkoren för företagen var restriktiva och det fanns risk för att de skulle kunna bli ännu mer restriktiva. Vid sidan av de kraftiga räntesänkningarna vidtog flera centralbanker därför andra åtgärder för att underlätta kreditförsörjningen, såsom köp av statspapper eller bolånerelaterade tillgångar.

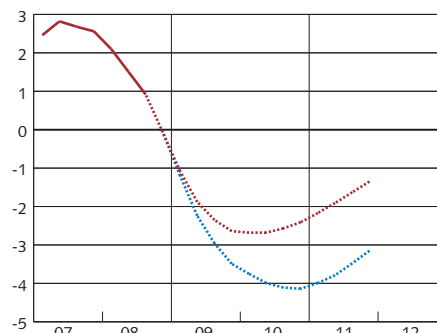
Även i Sverige var utfallet för BNP svagare än vad Riksbanken räknat med i februari. Statistiken visade att BNP hade fallit med drygt 9 procent under fjärde kvartalet 2008 jämfört med föregående kvartal uppräknat till årstakt. Indikatorer som sammanfattar läget för svensk ekonomi, såsom Konjunkturinstitutets barometerindikator och inköpsindex för industrin, visade dessutom entydigt att utvecklingen under första delen av 2009 hade varit mycket svag.

Sammantaget tydde utfallet och indikatorerna på att BNP fortsatte att falla kraftigt under årets första kvartal och BNP-prognosen för 2009 reviderades följaktligen ner jämfört med Riksbankens bedömning i februari. Riksbanken bedömde också att inflationen mätt med KPI skulle falla mycket snabbt under 2009, vilket till stor del berodde på de snabba räntesänkningarna under slutet av 2008 och början av 2009.

Mot bakgrund av detta beslutade Riksbanken att sänka reporäntan till 0,5 procent på det penningpolitiska mötet i april. Samtidigt annonserades också att räntan väntades ligga kvar på en låg nivå till början av 2011 (se diagram 2:4), och att det fanns en viss sannolikhet för att räntan skulle kunna sänkas ytterligare framöver. Direktionen påpekade dock samtidigt att när reporäntan är på så låga nivåer måste man väga in att detta kan få negativa effekter på hur de finansiella marknaderna fungerar. Dessutom meddelade direktionen att om konjunkturen skulle fortsätta att försämrats mer än väntat framöver hade Riksbanken möjlighet att vidta andra åtgärder än ytterligare sänkningar av reporäntan (se fördjupningen "Riksbankens kompletterande åtgärder").

Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson reserverade sig mot beslutet och förordade en sänkning av reporäntan till 0,25 procent och en reporäntebana där reporäntan hålls på denna låga nivå några kvartal in i 2010. Han motiverade sin ståndpunkt med att en sådan reporäntebana skulle innebära en bättre avvägd penningpolitik med högre resursutnyttjande och lägre arbetslöshet utan att inflationen skulle avvika för mycket från målet.

Diagram 2:8. Produktionsgap
Procentuell avvikelse från HP-trend

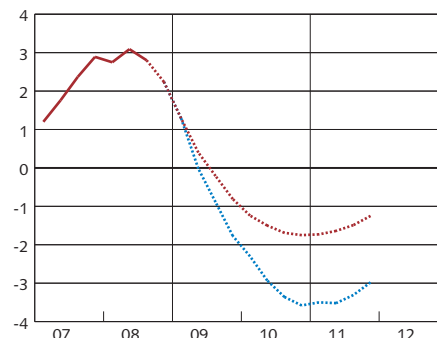


..... Huvudscenariot
..... Högre ränta

Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos i Penningpolitisk rapport februari.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:9. Arbetsmarknadsgap (arbetade timmar)
Procentuell avvikelse från HP-trend

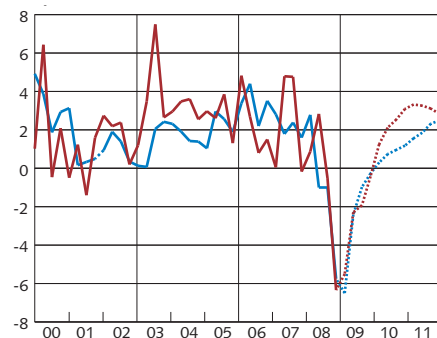


..... Huvudscenariot
..... Högre ränta

Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos i Penningpolitisk rapport februari.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:10. BNP i USA och euroområdet
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data

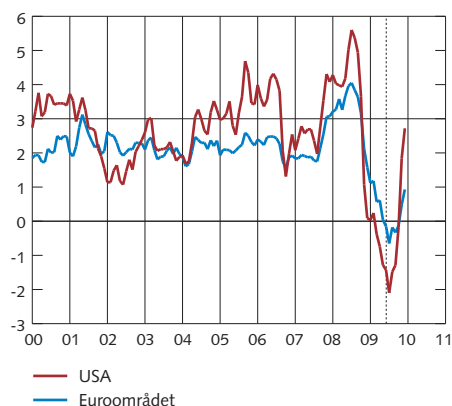


— USA
— Euroområdet

Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos i Penningpolitisk uppföljning april.

Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och Riksbanken

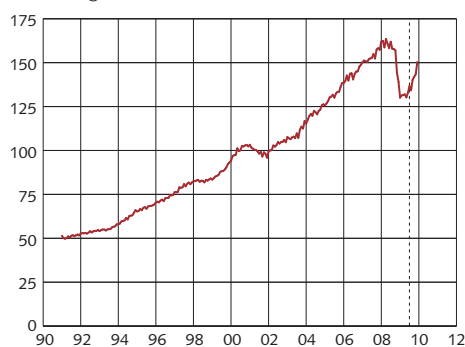
Diagram 2:11. Konsumentpriser
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad vertikal linje visar tidpunkten för publicering av Penningpolitisk rapport juli.

Källor: Bureau of Labor Statistics och Eurostat

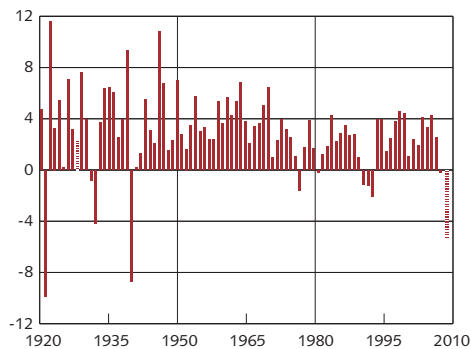
Diagram 2:12. Världshandelsvolym
World trade monitor index, år 2000 = 100, säsongrensade data



Anm. Streckad vertikal linje visar tidpunkten för publicering av Penningpolitisk rapport juli.

Källa: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Diagram 2:13. BNP i Sverige
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad stapel avser Riksbankens prognos i Penningpolitisk rapport juli.

Källor: SCB och Riksbanken

Räntan sänktes ytterligare till 0,25 procent i juli

Läget på de finansiella marknaderna i Sverige och omvärlden började visa tecken på en förbättring under våren. Den ekonomiska utvecklingen i världen var dock fortfarande mycket svag. Fram till årsskiftet 2008/09 hade världsekonomin genomgått den snabbaste försämringen i konjunkturen sedan andra världskriget och i många länder fortsatte fallet i BNP under första kvartalet 2009. Centralbanker runt om i världen fortsatte att föra en mycket expansiv penningpolitik genom att hålla styrräntorna nära noll. Inflationen i omvärlden fortsatte att falla främst till följd av lägre energipriser (se diagram 2:11).

Under våren kom det dock flera signaler om att fallet i världsekonomin hade hejdats. Det fanns tecken på en förbättring i Asien, framförallt i Kina, där omfattande finanspolitiska satsningar nu verkade ha gett resultat. Det fanns också indikationer på att fallet i den amerikanska ekonomin hade dämpats. Det kraftiga fallet i världshandeln såg ut att ha upphört och en viss stabilisering verkade ha skett även på detta område (se diagram 2:12).

Efter att den kraftiga konjunkturedgången hade inletts föll BNP i Sverige kraftigare än i både euroområdet och USA. Resursutnyttjandet sjönk snabbt till mycket låga nivåer enligt flera indikatorer. I juli beräknade Riksbanken att BNP skulle falla med över 5 procent för helåret 2009, vilket innebar ett större fall än prognostiserat i den penningpolitiska uppföljningen i april. Senast något liknande fall i BNP hade inträffat i Sverige var 1940 (se diagram 2:13).

Ökningstakten i KPI fortsatte att falla i linje med prognosen från april, vilket främst berodde på att bostadsräntorna föll kraftigt.

Men även i Sverige fanns det tecken på att nedgången i konjunkturen hade bromsats upp. Indikatorer och utfall tydde på att konsumtionen under andra kvartalet utvecklades något starkare än prognostiserat i april. Ordergången från exportmarknaden återhämtade sig något innan halvårsskiftet. Samtidigt tydde olika konfidensindikatorer också på en viss återhämtning. Trots detta var nivåerna på de flesta indikatorerna ändå långt under det normala och utsikterna för konjunkturen var fortfarande osäkra.

Sammantaget var dock bedömningen att nedgången i konjunkturen under 2009 skulle bli något djupare än beräknat i april.

Mot bakgrund av detta bedömde Riksbanken att reporäntan och reporäntebanan behövde bli lägre. Reporäntan sänktes därför den 2 juli med 0,25 procentenheter till 0,25 procent. Riksbanken hade också analyserat frågan om reporäntans nedre gräns och bedömde att den beslutade sänkningen varken hotade finansmarknadernas funktionsätt eller inflationsmålet.⁷ Den nya räntebanan innebar att reporäntan skulle ligga kvar på denna nivå ett år framåt (se diagram 2:4). Riksbanken bedömde vidare att reporäntan efter sänkningen till 0,25 procent i praktiken hade nått sin nedre gräns.

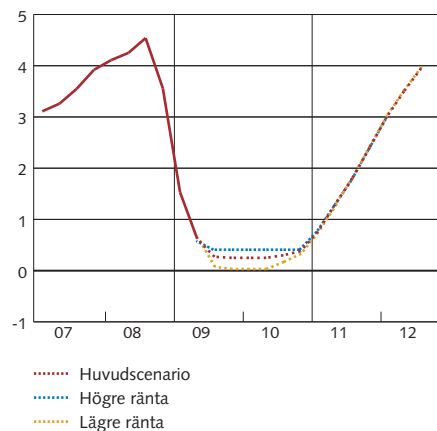
Samtidigt var läget på de finansiella marknaderna fortfarande mycket osäkert. Det hade också under året uppstått stora avvikelser mellan marknadens förväntningar på reporäntan och Riksbankens räntebana (se diagram 5:4–5:5). Det gjorde att penningpolitiken hade fått mindre effekt än avsett. För att understödja penningpolitiken och säkerställa att den fick avsedd effekt beslutade Riksbanken att låna ut upp till 100 miljarder kronor till bankerna i form av tolv månaderslån med fast ränta. Åtgärden bedömdes kunna bidra till att räntor på lån till företag och hushåll skulle bli lägre (se fördjupningen "Riksbankens kompletterande åtgärder").

Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson reserverade sig mot beslutet om en räntesänkning till 0,25 procent. Han förordade att reporäntan skulle sänkas till 0 procent och hållas kvar på denna nivå ett år framåt. En sådan räntebana, menade Svensson, skulle innebära en bättre avvägd penningpolitik med lägre arbetslöshet och högre resursutnyttjande utan att inflationen skulle avvika alltför mycket från målet.

Vice riksbankschef Barbro Wickman-Parak ställde sig bakom beslutet att sänka reporäntan till 0,25 procent, men reserverade sig mot den penningpolitiska rapportens tillväxtprognoser och den tillhörande räntebanan. Wickman-Parak hade en mer positiv syn på den framtida konjunkturutvecklingen i omvärlden och i Sverige. Hon ansåg därför att reporäntan kunde behöva höjas tidigare än vad som framgick av prognosen i den penningpolitiska rapportens huvudscenario.

De alternativa räntebanorna som publicerades i den penningpolitiska rapporten i juli och de tillhörande prognoserna för inflationen och produktions- och arbetsmarknadsgapet enligt HP-metoden visas i diagram 2:14–2:18. Den räntebana som majoriteten av direktionen beslutade om motsvarar prognoserna i den penningpolitiska rapportens huvudscenario.

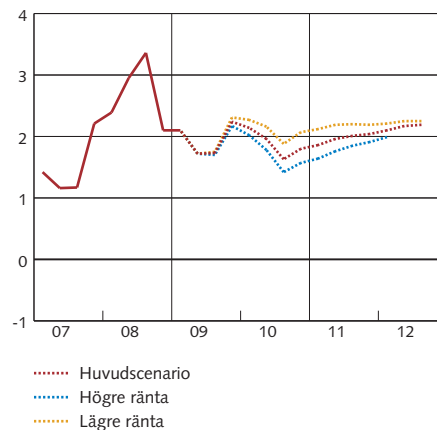
Diagram 2:14. Alternativa reporäntebanor
Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos i Penningpolitisk rapport juli.

Källor: SCB och Riksbanken

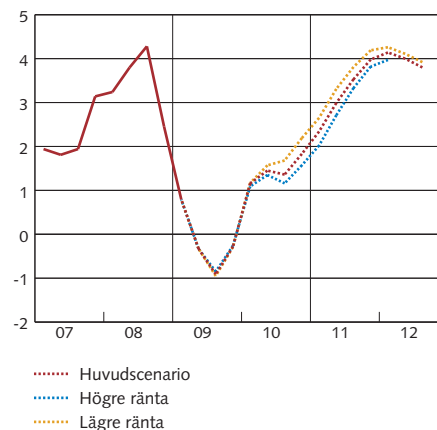
Diagram 2:15. KPIF
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos i Penningpolitisk rapport juli.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:16. KPI
Årlig procentuell förändring

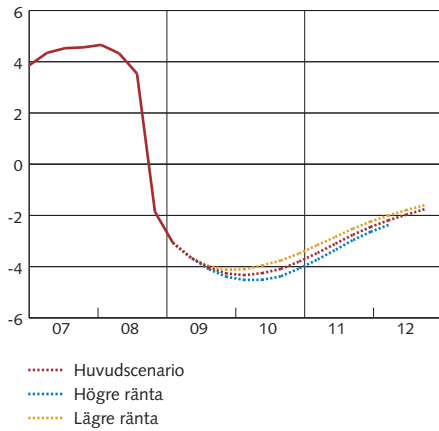


Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos. I den penningpolitiska rapporten i juli publicerades inga prognoser för KPI baserade på de alternativa räntebanorna. Dessa prognoser har därför räknats fram i efterhand.

Källor: SCB och Riksbanken

⁷ Se M. Beechey och H. Elmer "Reporäntans nedre gräns", Ekonomisk kommentar nr 11, 2009, Sveriges riksbank.

Diagram 2:17. Produktionsgap
Procentuell avvikelse mellan BNP och HP-trend

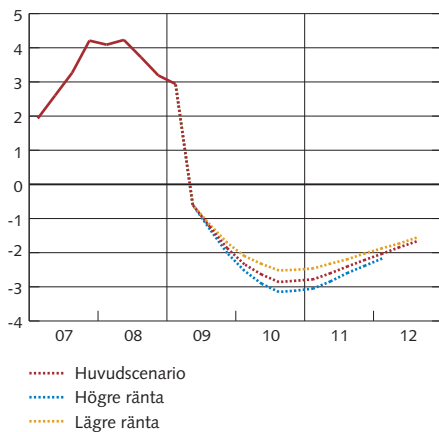


Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos. I den penningpolitiska rapporten i juli publicerades inga prognoser för produktionsgapet baserade på de alternativa räntebanorna. Dessa prognoser har därför räknats fram i efterhand.

Källor: SCB och Riksbanken

Den lägre räntebanan, den gula kurvan, motsvarar den som vice riksbankschefen Lars E.O. Svensson förordade. Det framgår att denna räntebana leder till att produktions- och arbetsmarknadsgapet enligt HP-metoden blir något mindre negativt än i fallet när reporäntan sätts enligt huvudscenariots räntebana. Samtidigt blir inflationen något högre under hela prognosperioden.

Diagram 2:18. Arbetsmarknadsgap (arbetade timmar)
Procentuell avvikelse från HP-trend



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos i Penningpolitisk rapport juli.

Källor: SCB och Riksbanken

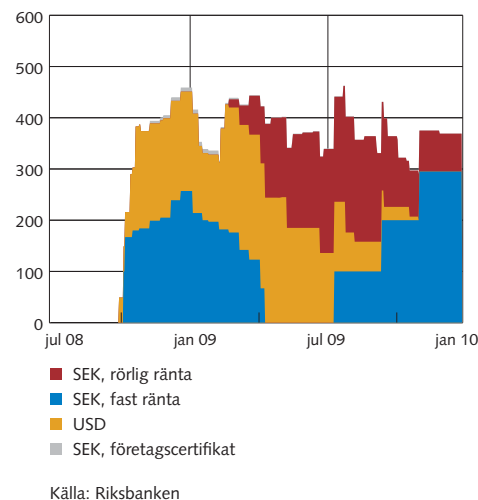
Normalt bedriver Riksbanken penningpolitik genom att via styrräntan och räntebanan påverka de räntor som hushåll och företag möter. Under den finansiella krisen har det dock varit nödvändigt att komplettera den penningpolitiska verktygslådan med mer okonventionella åtgärder för att få de finansiella marknaderna att fungera bättre, underlätta kreditförsörjningen och reducera olika riskpremier som begränsar penningpolitikens genomslag.

De kompletterande åtgärderna har bland annat bestått i att Riksbanken har erbjudit lån på längre löptider än vanligt till sina motparter, erbjudit lån i amerikanska dollar, godkänt ett större antal värdepapper som säkerhet och utökat kretsen av motparter. Riksbanken har under 2008-2009 erbjudit lån till banksystemet med tre, sex och tolv månaders löptid så att bankerna lättare och effektivare ska kunna klara av sin korta och medelfristiga finansiering och så att räntorna på lån till företag och hushåll ska kunna sänkas. Diagram R1 visar utvecklingen av Riksbankens utlåning till bankerna. Tabell R1 ger en översikt över några av Riksbankens kompletterande åtgärder under 2008-2009.

De kompletterande åtgärderna tillsammans med de kraftiga sänkningarna av reporäntan har haft önskad effekt. Förhållandena på de finansiella marknaderna blev mindre ansträngda under 2009. Såväl Riksbankens företagsenkäter som Konjunkturinstitutets företagsbarometer visar att stora företag och banker fick lättare att finansiera sig på marknaden under 2009. Finansmarknadsstatistiken visar att utlåningen till hushåll via banker och kreditinstitut ökade, om än i lägre takt än tidigare. Utlåningen till företag minskade däremot, men ganska svagt med tanke på den kraftiga lågkonjunkturen. Skillnaden mellan interbankräntor och förväntade styrräntor ökade ordentligt när krisen blev akut under hösten 2008 men har därefter successivt minskat och ligger nu på samma nivå som hösten 2007. Andra mått på hur väl kreditmarknaden fungerar visar en liknande utveckling.

Riksbanken har också löpande analyserat möjligheten att vid behov genomföra ytterligare stimulanser. Ett alternativ var att köpa olika typer av värdepapper, i första hand stats- och bostadsobligationer med längre löptider. I likhet med utlåning till fast ränta är det främsta syftet med köp av stats- och bostadsobligationer att få ner det allmänna ränteläget. Riksbanken bedömde dock vid flera tillfällen att de åtgärder som vidtagits var tillräckliga för att påverka inflationen och realekonomin i önskvärd riktning och att det därför inte fanns behov av att köpa stats- eller bostadsobligationer.

Diagram R1. Riksbankens utlåning till bankerna
Miljarder SEK



Tabell R1. Riksbankens kompletterande åtgärder 2008 – 2009⁸

2008-09-22	Riksbanken beslutar att öka möjligheterna till kredit i betalningssystemet RIX. ⁹ Den tillåtna andelen säkerställda obligationer från närstående institut som kan användas som säkerhet i systemet höjs från 25 procent till 75 procent.
2008-09-27	Riksbanken tillkännager en ny lånefacilitet i amerikanska dollar.
2008-10-02	Riksbanken inrättar en lånefacilitet i svenska kronor i syfte att öka tillgången på krediter med längre löptider.
2008-10-08	Riksbanken ändrar ännu en gång säkerhetskraven för krediter i RIX. Den tillåtna andelen säkerställda obligationer från närstående institut som kan användas som säkerhet i systemet höjs från 75 procent till 100 procent. Samtidigt beslutas också att sänka kravet på lägsta kreditbetyg för värdepapper med längre löptid som ställs som säkerhet.
2008-10-24	Riksbanken meddelar att man i ett program med återkommande auktioner kommer att erbjuda tremånaderslån i svenska kronor.
2008-10-29	Riksbanken meddelar att man inrättar en ny tillfällig kreditfacilitet där bankerna kan använda företagscertifikat med löptid upp till ett år som säkerhet i större omfattning än tidigare. Syftet med den nya kreditfaciliteten är att underlätta kreditförsörjningen för icke-finansiella företag.
2009-02-13	Riksbanken erbjuder långa lån till rörlig ränta. Lånen lämnas dels mot vanliga säkerheter i upp till sex månader, dels mot säkerheter i form av företagscertifikat i upp till tolv månader.
2009-04-03	Riksbanken utökar antalet <i>penningpolitiska motparter</i> genom att fler finansiella institut får möjligheten att bli <i>begränsad penningpolitisk motpart</i> . ¹⁰ Begränsade motparter får tillgång till Riksbankens tillfälliga kreditfaciliteter men utan att vara deltagare i RIX.
2009-05-07	Riksbanken erbjuder tolv månaderslån i svenska kronor mot säkerhet.
2009-07-02	Riksbanken beslutar att erbjuda lån till fast ränta mot säkerhet med en löptid på tolv månader.
2009-09-03	Riksbanken beslutar att erbjuda ett andra lån mot säkerhet till fast ränta med en löptid på ungefär tolv månader.
2009-10-22	Riksbanken beslutar att erbjuda ett tredje lån mot säkerhet till fast ränta med en löptid på ungefär elva månader.

8 Tabellen visar ett urval av åtgärder. En fullständig lista över samtliga åtgärder som Riksbanken genomfört finns på Riksbankens webbplats, www.riksbank.se.

9 RIX är Riksbankens betalningssystem. Det är ett centralt betalningssystem som hanterar betalningar till och från bankernas konton hos Riksbanken.

10 En *penningpolitisk motpart* är ett kreditinstitut med säte eller filial i Sverige som är deltagare i RIX, Riksbankens system för kontoöverföringar, och som därmed har tillgång till kreditfaciliteter hos Riksbanken. Motparter är för närvarande 14 banker. En *begränsad penningpolitisk motpart* måste ha säte i Sverige, men behöver inte vara deltagare i RIX. En begränsad penningpolitisk motpart kan utnyttja vissa av Riksbankens faciliteter som man annars måste vara penningpolitisk motpart för att delta i. De faciliteter som den begränsade motparten kan delta/har deltagit i är: i) program för kredit i svenska kronor med rörlig ränta (med samma säkerheter som för kredit i RIX), ii) fasträntelån och iii) köp av Riksbankscertifikat. Begränsade penningpolitiska motparter är i nuläget Svensk Exportkredit, Kommuninvest i Sverige, Sparbanken Finn och Öhman Fondkommission.

Räntebanan hölls oförändrad både i september och i oktober

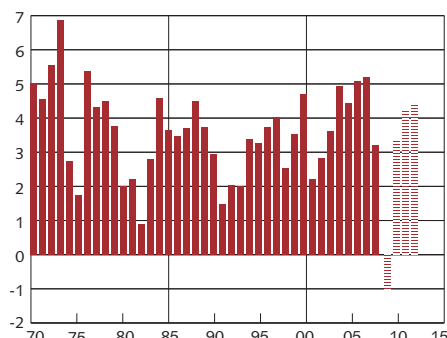
Efter beslutet i juli kom alltför tecken på en vändning i konjunkturen. Den finansiella krisen avtog, vilket avspeglades i att kreditspreadarna sjönk på flera håll, exempelvis i USA och euroområdet. Samtidigt hade både utfall och indikatorer på den framtida ekonomiska tillväxten stabiliserats eller vänt upp i de flesta regioner. Särskilt i Asien hade ekonomierna tydligt börjat växa under andra kvartalet. Riksbankens prognos för tillväxten i världsekonomin reviderades därför upp något både för 2009 och för de kommande åren. Världsekonomin väntades dock ändå krympa med cirka 1 procent under 2009, vilket skulle innebära en mycket svag ekonomisk utveckling historiskt sett (se diagram 2:19).

Nyinkommen information för svensk ekonomi visade att en återhämtning kunde skönjas. Bland annat tydde inköpschefsindex på att läget inom industrin stadigt hade förbättrats. Men många indikatorer befann sig fortfarande långt under sina normala nivåer. Konjunkturinstitutets företagsbarometer för augusti visade exempelvis att företag inom privata tjänstenärings- och tillverkningsindustri fortfarande uppgav att deras syn på det ekonomiska läget var mycket svagt. Hushållen hade dock enligt konjunkturbarometern blivit mer optimistiska om framtiden. Även detaljhandeln och bilförsäljningen visade på en positiv utveckling under sommaren.

I stora drag följde svenska indikatorer utvecklingen av indikatorerna i omvärlden, även om exempelvis inköpschefsindex de senaste månaderna hade stigit något snabbare i Sverige. Sammantaget tydde indikatorerna för utvecklingen under tredje kvartalet på att återhämtningen kunde komma att ske något snabbare än vad som väntades i juli. Samtidigt var resursutnyttjandet mycket lågt och arbetsmarknaden utvecklades svagt.

Den årliga procentuella förändringen i KPI för juli uppgick till -0,9 procent. Det låga utfallet berodde främst på att bostadsräntorna föll mer än väntat. I september uppgick den årliga procentuella förändringen i KPI till -1,6 procent, medan KPIF-inflationen uppgick till 1,4 procent. Utfallen för KPI och KPIF var något lägre än vad Riksbanken hade prognostiserat. Enligt Riksbankens prognos i september och oktober skulle den underliggande inflationen mätt med KPIF ligga något under 2 procent under 2009-2012. KPI-inflationen skulle stiga snabbt och uppgå till strax under 4 procent mot slutet av prognosperioden (se diagram 2:20). Detta förklarades av att bostadsräntorna skulle sluta falla och börja stiga igen i takt med att Riksbanken började höja reporäntan.

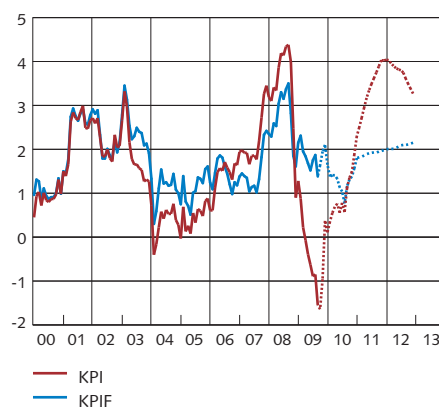
Diagram 2:19. BNP i världen
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad stapel avser Riksbankens prognos i Penningpolitisk rapport oktober.

Källor: IMF och Riksbanken

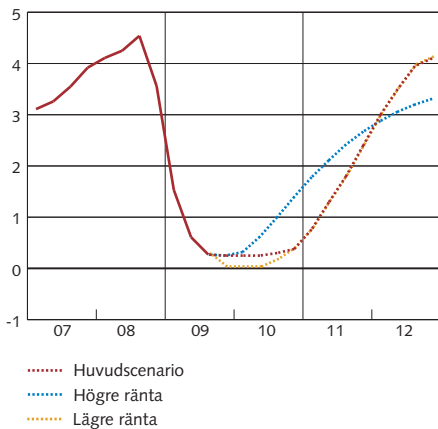
Diagram 2:20. KPI och KPIF
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta. Streckad linje avser Riksbankens prognos i Penningpolitisk rapport oktober.

Källor: SCB och Riksbanken

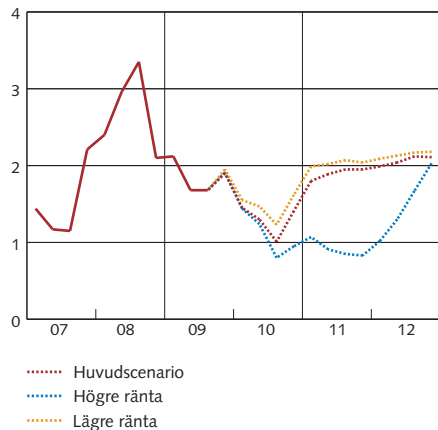
Diagram 2:21. Alternativa reporäntebanor
Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos i Penningpolitisk rapport oktober.

Källor: SCB och Riksbanken

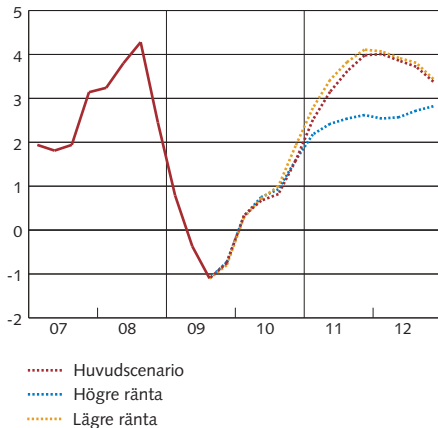
Diagram 2:22 KPIF
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos i Penningpolitisk rapport oktober.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:23. KPI
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos. I den penningpolitiska rapporten i oktober publicerades inga prognoser för KPI baserade på de alternativa räntebanorna. Dessa prognoser har därför räknats fram i efterhand.

Källor: SCB och Riksbanken

Riksbanken beslutade att låta räntan vara oförändrad på 0,25 procent vid de penningpolitiska mötena i september och oktober (se diagram 2:4). Räntan bedömdes behöva ligga kvar på denna låga nivå till hösten 2010 för att stödja återhämtningen av den svenska ekonomin och för att uppnå inflationsmålet. Vidare bedömde Riksbanken att kompletterande åtgärder fortfarande behövdes för att penningpolitiken skulle få avsedd effekt. Riksbanken beslutade därför vid båda mötena att låna ut ytterligare upp till 100 miljarder kronor till bankerna med fast ränta på ungefär 12 månader. Det skulle bidra till att räntorna på lån till företag och hushåll skulle hållas fortsatt låga (se fördjupningen "Riksbankens kompletterande åtgärder"). Den låga reporäntan väntades tillsammans med den ekonomiska uppgången i omvärlden bidra till positiv BNP-tillväxt i Sverige mot slutet av året. I takt med att konjunkturen återhämtade sig skulle reporäntan höjas relativt snabbt till mer normala nivåer under 2011 och 2012.

Vid de båda mötena ställde sig vice riksbankscheferna Lars Nyberg och Barbro Wickman-Parak bakom beslutet att hålla reporäntan oförändrad på 0,25 procent. De reserverade sig dock mot tillväxtprognoserna i både den penningpolitiska uppföljningen och den penningpolitiska rapporten och därmed den tillhörande reporäntebanan. De motiverade sina ställningstaganden bland annat med en mer positiv syn på hur utvecklingen på de finansiella marknaderna kunde komma att påverka konjunkturen både i omvärlden och i Sverige. Deras uppfattning var att räntan skulle behöva höjas något tidigare än vad som förutsattes i majoritetens prognos. De ansåg inte heller vid något av tillfällena att ekonomin behövde stimuleras med ytterligare lån till bankerna med fast ränta.

Vid mötet i oktober reserverade sig förste vice riksbankschef Svante Öberg mot ytterligare ett lån till fast ränta med motiveringen att läget på de finansiella marknaderna hade förbättrats och med hänsyn till lånet föreslagna längd. Han ställde sig dock bakom beslutet om oförändrad reporänta och reporäntebana.

Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson reserverade sig mot beslutet vid båda de penningpolitiska mötena. Han förordade en sänkning av reporäntan till 0 procent och en lägre reporäntebana så att reporäntan skulle hållas på denna nivå ett år framåt. Svensson ansåg att en sådan reporäntebana innebar en bättre avvägd penningpolitik med lägre arbetslöshet, högre resursutnyttjande och en KPIF-inflation närmare målet. Detta utan att det skulle uppstå några problem för de finansiella marknadernas funktionssätt eller den finansiella stabiliteten. I termer av diagram 2:21 förordade Svensson den lägre (gula) räntebanan.

Diagram 2:21–2:25 visar de alternativa prognoserna för reporäntan, inflationen och resursutnyttjande som diskuterades på det penningpolitiska mötet i oktober. Precis som tidigare tjänar produktions- och arbetmarknadsgapet enligt HP-metoden som mått på resursutnyttjandet.

Räntebanan hölls oförändrad även i december

Återhämtningen från den djupa konjunkturedgången fortsatte under hösten. Läget i världsekonomin förbättrades, världshandeln steg och de finansiella marknaderna fungerade allt bättre. Dessutom var tillväxten stark i Asien under tredje kvartalet. Riksbankens prognoser för tillväxten i världsekonomin reviderades därför upp något i december, för både 2009 och 2010.

Indikatorerna för det fjärde kvartalet tydde sammantaget på att BNP-tillväxten i Sverige skulle bli något starkare jämfört med prognosen i oktober. Till detta bidrog den starkare återhämtningen i omvärlden i kombination med att den inhemska efterfrågan väntades bli högre. Hushåll och företag var mer optimistiska om utvecklingen framöver och konsumtionen ökade. BNP-prognosen för Sverige 2010 reviderades därför upp något och konjunkturen väntades bli starkare i takt med att exporten steg. Återhämtningen skulle dock ske från en mycket låg nivå, vilket innebar att det skulle finnas gott om lediga resurser i ekonomin de efterföljande åren.

Bedömningen i december visade att utvecklingen på arbetsmarknaden skulle bli mindre svag än i prognosen från oktober. Men sysselsättningen väntades fortfarande falla och arbetslösheten stiga under 2010. Till följd av det svaga arbetsmarknadsläget bedömdes lönerna öka långsammare längre fram. Detta väntades bidra till ett lågt inflationstryck de kommande åren.

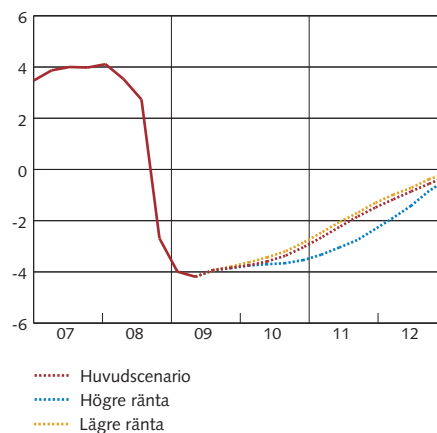
Samtidigt dämpades inflationstrycket också av lägre hyror, lägre inflation i omvärlden och en starkare krona. Inflationsprognosen för de kommande åren reviderades därför ner något.

Vid det penningpolitiska mötet i december beslutade Riksbanken att lämna reporäntan oförändrad på 0,25 procent. Även prognosen för reporäntan lämnades oförändrad. Riksbanken bedömde att det fortfarande var lämpligt att hålla räntan låg under en lång period för att understödja uppgången i produktion och sysselsättning och samtidigt klara inflationsmålet. Direktionen tog inget beslut om nytt lån till fast ränta.

Vid mötet ställde sig vice riksbankscheferna Lars Nyberg och Barbro Wickman-Parak bakom beslutet att hålla reporäntan oförändrad på 0,25 procent men reserverade sig mot reporäntebanan i den penningpolitiska uppföljningen. De motiverade sitt ställningstagande bland annat med en något mer positiv syn på tillväxtutsikterna och att konjunkturen nu börjat normaliseras. De bedömde att räntan skulle behöva höjas tidigare än den föreslagna räntebanan utvisade men att denna sedan under den resterande prognosperioden inte behövde bli lika brant.

Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson reserverade sig mot beslutet och förordade en sänkning av reporäntan till 0 procent och en reporäntebana 0,25 procent under huvudscenariots räntebana till och med tredje kvartalet 2010. Han hävdade att en sådan reporäntebana

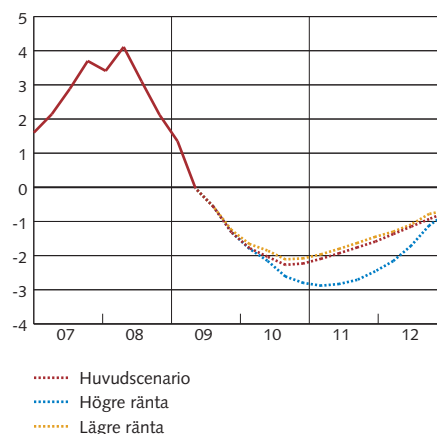
Diagram 2:24. Produktionsgap
Procentuell avvikelse mellan BNP och HP-trend



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos i Penningpolitisk rapport oktober.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:25. Arbetsmarknadsgap (arbetade timmar)
Procentuell avvikelse från HP-trend



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos i Penningpolitisk rapport oktober.

Källor: SCB och Riksbanken

innebar en bättre avvägd penningpolitik med lägre arbetslöshet, högre resursutnyttjande och en KPIF-inflation närmare målet, utan att medföra några problem för de finansiella marknadernas funktionsätt eller den finansiella stabiliteten.

■ Principer för utvärdering av olika penningpolitiska alternativ

Vid varje penningpolitiskt beslut gör direktionen en bedömning av vilken bana för reporäntan som behövs för att penningpolitiken ska kunna betraktas som väl avvägd. I normalfallet innebär en väl avvägd penningpolitik att inflationen är nära inflationsmålet på ett par års sikt samtidigt som inflationen och den reala ekonomin inte uppvisar alltför stora svängningar. Om det uppstår en målkonflikt där det exempelvis blir svårt att få tillbaka inflationen på målet på två års sikt utan att den reala ekonomin uppvisar alltför stora svängningar är utgångspunkten för penningpolitiken att uppnå en rimlig kompromiss mellan att stabilisera inflationen och stabilisera realekonomin.

Ett sätt att närma sig frågan om vilken reporäntebana som är bäst i en viss situation är att jämföra prognosen för inflationen och realekonomin för alternativa reporäntebanor. För att mäta hur realekonomin utvecklas brukar man bland annat titta på olika mått på resursutnyttjandet. I de penningpolitiska rapporterna redovisas konsekvenserna av de alternativa räntebanorna i form av diagram som visar den prognostiserade utvecklingen för inflationen och för olika mått på resursutnyttjande som en viss reporäntebana väntas ge upphov till (se diagram 2:5–2:8, 2:14–2:17 och 2:21–2:24).

En metod som sammanfattar informationen i de alternativa scenarierna är att beräkna de genomsnittliga kvadratsummorna, de så kallade medelkvadratgapen, för prognoserna för inflationen och för resursutnyttjandet. Metoden ger ett överskådligt mått på hur väl en räntebana stabiliserar inflationen kring inflationsmålet och resursutnyttjandet kring en normal nivå. Medelkvadratgapen beräknas som

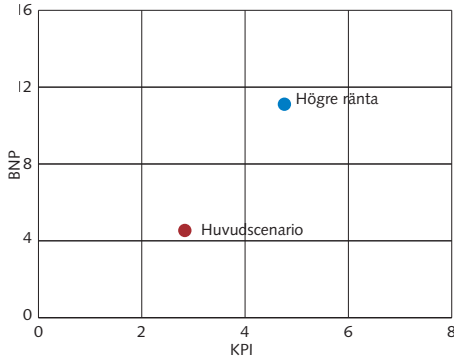
$$\sum_{\tau=0}^T (\pi_{t+\tau,t} - \pi^*)^2 / (T+1) \quad \text{och} \quad \sum_{\tau=0}^T (y_{t+\tau,t} - y^*_{t+\tau,t})^2 / (T+1)$$

där $\pi_{t+\tau,t}$ är prognosen i kvartal t för inflationen i kvartal $t+\tau$, π^* är inflationsmålet, $(y_{t+\tau,t} - y^*_{t+\tau,t})$ är ett mått på resursutnyttjandet och T är prognoshorisonten (normalt 12 kvartal).

Metoden kan illustreras med exempel från de penningpolitiska mötena i februari, juli och oktober. Diagram R2–R7 visar medelkvadratgapen för produktionsgapet enligt HP-metoden och för inflationens avvikelser från inflationsmålet. Inflationen mäts vanligtvis med KPI men i ett läge där stora reporänteändringar har mycket stora direkta effekter på KPI bör man även analysera effekten på KPIF-inflationen.¹¹ Diagrammen summerar den information som redan finns i diagram 2:5–2:8, 2:14–2:17 och 2:21–2:24, men underlättar jämförelsen mellan de olika räntebanorna. För varje penningpolitiskt möte redovisas två diagram, ett där inflationen mäts med KPI och ett där den mäts med KPIF. Ett lägre medelkvadratgap för inflationen innebär att inflationen är mer stabil runt inflationsmålet. Ett lägre medelkvadratgap för resursutnyttjandet innebär mer stabilt resursut-

¹¹ KPI mäter priset på en korg av varor och tjänster inklusive boendekostnader. Räntekostnaderna för egnahem ingår i boendekostnaderna. Det innebär att stora ändringar i Riksbankens styrränta får stora övergående effekter på inflationen mätt med KPI. KPIF – som är KPI rensat för de direkta effekterna av Riksbankens egna ränteförändringar – är ett mått på underliggande inflation som är bättre lämpat att studera under 2009 då Riksbanken sänkte sin styrränta kraftigt.

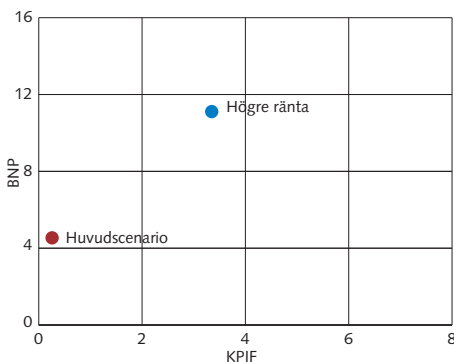
Diagram R2. Medelkvadratgap för KPI- och resursutnyttjandeprognoiser, februari 2009
Medelvärden av kvadrerade avvikelser under prognosperioden



Anm. Resursutnyttjandet mäts som BNP:s avvikelse från en HP-trend och inflationsavvikelsen som KPI:s avvikelse från inflationsmålet.

Källa: Riksbanken

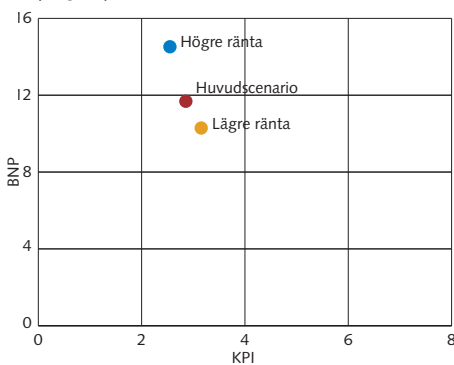
Diagram R3. Medelkvadratgap för KPIF- och resursutnyttjandeprognoiser, februari 2009
Medelvärden av kvadrerade avvikelser under prognosperioden



Anm. Resursutnyttjandet mäts som BNP:s avvikelse från en HP-trend och inflationsavvikelsen som KPIF:s avvikelse från inflationsmålet.

Källa: Riksbanken

Diagram R4. Medelkvadratgap för KPI- och resursutnyttjandeprognoiser, juli 2009
Medelvärden av kvadrerade avvikelser under prognosperioden



Anm. Resursutnyttjandet mäts som BNP:s avvikelse från en HP-trend och inflationsavvikelsen som KPI:s avvikelse från inflationsmålet.

Källa: Riksbanken

nyttjandet. Således ju närmare origo, eller "sydväst" i diagrammet, en punkt ligger, desto mindre är de sammantagna avvikelserna för inflationen och resursutnyttjandet från inflationsmålet respektive en normal nivå.

Av diagram R2–R3 framgår att den lägre räntebanan i den penningpolitiska rapporten från februari resulterade i en punkt som ligger närmare origo i båda dimensionerna. Således resulterade huvudscenariots räntebana enligt dessa kalkyler i mindre inflations- och produktionsgap än alternativscenariots räntebana.

Av diagram R4–R5 framgår det att den lägre räntebanan från alternativscenariot i den penningpolitiska rapporten från juli 2009 låg närmare origo i produktionsgapsdimensionen. När det gäller inflationsgapet beror resultatet på hur vi mäter inflationen. Mätt med KPI är inflationsgapet minst för den högre räntebanan men mätt med KPIF är inflationsgapet ungefär lika stort för samtliga tre räntealternativ.

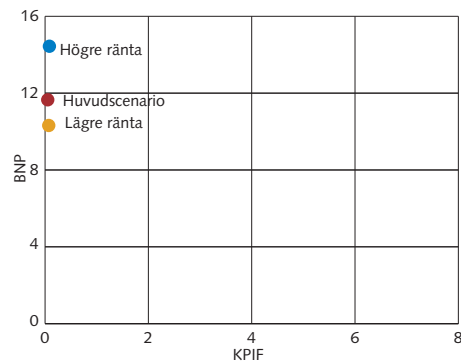
Av diagram R6–R7 framgår att den lägre räntebanan från alternativscenariot i den penningpolitiska rapporten från oktober 2009 låg närmare origo i båda dimensionerna när inflationen mäts med KPIF. När inflationen mäts med KPI finns inget räntealternativ som samtidigt minimerar både inflations- och produktionsgapet.

I både juli och oktober bedömde direktionens majoritet att den lägre räntebanan inte var lämplig. Röntan hade kommit ner till historiskt sett mycket låga nivåer och det fanns anledning för en centralbank att vara försiktig med ytterligare sänkningar. Till bilden hör också att det är genuint svårt att göra tillförlitliga skattningar och prognoser av resursutnyttjandet och den potentiella produktionen. Ett särskilt problem under 2009 är att den finansiella krisen kan ha minskat den potentiella produktionen så att resursutnyttjandet i ekonomin är högre för en given nivå på produktion. Vidare bedömde direktionens majo-

ritet att det fanns risker förknippade med till exempel en överdriven kreditgivning och snabbt stigande huspriser.

Ett numeriskt inflationsmål har inneburit ett stort framsteg i praktisk penningpolitik och gjort det möjligt att mycket bättre än tidigare mäta och utvärdera måluppfyllelsen av penningpolitiken. Det faktum att penningpolitiken inte bara inriktas på att stabilisera inflationen utan även på att stabilisera resursutnyttjandet har dock, i frånvaro av kvantitativa mått på stabilitet i dessa variabler gjort det svårt att mäta och utvärdera måluppfyllelsen i denna stabilitetsdimension. De kvantitativa mått som medelkvadratgapen innebär gör det dock möjligt att mäta och utvärdera denna måluppfyllelse. Metodens för- och nackdelar behöver dock belysas ordentligt och inom Riksbanken pågår nu ett arbete för att ytterligare utveckla och förfinas dessa metoder. Resultaten av detta arbete kommer att avrapporteras successivt i den penningpolitiska rapporten och i andra dokument Riksbanken publicerar.

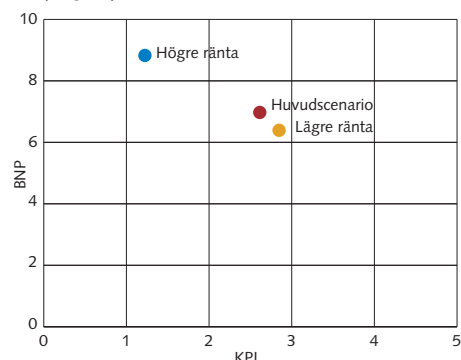
Diagram R5. Medelkvadratgap för KPIF- och resursutnyttjandeprognoiser, juli 2009
Medelvärden av kvadrerade avvikelser under prognosperioden



Anm. Resursutnyttjandet mäts som BNP:s avvikelse från en HP-trend och inflationsavvikelsen som KPIF:s avvikelse från inflationsmålet.

Källa: Riksbanken

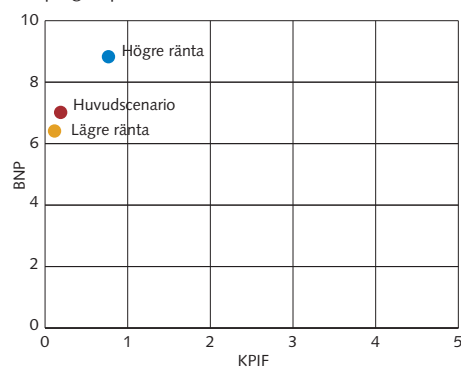
Diagram R6. Medelkvadratgap för KPI- och resursutnyttjandeprognoiser, oktober 2009
Medelvärden av kvadrerade avvikelser under prognosperioden



Anm. Resursutnyttjandet mäts som BNP:s avvikelse från en HP-trend och inflationsavvikelsen som KPI:s avvikelse från inflationsmålet.

Källa: Riksbanken

Diagram R7. Medelkvadratgap för KPIF- och resursutnyttjandeprognoiser, oktober 2009
Medelvärden av kvadrerade avvikelser under prognosperioden



Anm. Resursutnyttjandet mäts som BNP:s avvikelse från en HP-trend och inflationsavvikelsen som KPIF:s avvikelse från inflationsmålet.

Källa: Riksbanken

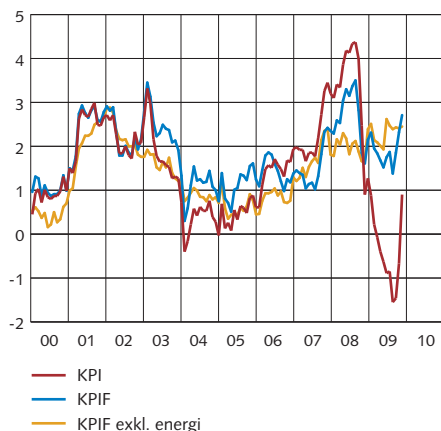
När Riksbankens penningpolitik ska utvärderas är det naturligt att jämföra utfallen för inflationen med inflationsmålet. Men det finns åtminstone två omständigheter som då måste beaktas. Den första är att det tar tid innan förändringar i penningpolitiken får effekt på inflationen och realekonomin. Under den tid det tar för ränteförändringar att få full effekt hinner ekonomin påverkas av nya ovän-

tade störningar. Inflationen och den realekonomiska utvecklingen 2009 kan följaktligen ha påverkats av störningar som inte varit möjliga att förutse när de tidigare penningpolitiska besluten togs. Den andra omständigheten är att penningpolitiken även kan ha tagit hänsyn till den reala utvecklingen. En avvikelse mellan utfall och mål för inflationen kan således vara avsiktlig.

Sammanfattning:

- KPI-inflationen uppgick under året till i genomsnitt -0,3 procent. Mätt med KPIF, som är KPI rensat för de direkta effekterna av Riksbankens egna ränteförändringar, var inflationen i genomsnitt 1,9 procent.
- Inflationsförväntningarna på lång sikt låg nära 2 procent vilket visar att allmänheten har förtroende för Riksbankens inflationsmål.
- BNP minskade med 4,9 procent 2009 och resursutnyttjandet var mycket lågt. Arbetslösheten steg och uppgick till 8,3 procent under 2009.
- Den internationella finansiella krisen är den viktigaste förklaringen till fallet i BNP och till avvikelserna mellan utfallen för KPI-inflationen och inflationsmålet under 2009. Den globala recessionen som följde i spåren av finanskrisen drabbade Sveriges starkt exportberoende ekonomi hårt. För att mildra effekterna av den finansiella krisen på den svenska ekonomin behövde reporäntan sänkas snabbt och kraftfullt. Det pressade ner boräntorna vilket i sin tur orsakade ett kraftigt fall i KPI.
- Penningpolitiken måste baseras på prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Men varken Riksbanken eller andra bedömare förutspådde styrkan i den globala finanskrisen och hur mycket den skulle komma att påverka inflationen och den realekonomiska utvecklingen.
- En analys med hjälp av Riksbankens strukturella modell visar att den oväntat svaga omvärldsutvecklingen pressade ner såväl den underliggande inflationen som BNP-tillväxten men att den expansiva penningpolitiken delvis lyckades motverka dessa effekter.

Diagram 3:1. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

Inflationen 2009

Riksbankens inflationsmål är formulerat som att den årliga förändringen i konsumentprisindex, KPI, ska vara 2 procent. Inflationen mätt med KPI föll snabbt under 2009 (se diagram 3:1). KPI-inflationen föll från en årlig ökningstakt på 1,3 procent i januari till som lägst -1,6 procent i september 2009.

KPI mäter priset på en korg av varor och tjänster inklusive boendekostnader. Räntekostnaderna för egna hem ingår i boendekostnaderna. Priserna på de olika varorna och tjänsterna i KPI 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 och tjänster kan få stora men övergående effekter på KPI-inflationen. För att man ska kunna bedöma utvecklingen av den mer bestående och långsiktiga inflationstakten används därför ofta olika mått på underliggande inflation.

Ett sådant mått på underliggande inflation som är särskilt lämpligt att studera under 2009 då Riksbanken sänkte sin styrrenta kraftigt är KPIF, som är KPI rensat för effekterna av Riksbankens ränteförändringar på räntekostnaderna för egna hem. Diagram 3:1 visar att KPIF och KPIF exklusive energi hade en mer stabil utveckling än KPI under 2009 och låg närmare inflationsmålet.

KPI-inflationen uppgick under året till i genomsnitt -0,3 procent (se tabell 3:1). Mätt med KPIF var den underliggande inflationen i genomsnitt 1,9 procent. Sänkta bostadsräntor bidrog således till en skillnad mellan KPI-inflationen och KPIF-inflationen på 2,2 procentenheter under 2009. Vidare var energipriserna i genomsnitt lägre under 2009 jämfört med föregående år. Den underliggande inflationen rensat för energipriser (KPIF exklusive energipriser) var således högre än KPIF. KPIF exklusive energipriser steg i genomsnitt med 2,3 procent.

Tabell 3:1. Jämförelse av olika inflationsmått, årsgenomsnitt
Årlig procentuell förändring

	2008	2009	1999-2009
KPI	3,4	-0,3	1,4
KPIF	2,7	1,9	1,8
KPIF exkl. energi	2,0	2,3	1,5

Källor: SCB och Riksbanken

Inflationsförväntningar 2009

Förtroendet för inflationsmålet är grundläggande för Riksbankens arbete med att uppnå prisstabilitet och ett stabilt resursutnyttjande. Förtroende för inflationsmålet bidrar till att lönebildningen och pris-sättningen blir förenliga med inflationsmålet. Detta är mycket viktigt för Riksbankens strävan att uppnå prisstabilitet.

Ett högt förtroende för inflationsmålet ökar också möjligheten för penningpolitiken att stabilisera produktion och sysselsättning. Om aktörerna i ekonomin litar på att inflationen hålls stabil kring inflations-

målet behöver penningpolitiken inte reagera lika mycket när ekonomin drabbas av störningar jämfört med om det inte fanns förtroende för inflationsmålet.

Om inflationsförväntningarna från olika mätningar är stabila och ligger nära inflationsmålet på några års sikt kan det tolkas som att allmänheten har förtroende för att Riksbanken kommer att uppnå sitt mål. På Riksbankens uppdrag mäter TNS Sifo Prospera inflationsförväntningarna hos penningmarknadens aktörer, arbetsgivar- och arbetstagarorganisationer samt inköpschefer i handeln och industrin. Diagram 3:2 visar genomsnittliga förväntningar på KPI-inflationen på ett, två respektive fem års sikt hos samtliga aktörer i Prosperas mätning. Inflationsförväntningarna på fem års sikt ligger nära 2 procent vilket visar att allmänheten har förtroende för Riksbankens inflationsmål. Som framgår av diagram 3:3, har inflationsförväntningarna på 5 års sikt varit relativt väl förankrade kring inflationsmålet också under en längre period.

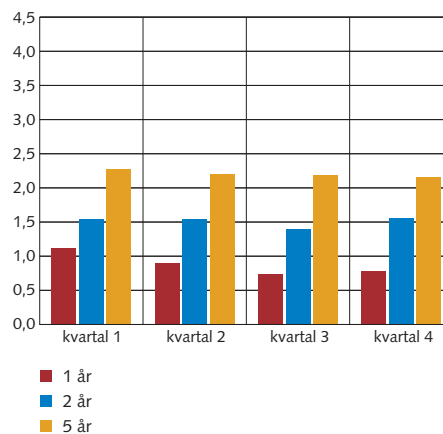
Inflationsförväntningarna på ett års sikt låg 2009 i genomsnitt kring 0,9 procent. Men de kortsiktiga inflationsförväntningarna har ingen stark koppling till allmänhetens förtroende för inflationsmålet utan baseras i högre grad på den aktuella faktiska inflationen.¹² De exceptionella omständigheter som finanskrisen inneburit med stora och snabba sänkningar av reporäntan har pressat ner KPI-inflationen till ovanligt låga nivåer. Detta tillsammans med den mycket kraftiga konjunkturnedgången och den osäkerhet som råder kring den ekonomiska återhämtningen gör att det knappast är förvånande att de kortsiktiga inflationsförväntningarna nu ligger under målet.

Det kan även vara intressant att jämföra inflationsförväntningarna med Riksbankens inflationsprognoser. Om ekonomins aktörer delar Riksbankens syn på hur inflationen kommer att närma sig målet borde inflationsförväntningarna ligga nära Riksbankens prognoser.

Diagram 3:4 visar Riksbankens inflationsprognoser samt inflationsförväntningarna hos penningmarknadens aktörer på två års sikt så som de har utvecklats under 2009.¹³ Diagrammet visar att inflationsförväntningarna på två års sikt, under 2009 var långt under Riksbankens inflationsprognoser för 2011. Detta är en markant skillnad från situationen 2008 då Riksbankens inflationsprognoser och inflationsförväntningar hos penningmarknadens aktörer låg nästan helt i linje med varandra. Diagram 3:4 visar också att inflationsförväntningarna hos penningmarknadens aktörer verkar ha legat i linje med Riksbankens prognoser på KPIF-inflationen 2011.

Vad förklarar skillnaden mellan inflationsförväntningarna på två års sikt och Riksbankens KPI prognoser? En stor del av skillnaden kan förklaras av skilda uppfattningar om räntebanan eftersom förändringar i reporäntan påverkar bostadsräntorna som i sin tur påverkar KPI. 2009 förväntade sig penningmarknadens aktörer en betydligt mindre

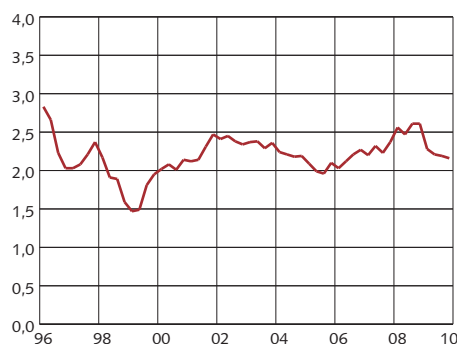
Diagram 3:2. Inflationsförväntningar hos samtliga aktörer 2009 på 1, 2 och 5 års sikt
Årlig procentuell förändring



Anm. Prosperas mätning av inflationsförväntningarna det sista kvartalet ägde rum i slutet av september och början av oktober 2009. Förväntningarna gäller KPI-inflationen.

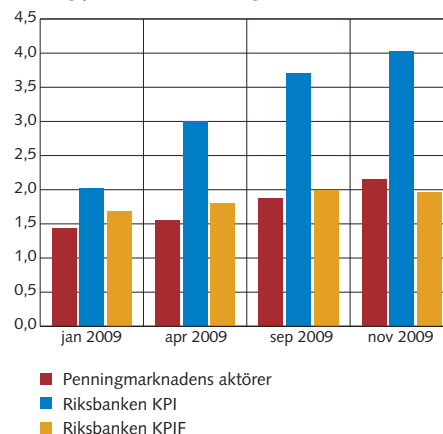
Källa: TNS SIFO Prospera

Diagram 3:3. Inflationsförväntningar hos samtliga aktörer på 5 års sikt
Procent



Källa: TNS SIFO Prospera

Diagram 3:4. Riksbankens inflationsprognoser samt inflationsförväntningar (KPI) hos penningmarknadens aktörer 2009 på 2 års sikt
Årlig procentuell förändring



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

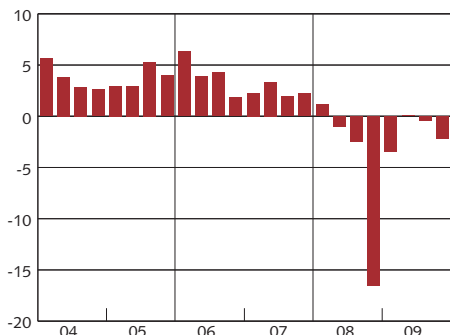
Källa: TNS SIFO Prospera och Riksbanken

¹² Se T. Jonsson och P. Österholm, "The Properties of Survey-Based Inflation Expectations in Sweden", Working paper nr 114, 2009, Konjunkturinstitutet.

¹³ Det är intressant att följa inflationsförväntningarna hos penningmarknadens aktörer, eftersom denna grupp kan förmodas lägga ner mer resurser på att göra inflationsprognoser.

Diagram 3:5. BNP

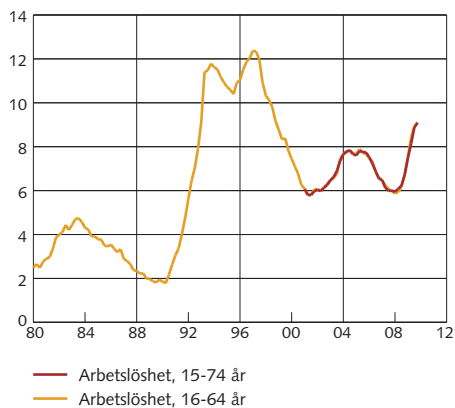
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:6. Arbetslöshet

Procent av arbetskraften, säsongrensade data

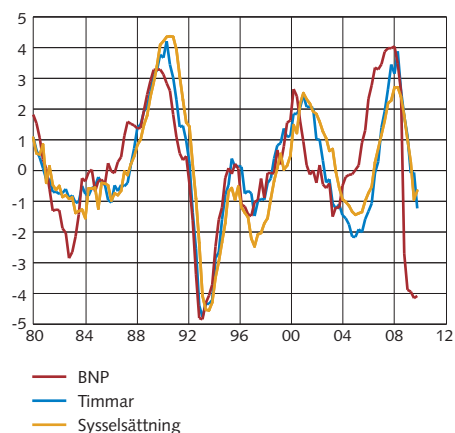


Anm. Data före 1993 är länkad av Riksbanken.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:7 Skattade gap

Procentuell avvikelse från HP-trend



Anm. Dessa gap ska inte nödvändigtvis tolkas som Riksbankens samlade bedömning av resursutnyttjandet.

Källor: SCB och Riksbanken

ökning av reporäntan under 2011 än Riksbanken (se diagram 5:6). Därmed förväntade de sig också en lägre KPI-inflation.

Produktion och sysselsättning 2009

Den djupa konjunktur nedgången som började i slutet av 2008 fortsatte under 2009. Efter att ha fallit med drygt 16 procent sista kvartalet 2008 i uppräknad årstakt, föll BNP med ytterligare drygt 3 procent det första kvartalet 2009. Under andra och tredje kvartalet blev det nolltillväxt men fjärde kvartalet föll BNP med ytterligare 2,2 procent (se diagram 3:5).

Att Sverige drabbades så hårt av den globala recessionen beror på att svensk ekonomi är starkt exportberoende. När exporten föll växte överkapaciteten i industrin och investeringarna minskade kraftigt. Samtidigt försämrades läget på arbetsmarknaden påtagligt. Antalet varsel om uppsägning ökade snabbt i början av året och nådde mycket höga nivåer. Till bilden hör också att antalet nyanmälda lediga platser halverades. Den genomsnittliga arbetslösheten steg med cirka 2,2 procentenheter under året och uppgick till 8,3 procent 2009 (se diagram 3:6). Både sysselsättning och arbetade timmar minskade betydligt. Det försämrade läget på arbetsmarknaden i kombination med kraftigt sjunkande förmögenhetsvärden i spåren av börsnedgången medförde även att hushållens konsumtion föll under året och att hushållen ökade sitt sparande. Dessutom hade företagen under året i stor utsträckning sålt av sina lager och således minskat lagerinvesteringarna vilket också bidrog till fallet i BNP.

I genomsnitt under året minskade BNP med hela 4,9 procent 2009. Det innebär att 2009 går till historien som året med det största fallet i svensk BNP i modern tid ett enskilt år. 2008 var fallet 0,2 procent.

Tabell 3:2. Produktion och sysselsättningsmätt 2008-2009, årsgenomsnitt
Årlig procentuell förändring

	2008	2009
BNP, kalenderkorrigerad	-0,2	-4,9
Sysselsatta, 15-74 år	1,2	-2,0
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	0,9	-2,6
Arbetslöshet, 15-74 år*	6,2	8,3

*Procent av arbetskraften

Källor: SCB och Riksbanken

Under året var produktionsgapet enligt HP-metoden -4 procent, vilket är ungefär lika mycket som det negativa gap som uppstod under 1990-talskrisen. Andra mått på resursutnyttjande ger också en bild av ett stort negativt gap (diagram 3:7).

Var avvikelserna från inflationsmålet resultatet av en avsiktlig politik?

Som nämnts inledningsvis kan penningpolitiken även ta hänsyn till den reala utvecklingen. En avvikelse mellan utfall och mål för inflationen kan således vara avsiktlig. Ett naturligt första steg i analysen av orsakerna till avvikelserna från inflationsmålet är därför att undersöka om dessa kan ha varit avsiktliga. Var penningpolitiken 2007-2009 utformad på ett sådant sätt att den medförde prognoser för KPI-inflationen som låg under inflationsmålet?

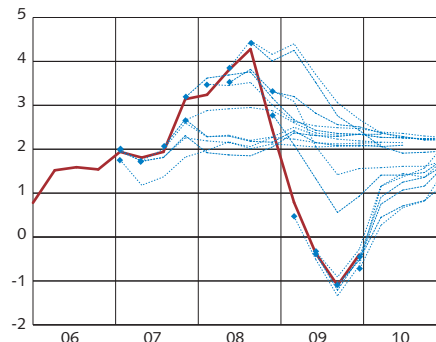
Diagram 3:8 visar den faktiska utvecklingen och Riksbankens prognoser för KPI under perioden 2007-2009. Den heldragna linjen i diagrammen visar den faktiska utvecklingen och de streckade linjerna visar de prognoser som Riksbanken gjorde i varje penningpolitisk rapport och uppföljning under perioden 2007-2009. Den första prognosen är alltså den som presenterades i penningpolitisk rapport 2007:1 och gäller utvecklingen från det första kvartalet 2007 till det första kvartalet 2010, det vill säga tre år framåt. Den andra prognosen är den som gjordes i penningpolitisk rapport 2007:2 och gäller på motsvarande sätt utvecklingen från och med andra kvartalet 2007 till och med andra kvartalet 2010, och så vidare.

Att urskilja enskilda prognoser i diagrammet är svårt men heller inte nödvändigt. Diagrammet är främst tänkt att ge en övergripande bild av hur Riksbankens bedömningar har förändrats och hur väl prognoserna förutsett den faktiska utvecklingen.

Fram till hösten 2008 påverkade den globala finanskrisen svensk ekonomi i ganska begränsad omfattning. Penningpolitiken och räntebanorna under 2007 och fram till hösten 2008 medförde KPI-prognoser enligt vilka inflationen 2009 skulle vara på eller något över inflationsmålet (se diagram 3:8). Under denna period var konjunkturen i Sverige god och arbetsmarknaden stark. Riksbanken gjorde visserligen bedömningen att tillväxten i BNP skulle dämpas och sysselsättningen öka långsammare framöver, men det handlade inte om någon kraftig försvagning av konjunkturen. Inflationen steg snabbt från hösten 2007 och bedömdes bli hög också under 2008. Prisutvecklingen förklarades framför allt av stigande priser på råvaror, energi och livsmedel. Riksbanken konstaterade samtidigt att det underliggande inflationstrycket och inflationsförväntningarna även kunde hota inflationsmålet på lite längre sikt. BNP-prognoserna som gjordes under 2007 och fram till sommaren 2008 innebar en normal BNP-tillväxt på mellan 2 och 2,5 procent under 2009 (se diagram 3:9).

Riksbanken konstaterade dock i flera penningpolitiska rapporter under 2007 och 2008 att det fanns en risk att en svagare tillväxt i omvärlden skulle kunna leda till lägre inflation och ränta i Sverige. I olika

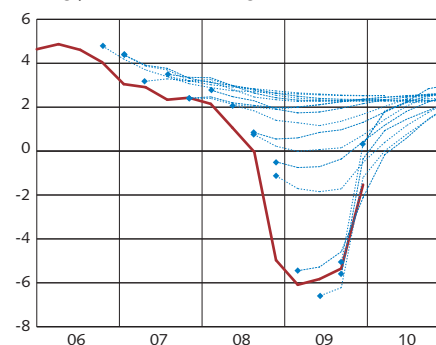
Diagram 3:8. KPI, utfall och prognoser
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckade linjer avser Riksbankens prognoser 2007-2009. De blå markeringarna indikerar startpunkten för respektive prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

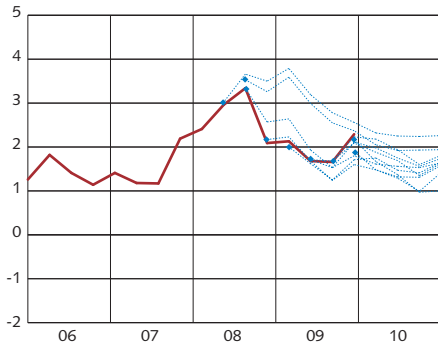
Diagram 3:9. BNP-tillväxt, utfall och prognoser
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckade linjer avser Riksbankens prognoser 2007-2009. De blå markeringarna indikerar startpunkten för respektive prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:10. KPIF, utfall och prognoser
Årlig procentuell förändring



Anm. Riksbankens började publicera prognoser för KPIF i PPR juli 2008. Streckade linjer avser Riksbankens prognoser 2008-2009. De blå markeringarna indikerar startpunkten för respektive prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

alternativscenarier diskuterades risken att den ekonomiska tillväxten i USA skulle utvecklas svagare till följd av ett fortsatt fall i bostadspriserna eller genom fördjupad oro på de finansiella marknaderna.

Situationen ändrades dramatiskt efter Lehmans konkurs i september. Förväntningarna om en ganska mjuk nedgång i konjunkturen ändrades på mycket kort tid till betydligt sämre utsikter. För att klara inflationsmålet över tid och för att mildra effekterna av den finansiella krisen på den reala ekonomin sänkte Riksbanken reporäntan snabbt och kraftigt. Utan en sådan sänkning skulle fallet i BNP ha blivit ännu större och resursutnyttjandet ännu lägre. Sänkningen skulle också leda till sänkta bostadsräntor som i sin tur skulle pressa ner KPI-inflationen. Prognoserna för KPI-inflationen reviderades därför ner kraftigt.

Att KPI-inflationen under 2009 hamnade långt under målet kan därmed ses som ett resultat av en avsiktlig penningpolitik från hösten 2008. Räntesänkningarna genomfördes för att dämpa fallet i produktion och sysselsättning och för att hålla den underliggande inflationen uppe nära inflationsmålet med full insikt om att KPI-inflationen skulle komma att bli låg. Den underliggande inflationen mätt som KPIF har legat nära målet under 2009 (se diagram 3:10). På längre sikt bidrar emellertid räntesänkningarna till att hålla KPI-inflationen uppe i linje med målet.

Var finanskrisen överraskande för alla?

Den internationella finansiella krisen är förklaringen till fallet i BNP och till avvikelserna mellan utfallen för KPI-inflationen och inflationsmålet under 2009. Fanns det någon bedömare som tidigare än andra förutsåg denna utveckling?

Oron på de internationella finansiella marknaderna har funnits med i bilden och påverkat penningpolitiken och prognoserna sedan 2007. Men att läget skulle förvärras så dramatiskt som det gjorde under hösten 2008 var ändå överraskande. Varken Riksbanken eller andra bedömare förutspådde styrkan i den globala finanskrisen och hur mycket den skulle komma att påverka inflationen och den real-ekonomiska utvecklingen.

Diagram 3:11 visar prognoserna för den genomsnittliga KPI-inflationen 2009 som olika bedömare gjorde under 2008 och 2009.¹⁴ 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 bedömare. Hur hög inflation en bedömare 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 2009.

¹⁴ Analysen är baserad på data som samlats in av Konjunkturinstitutet. En fördel med dessa data är att det framgår exakt när prognoserna är gjorda. Prognosjämförelsen innefattar förutom Riksbanken tio prognosinstitut och deras helårsprognoser för BNP-tillväxten, KPI och andelen arbetslösa. De tio prognosinstituten är: Finansdepartementet, Handels Utredningsinstitut, Konjunkturinstitutet, LO, Nordea, SEB, Svenska Handelsbanken, Svenskt Näringsliv, Swedbank och Riksbanken.

Av diagram 3:11 framgår att mönstret är ungefär detsamma för alla bedömare. Under första halvan av 2008 räknade de flesta med att inflationen 2009 skulle hamna mellan knappt 2 och knappt 3 procent, medan det faktiska utfallet alltså blev -0,3 procent. Förklaringen till överskattningen är att man inte förutsåg att finanskrisen skulle ta en sådan dramatisk vändning under hösten 2008 och därmed inte heller att inflationen skulle falla så snabbt till följd av Riksbankens räntesänkningar. När den dramatiska konjunkturedgången som följde i finanskrisens spår hade inletts, reviderade alla bedömare ner sina inflationsprognoser snabbt och kraftigt. Från början av 2009 låg prognoserna samlade kring det faktiska utfallet.

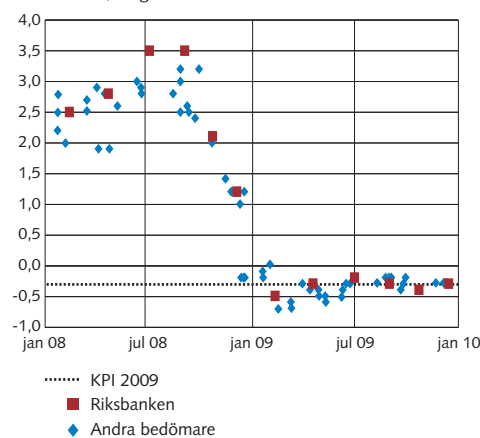
Sammantaget kan man konstatera att Riksbanken gjorde ungefär samma överskattning av utfallet för inflationen 2009 som genomsnittet av andra bedömare dock med undantag för juli och september 2008, då Riksbankens prognoser överskattade utsikterna för inflationen i högre grad än andra bedömare. Riksbanken lade vid de tillfällena stor vikt vid att energipriserna hade stigit mer än förväntat under våren vilket lett till att inflationen nått drygt 4 procent under sommaren 2008. Riksbanken såg därmed risker för att de kraftiga prisuppgångarna på livsmedel och olja skulle leda till att också andra priser började stiga snabbt. Ovanligt höga inflationsförväntningar bidrog också till Riksbankens bedömning.

Diagram 3:12 visar prognoser för BNP-tillväxten 2009 som olika bedömare gjorde under 2008 och 2009. Även i detta fall är det tydligt att prognoserna följer ett gemensamt mönster. Inledningsvis tenderade alla bedömare att överskatta BNP-tillväxten 2009. Under första halvan av 2008 räknade de olika bedömarna i genomsnitt med att tillväxten 2009 skulle bli ungefär 2 procent. Eftersom den finansiella oron såg ut att dämpa tillväxten i såväl Sverige som omvärlden reviderades BNP-prognoserna gradvis ner. Efter april 2009 låg många av prognoserna samlade kring det faktiska utfallet för BNP-tillväxten som var -4,9 procent. Dock reviderade de flesta bedömare upp sina prognoser mot slutet av året och överraskades därmed av det lägre utfallet.

Riksbanken gjorde ungefär samma överskattning som genomsnittet av de andra prognosmakarna. Riksbanken fortsatte, liksom övriga bedömare, att överskatta BNP-tillväxten för 2009 även under första kvartalet 2009. Det var med andra ord ingen bedömare som tidigare än någon annan förutsåg nedgången i ekonomin.

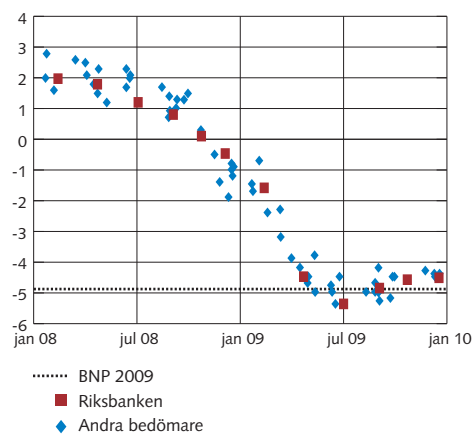
Eftersom penningpolitiken baseras på prognoser är det viktigt att Riksbankens prognoser är hyggligt träffsäkra. Riksbankens generella prognosförmåga analyseras i kapitel 4.

Diagram 3:11. Prognoser för KPI-inflationen 2009
Procent, årsgenomsnitt



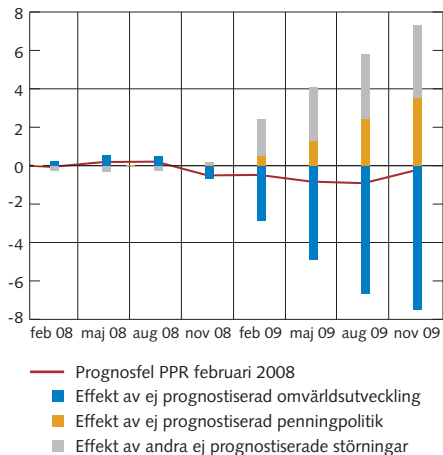
Anm. Andra bedömare avser de som anges i fotnot 14.
Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 3:12. Prognoser för BNP-tillväxten 2009
Procent, årsgenomsnitt



Anm. Andra bedömare avser de som anges i fotnot 14.
Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 3:13. KPIF: Prognosfel och effekter av oförutsedda störningar
Årlig procentuell förändring



Anm. I Penningpolitisk rapport februari 2008 gjordes bara prognoser för KPI och KPIX. KPIX beräknas som KPI exklusive hushållens räntekostnader för egna hem och rensat för de direkta effekterna av förändringar i indirekta skatter och subventioner. KPIF-prognosen i diagram 3:13 är beräknad med hjälp av KPIX-prognosen i Penningpolitisk rapport februari 2008.

Källa: Riksbanken

Hur stor effekt har penningpolitiken haft på inflationen och den reala ekonomin 2009?

I slutet av 2008 ändrades penningpolitiken markant för att motverka effekterna på ekonomin av den finansiella krisen. Hur stor betydelse hade ändringen av penningpolitiken?

Riksbanken använder sedan några år tillbaka en så kallad allmän jämviktsmodell av den svenska ekonomin. Modellen försöker förklara utvecklingen och samspelet i hela ekonomin och inte bara i en viss del, till exempel den privata konsumtionen eller arbetsmarknaden. Modellen används främst för att göra prognoser och beräkningar av penningpolitikens effekter.¹⁵ Men modellen kan också användas för att analysera hur oförutsedda störningar bidrar till att förklara olika prognosfel (avvikelsen mellan prognos och utfall). De stora störningar som drabbade den svenska ekonomin i slutet av 2008 medförde att utfallet för inflationen och realekonomin blev mycket svagare än vad Riksbanken tidigare hade prognostiserat. Med hjälp av modellen kan vi beräkna vilken effekt den expansiva penningpolitik som förts sedan slutet av 2008 har haft för att motverka dessa störningar. Vi kan också beräkna hur mycket den oväntat svaga makroekonomiska utvecklingen i omvärlden har påverkat prognosfelet för inflationen och realekonomin.

En naturlig utgångspunkt för analysen av prognosfelet är prognoserna som gjordes i början av 2008. Diagram 3:13 och 3:14 visar resultaten från en sådan analys där modellen används för att beräkna hur stor del av prognosfelet som kan härledas till en svagare omvärldsutveckling (lägre BNP-tillväxt, lägre inflation och lägre räntor i omvärlden), en mer expansiv penningpolitik respektive övriga faktorer. Prognosfelet mäts som avvikelsen mellan prognoserna för den underliggande inflationen (KPIF) respektive BNP, så som prognoserna såg ut i den penningpolitiska rapporten i februari 2008, och den faktiska utvecklingen för båda variablerna. De heldragna röda kurvorna i diagrammen visar prognosfelet. När kurvan ligger över noll betyder det att utfallet var högre än prognostiserat, och tvärtom när kurvan ligger under noll. Till exempel var den underliggande inflationen under andra och tredje kvartalet 2009 cirka en procentenhet lägre än prognostiserat i PPR februari 2008. Staplarna visar hur olika oförutsedda händelser bidrar till att förklara prognosfelet. De blå staplarna visar den isolerade effekten av att omvärldsutvecklingen blev svagare än förutsatt. De gula staplarna visar på motsvarande sätt den isolerade effekten av att penningpolitiken blev en annan än den som prognostiserades. De grå staplarna visar den samlade effekten av alla andra oförutsedda störningar. Eftersom det är svårt att särskilja den isolerade effekten av var och en av dessa slås de ihop till en enda stapel.

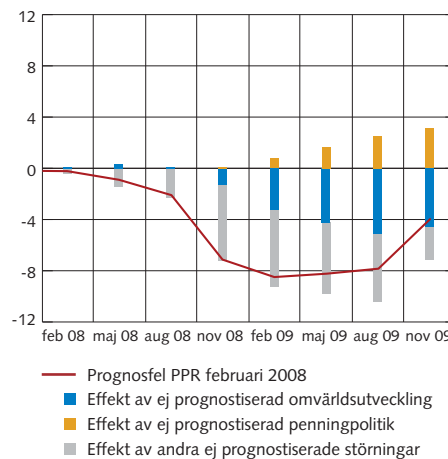
¹⁵ För en detaljerad beskrivning av modellen, se t.ex. M. Adolfson, S. Laséen, J. Lindé och M. Villani, "RAMSES – En ny allmän jämviktsmodell för penningpolitisk analys", *Penning- och valutapolitik*, nr. 2, 2007.

Som framgår av diagram 3:13 var prognosfelet för den underliggande inflationen 2009 förhållandevis litet. Detta trots att den svaga makroekonomiska utvecklingen i omvärlden, enligt modellens tolkning, borde ha medfört ett stort negativt prognosfel (blå staplar).¹⁶ Delvis förklaras detta av att penningpolitiken har varit mycket mer expansiv än vad som prognostiserades i PPR februari 2008 (gula staplar). Men även andra störningar har bidragit till att pressa upp den underliggande inflationen (grå staplar). En sådan viktig störning är förändringarna i den nominella växelkursen som sedan hösten 2008 har försvagats mer än vad som kan förklaras av den svaga efterfrågan från omvärlden och den expansiva penningpolitiken. Detta beror troligen på att små valutor, som den svenska kronan, ofta försvagas relativt sett mer när det är oroligt på de finansiella marknaderna. För Sveriges del har sannolikt också oron över utvecklingen i de baltiska länderna bidragit till denna utveckling.

Diagram 3:14 visar hur den oväntat svaga omvärldsutvecklingen (blå staplar) bidrog till ett stort prognosfel för BNP 2009. Andra störningar tycks emellertid ha varit väl så viktiga (grå staplar). Bland dessa finns störningar som har inneburit att investeringar och hushållens konsumtion har fallit mer än vad omvärldsutvecklingen kan förklara. Flera faktorer har bidragit till detta. Bland annat har det svaga arbetsmarknadsläget och en allmän osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen lett till att hushållen sparat en allt större del av sina inkomster samt inverkat negativt på företagets investeringar. Den svaga utvecklingen i investeringarna kan också bero på att företagets tillgång till finansiering försämrades. Diagrammet visar också hur den expansiva penningpolitiken (gula staplar) har dämpat BNP-fallet och motverkat de negativa störningarna. Riksbankens räntesänkningar från hösten 2008 fram till sommaren 2009 har således bidragit till att mildra effekterna av den finansiella krisen på den reala ekonomin. Utan den kraftigt sänkta reporäntan skulle fallet i BNP ha blivit ännu större.

Avslutningsvis förtjänar det att påpekas att det är svårt att göra en distinktion mellan de olika drivkrafterna bakom prognosfelen. I denna modellanalys görs ett antal specifika antaganden som förstås kan diskuteras. Med andra antaganden skulle staplarna i diagram 3:13 och 3:14 kunna få ett annorlunda utseende. Till exempel skulle svenska variabler som konsumtion och investeringar kunna påverkas i högre grad av skeenden i omvärlden om modellen hade fler kanaler för att spegla den internationella finansiella krisen i svensk ekonomi.

Diagram 3:14. BNP-tillväxt: Prognosfel och effekter av oförutsedda störningar
Årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken

¹⁶ I modellen speglas omvärldens makroekonomiska utveckling med genomsnittlig KPI-inflation, BNP och styrränta hos Sveriges viktigaste handelspartners (TCW-vägd).

Eftersom penningpolitiken baseras på prognoser är det viktigt att Riksbankens prognoser är hyggligt träffsäkra. Ett sätt att i praktiken utvärdera om Riksbankens prognoser är tillräckligt bra är att göra jämförelser med andra bedömares prognoser. För att kunna säga något mer bestämt om träffsäkerheten hos prognoser krävs relativt långa undersökningspe-

rioder. En rättvis jämförelse av träffsäkerheten i olika prognoser bör också ta hänsyn till att prognoserna görs vid olika tidpunkter och att olika bedömare därför inte har samma information. I den prognosjämförelse som görs i denna rapport används en metod som korrigerar för sådana skillnader så att prognoserna blir jämförbara.

Sammanfattning:

- KPI-inflationen 2009 låg betydligt under de prognoser som Riksbanken och övriga bedömare gjorde 2008 men nära de prognoser som gjordes 2009. De snabba och kraftiga sänkningarna av reporäntan under 2008 och 2009 är den viktigaste orsaken till detta.
- Riksbanken liksom andra bedömare överskattade såväl BNP-tillväxten som nivån på reporäntan kraftigt i sina prognoser 2008 och början av 2009.
- För att kunna dra slutsatser om den generella prognosförmågan hos en bedömare bör man studera träffsäkerheten under en längre period. För perioden 1999–2009 hade prognoserna hos alla bedömare mycket sämre träffsäkerhet jämfört med prognoserna under perioden 1999–2008. Detta avspeglar de stora störningar som drabbat ekonomin från hösten 2008 och den osäkerhet som då rådde, snarare än försämrad prognosförmåga.
- Riksbankens prognoser för KPI och räntan hade något sämre träffsäkerhet än andra bedömares prognoser. Det berodde på att Riksbanken vid två tillfällen, i juli och september 2008, överskattade KPI-inflationen i högre utsträckning än andra bedömare. Riksbanken såg risker för att de kraftiga prisuppgångarna på livsmedel och olja som hade skett under våren skulle leda till att också andra priser började stiga snabbt. Ovanligt höga inflationsförväntningar bidrog också till denna riskbild. Överskattningen av KPI-inflationen medförde att även räntebanan överskattades vid de två tillfällena.

Hur träffsäkra är prognoserna?

Ett sätt att få ett sammanfattande mått på en bedömares träffsäkerhet är att beräkna det genomsnittliga prognosfelet (medelfelet), det vill säga beräkna hur mycket prognoserna i genomsnitt avviker från det slutliga utfallet.¹⁷ Medelfelet säger emellertid ingenting om hur prognosfelen varierar, positiva prognosfel tas ut av negativa prognosfel. Det är därför vanligt att även beräkna det genomsnittliga absoluta prognosfelet (medelabsolutfelet).¹⁸ Dessa sammanfattande mått kan sedan jämföras mellan olika bedömare.

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

Riksbanken har utarbetat en metod som tar hänsyn till att bedömare haft tillgång till olika mycket information när de gjort sina prognoser.¹⁹ Metoden bygger på antagandet att en del av det genomsnittliga prognosfelet hos en bedömare kan förklaras av längden på prognoshorisonten. En bedömare 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 bedömares genomsnittliga prognosfel riskerar därför att bli missvisande.

Metoden går ut på att med en statistisk metod skatta hur stor del av prognosfelet hos varje bedömare som kan förklaras av längden på prognoshorisonten. 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 bedömare (se fördjupningen nedan för en teknisk beskrivning av metoden).²⁰

17 Med prognosfel avses skillnaden mellan ett utfall och en prognos.

18 Vid beräkning av absolut prognosfel bortses från om prognosfelet är positivt eller negativt, det vill säga tecknet på prognosfelet spelar ingen roll.

19 M. Andersson och T. Aranki, "En jämförelse mellan olika bedömares förmåga givet publiceringstidpunktens betydelse", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, 2009, Sveriges riksbank.

20 Eftersom Riksbanken i genomsnitt publicerar sina prognoser något senare än andra bedömare (har en kortare prognoshorisont) korrigerar metoden inte till Riksbankens fördel.

■ Ett sätt att kontrollera för skillnader i informationsmängd mellan olika bedömare

Låt y_t vara utfall för variabel y år t (till exempel y =BNP-tillväxten och t =2009) 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 informationen vid publiceringen (ju lägre h desto kortare prognoshorisont och desto mer information). i är ett index för olika bedömare.

Bedömare i :s olika prognosfel kan således definieras som

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

Det absoluta prognosfelet definieras som

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

Medelfelet (MF_i) för bedömare i beräknas som medelvärdet av dennes prognosfel

$$(2a) \quad MF_i = \frac{\sum \varepsilon_{it}}{n_i} \quad (\text{medelfel})$$

där n_i = antal prognoser som bedömare i har gjort. Det absoluta medelfelet (MAF_i) för bedömare i beräknas som

$$(2b) \quad MAF_i = \frac{\sum \varepsilon_{it}^{abs}}{n_i} \quad (\text{absolut medelfel})$$

Utgångspunkten för Riksbankens beräkningsmetod är att de absoluta prognosfelen i ekvation (1b) kan delas upp i olika komponenter: en komponent som beror på den tillgängliga informationsmängden vid publiceringen (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 bedömare (λ_t).

De absoluta prognosfelen kan därmed delas upp enligt följande:

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

Genom att skatta ekvation (3) med en statistisk metod (paneldata-regression) och jämföra estimatet av μ_i för de olika prognosmakarna kan man göra en jämförelse där man beaktat att bedömare publice-

rar sina prognoser vid olika tillfällen och således har tillgång till olika mängd information. Horisonteffekten mäts av konstanten α som är densamma för alla prognosmakare.²¹

Diagram 4:1 till 4:8 visar respektive bedömares justerade absoluta medelfel centrerat runt medelabsolutfelet beräknat för alla bedömare, det vill säga

$$(4) \quad JMAF_i = \mu_i + \frac{\sum_1^N MAF_i}{N} \quad (\text{justerat absolut medelfel})$$

där N är antalet bedömare. Därmed kan skillnader mellan prognosmakarna direkt relateras till prognosfelens storlek.

²¹ Tester visar att effekten av horisonten på det absoluta prognosfelet inte skiljer sig signifikant mellan de olika prognosmakarna.

Prognosfel för prognoserna 2009

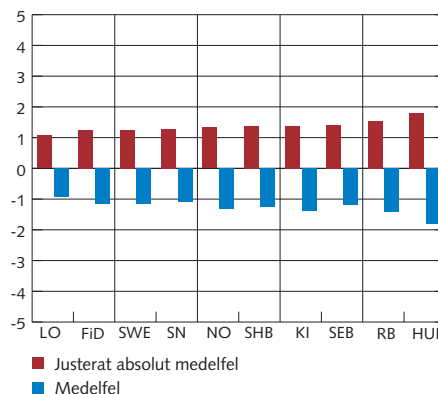
Diagram 3:11 och 3:12 i kapitel 3 visar att ingen bedömare tidigare än någon annan förutsåg den nedgång i ekonomin som inträffade hösten 2008. I detta avsnitt används den metod som beskrivits ovan för att få ett samlat mått på prognosförmågan för 2009. Men som konstaterats ovan kan slumpen ha stort genomslag enskilda år. För en mer systematisk bild av olika bedömares prognosförmåga måste en längre tidsperiod än bara ett enda år studeras. Detta görs i nästa avsnitt.

I diagram 4:1–4:4 illustreras de olika bedömarnas prognosfel när det gäller prognoserna för 2009. De röda staplarna visar det justerade absoluta medelfelet, det mått som beskrivits ovan – det absoluta prognosfelet justerat för skillnader i prognoshorisonten. Ju lägre stapel, desto mindre prognosfel och desto högre prognosprecision. De blå staplarna visar medelfelet, det genomsnittliga prognosfelet utan korrektioner. Detta mått visar om det finns tendenser till över- respektive underskattning i de olika bedömarnas prognoser. Om den blå stapeln är positiv indikerar det en tendens till underskattning, det vill säga i genomsnitt är utfallen högre än prognoserna. En negativ blå stapel indikerar en tendens till överskattning – i genomsnitt är utfallen lägre än prognoserna.

Prognoserna för alla variabler hos alla bedömare har mycket sämre träffsäkerhet 2009 än 2008. Detta avspeglar de stora störningar som drabbade ekonomin och den osäkerhet som rådde snarare än försämrade prognosförmåga. Riksbanken gjorde sämre prognoser för inflationen och reporäntan för 2009 än många andra bedömare (se diagram 4:1 och 4:4).

Diagram 4:1. Prognosfel för KPI hos olika bedömare 2009

Medelfel och justerat absolut medelfel i procentenheter

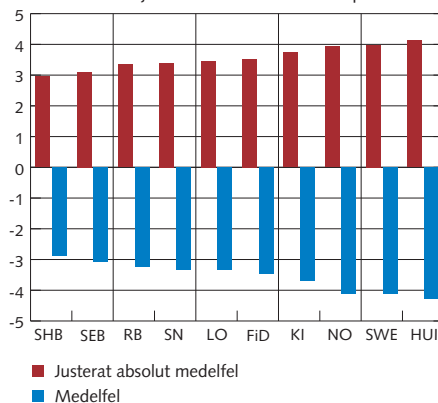


Anm. FiD=Finansdepartementet, SWE=Swedbank, SN=Svenskt Näringsliv, NO=Nordea, KI=Konjunkturinstitutet, SHB=Svenska Handelsbanken, RB=Riksbanken och HUI=Handelns Utredningsinstitut.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

Diagram 4:2. Prognosfel för BNP-tillväxt hos olika bedömare 2009

Medelfel och justerat absolut medelfel i procentenheter

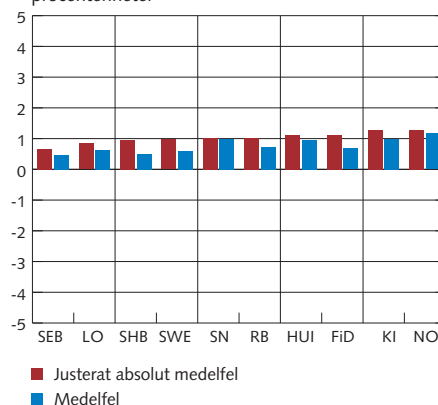


Anm. Se anmärkning till diagram 4.1 för en förklaring till förkortningarna.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

Diagram 4:3. Prognosfel för arbetslöshet hos olika bedömare 2009

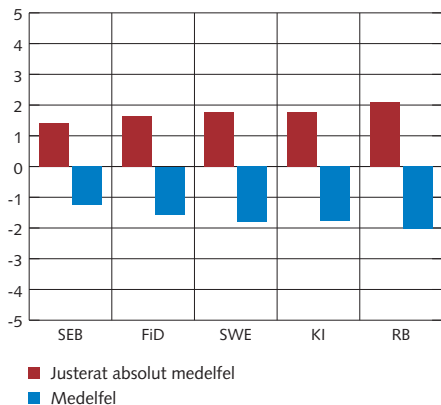
Medelfel och justerat absolut medelfel i procentenheter



Anm. Se anmärkning till diagram 4.1 för en förklaring till förkortningarna.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

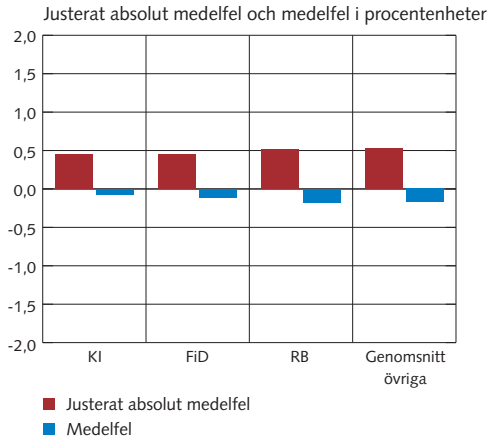
Diagram 4:4. Prognosfel för reporäntan hos olika bedömare 2009
Medelfel och justerat absolut medelfel i procentenheter



Anm. FiD=Finansdepartementet, SWE=Swedbank, KI=Konjunkturinstitutet och RB=Riksbanken.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

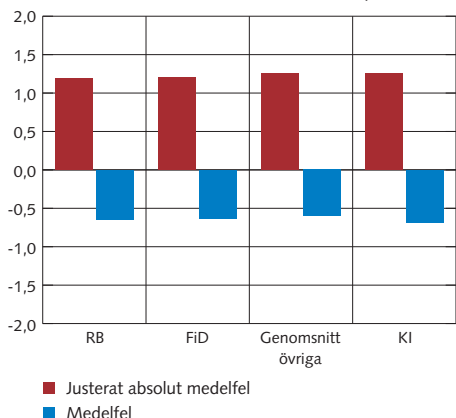
Diagram 4:5. Träffsäkerhet i prognoserna för KPI hos olika bedömare 1999–2009
Justerat absolut medelfel och medelfel i procentenheter



Anm. KI=Konjunkturinstitutet, FiD=Finansdepartementet och RB=Riksbanken. Övriga bedömare framgår av fotnot 14.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

Diagram 4:6. Träffsäkerhet i prognoserna för BNP-tillväxten hos olika bedömare 1999–2009
Justerat absolut medelfel och medelfel i procentenheter



Anm. Se anmärkning till diagram 4:5 för en förklaring av förkortningarna.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

Träffsäkerheten i prognoserna för perioden 1999–2009

I diagram 4:5–4:8 visas medelfel och justerade absoluta medelfel för perioden 1999–2009. De större prognosmakarna – Finansdepartementet, Konjunkturinstitutet och Riksbanken – redovisas separat medan de övriga redovisas som ett genomsnitt. Det kan vara värt att notera att Riksbankens prognoser fram till den tredje inflationsrapporten 2005 baserades på att reporäntan var oförändrad under prognosperioden.²² Det har sannolikt bidragit till en sämre träffsäkerhet.

Det är dock viktigt att understryka att osäkerheten även här är relativt stor och att det är svårt att hitta signifikanta skillnader mellan bedömarna. En förklaring till det är sannolikt att olika bedömares prognoser tenderar att följa varandra relativt väl, vilket diagram 3:11–3:12 tyder på.

Prognosförmågan har försämrats hos alla bedömare under perioden 1999–2009 jämfört med perioden 1999–2008 (se tabell 4:1). De justerade absoluta prognosfelen har alltså varit relativt sett större under 2009 vad gäller de variabler som redovisas här. Givet de kraftiga störningarna som inträffade under året är det emellertid inte särskilt förvånande att prognoserna blivit mindre träffsäkra.

Tabell 4:1. Träffsäkerhet i prognoserna
Justerat absolut medelfel i procentenheter

	KPI		BNP		Arbetslöshet	
	1999–2008	1999–2009	1999–2008	1999–2009	1999–2008	1999–2009
Riksbanken	0,38	0,51	0,81	1,19	0,37	0,44
Finansdepartementet	0,37	0,45	0,82	1,20	0,38	0,45
Konjunkturinstitutet	0,34	0,45	0,85	1,26	0,32	0,42
Övriga (genomsnitt)	0,45	0,53	0,89	1,25	0,4	0,45

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

Sammantaget visar diagram 4:5–4:7 att Riksbanken precis som övriga bedömare har tenderat att överskatta KPI-inflationen och BNP-tillväxten, och underskatta arbetslösheten under perioden 1999–2009.

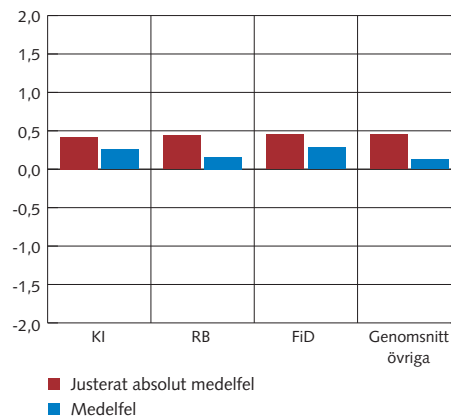
I fråga om prognoser för reporäntan är det ännu för tidigt att utvärdera Riksbankens prognosförmåga eftersom ränteprognoiser endast har publicerats i tre år. Med en så kort utvärderingsperiod spelar slumpen en för stor roll för att det ska vara meningsfullt att dra några generella slutsatser om prognosförmågan. Diagram 4:8 visar ändå träffsäkerheten i prognoserna för reporäntan 2007–2009 för de bedömare som publicerar sådana prognoser.²³

²² År 2007 bytte Inflationsrapporten namn till Penningpolitisk rapport.

²³ Medan övriga bedömare redovisar sina ränteprognoiser som ett värde i slutet av året, redovisar Riksbanken sina ränteprognoiser som kvartalsmedelvärden. För att kunna göra jämförelsen, har Riksbankens kvartalssprognoser interpolerats till dagsvärden. Detta påverkar dock inte resultatet.

I genomsnitt för de tre åren har alla bedömare tenderat att överskatta reporäntan men Riksbanken har det största prognosfelet av de fem prognosmakarna. Till Riksbankens relativt sett större prognosfel över perioden bidrog framför allt överskattningarna i prognoserna för reporäntan (och KPI-inflationen) som gjordes i juli och september 2008 (se diagram 3:11). Vid de tillfällena överskattade Riksbankens prognoser utsikterna för inflationen i högre grad än andra bedömare. Som tidigare nämnts lade Riksbanken vid de tillfällena stor vikt vid att energipriserna hade stigit mer än förväntat under våren vilket ledde till att inflationen nått drygt 4 procent under sommaren 2008. Riksbanken såg därmed risker för att de kraftiga prisuppgångarna på livsmedel och olja skulle leda till att också andra priser började stiga snabbt. Ovanligt höga inflationsförväntningar bidrog också till denna bedömning.

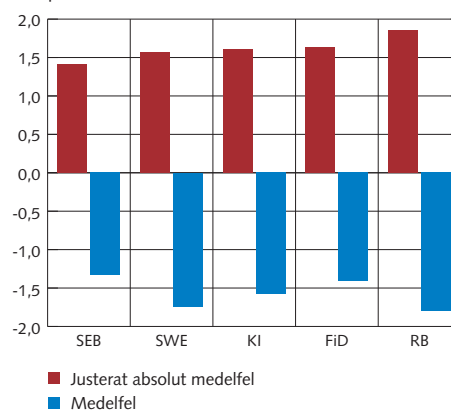
Diagram 4:7. Träffsäkerhet i prognoserna för arbetslösheten hos olika bedömare 1999–2009
Justerat absolut medelfel och medelfel i procentenheter



Anm. Se anmärkning till diagram 4:5 för en förklaring av förkortningarna.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

Diagram 4:8. Träffsäkerhet i prognoserna för reporäntan hos olika bedömare 2007–2009
Justerat absolut medelfel och medelfel i procentenheter



Anm. Prognoser på reporäntan publicerades inte före 2007.

Källor: Konjunkturinstitutet, Finansdepartementet, SEB, Swedbank och Riksbanken

■ KAPITEL 5 – Implementering av penningpolitiken

Om penningpolitiken är förutsägbar kan marknadsaktörerna förutse hur ny information om ekonomins utveckling kommer att påverka Riksbankens räntesättning. Marknadsräntorna kan då anpassa sig redan innan Riksbanken beslutar om reporäntan och räntebanan. Detta kan bidra till att genomslaget för penningpolitiken kommer fortare än det annars skulle göra. Detta avsnitt redogör dels för om själva reporäntebesluten varit väntade eller ej, dels för hur väl marknadens förväntningar om reporäntans utveckling

stämt överens med Riksbankens egen räntebana. I normala fall bör det vara små avvikelser mellan marknadens förväntningar och Riksbankens prognos. Men det finns ett antal tekniska och andra mer fundamentala skäl till att större skillnader kan uppstå. Till de senare hör att direktionen kan vara oenig om räntebanan, att marknaden har en annan syn på den ekonomiska utvecklingen samt att marknaden helt enkelt inte tror att penningpolitiken kommer att följa den publicerade banan.

Sammanfattning:

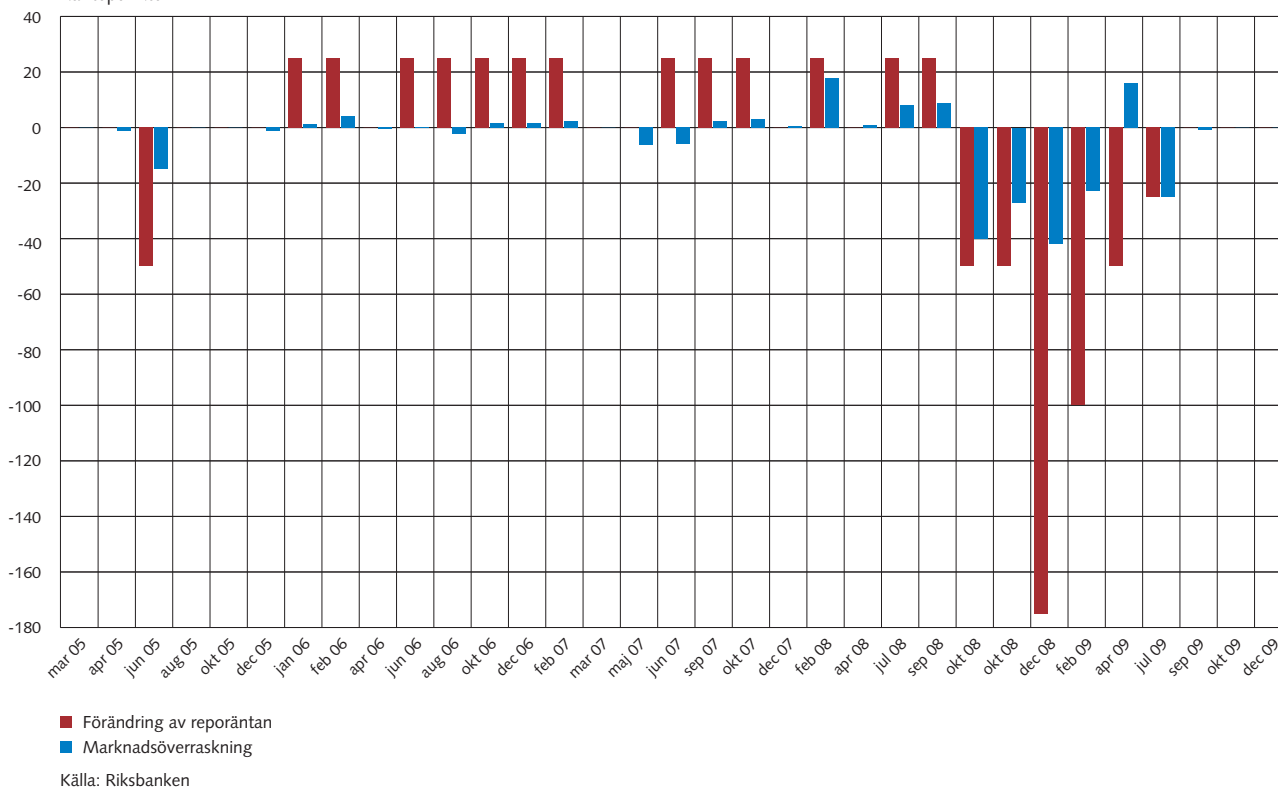
- Fram till hösten 2008 har marknaden kunnat förutsäga Riksbankens beslut om reporäntan mycket väl.
- Marknadens förväntningar om reporäntans utveckling var i princip i linje med Riksbankens publicerade räntebanor både före och efter publiceringen av Riksbankens ränteprognoser under 2007 och 2008.
- Från hösten 2008 och fram till sommaren 2009 har Riksbankens räntebeslut varit mindre förutsägbara. Visserligen väntade sig marknadsaktörerna räntesänkningar under denna period, men sänkningarna blev större än förväntat. Detta kan delvis bero på ett antal tekniska och andra mer fundamentala skäl. Men det beror troligen också på att den internationella krisen som drabbade svensk ekonomi hösten 2008 är den värsta på mer än 50 år och att marknadsaktörerna därför inte haft hjälp av tidigare erfarenheter när de försökt förutsäga Riksbankens agerande. Det är därför inte förvånande att det funnits osäkerhet om hur snabbt och hur kraftfullt Riksbanken skulle komma att agera. Från hösten 2009 har marknaden kunnat förutse räntebesluten fullt ut.
- Under 2009 var det tidvis stora skillnader mellan Riksbankens räntebana och marknadens förväntningar om reporäntans utveckling.
- Marknadens förväntningar om reporäntans utveckling närmade sig Riksbankens ränteprognos i slutet av året.

Var Riksbankens beslut om reporäntan förutsägbara?

I detta avsnitt jämförs Riksbankens beslut om reporäntan med marknadens förväntningar inför varje penningpolitiskt möte. Om avvikelserna var små kan detta tolkas som att räntebesluten var förutsägbara. Motsatsen gäller om avvikelserna var stora.

I diagram 5:1 jämförs förändringarna av reporäntan med marknadens förväntningar på reporäntan under åren 2005–2009.²⁴ De röda staplarna visar i vilken riktning och med hur mycket reporäntan förändrats, mätt i räntepunkter. De blå staplarna visar skillnaden mellan den faktiska förändringen av reporäntan och den av marknaden förväntade förändringen. Om den blå stapeln är noll eller nära noll, betyder det att marknaden inte blev överraskad av räntebeslutet. Vid räntehöjningar innebär en positiv blå stapel att Riksbanken höjde räntan mer än vad marknaden hade förväntat sig och tvärtom om den blå stapeln är negativ. Vid räntesänkningar innebär en positiv blå stapel att sänkningen var mindre än vad marknaden hade förväntat sig och tvärtom om den blå stapeln är negativ.

Diagram 5:1. Förändring av reporäntan och marknadsöverraskning
Räntepunkter



²⁴ Marknadens överraskning mäts som förändringen i 1-månadsräntan på interbankmarknaden (förändringen i räntan för en 1-månads ränteswap där man kan byta en fast ränta mot rörlig ränta över natten (O/N) för en månad (1-månads STINA-swap)). Eftersom denna ränta baseras på den genomsnittliga räntan över natten en månad framöver kommer en oväntad reporänteförändring leda till att 1-månadsräntan justeras för att motsvara den nya reporäntenivån. Räntenoteringarna från annonseringsdagen är från ca kl 10, det vill säga ca 30 minuter efter annonseringen av räntebeslutet.

Fram till 2008 har marknaden kunnat förutsäga räntebesluten mycket väl. Men från hösten 2008 och till sommaren 2009 har överraskningsmomentet varit större. Generellt kan man säga att under hösten 2008 och våren 2009 har marknadsaktörerna lyckats förutsäga att det skulle bli sänkningar av räntan, men inte hur stora dessa skulle bli. Diagram 5:1 visar att marknaden under denna period väntade sig att räntan skulle sänkas mer gradvis. Ett undantag är det penningpolitiska beslutet i april 2009, då marknaden väntade sig att räntan skulle sänkas med 0,75 procentenheter till 0,25 procent medan Riksbanken bara sänkte räntan med 0,5 procentenheter till 0,5 procent.

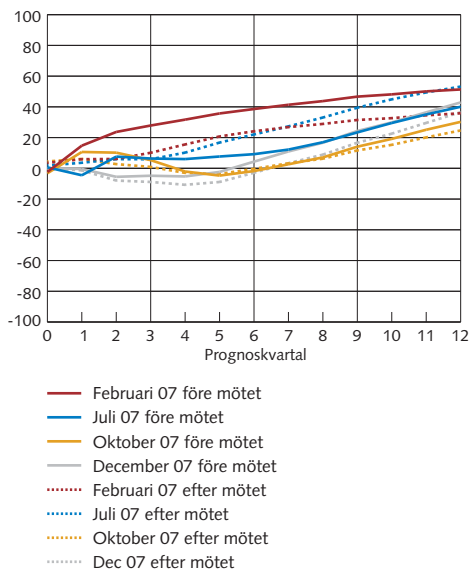
Att marknaden i allmänhet förväntade sig mindre räntesänkningar är inte förvånande i ett historiskt perspektiv då ränteförändringar i normala fall gjorts med 25 räntepunkter i taget. Men finanskrisen och den djupa konjunkturnedgången innebar att omständigheterna knappast kan beskrivas som normala. I en sådan extraordinär situation är det inte förvånande att det funnits en osäkerhet om hur snabbt och hur kraftfullt Riksbanken skulle komma att agera. Detta var heller inget specifikt för Sverige. Överraskningsmomentet var stort även i många andra länder. Förväntningarna kan också ha påverkats av att reporäntan började närma sig noll och av diskussioner om huruvida man skulle spara på det "penningpolitiska krutet". Från hösten 2009 har marknaden dock förutsett räntebesluten fullt ut (det vill säga reporäntan hölls oförändrad och detta var förväntat av marknaden, och både röd och blå stapel är noll under de tre sista penningpolitiska mötena 2009).

Var Riksbankens ränteprognoser förutsägbara?

Riksbanken publicerar en egen prognos för hur reporäntan kommer att utvecklas under den treåriga prognosperioden. Med en publicerad ränteprognos är det lättare att förklara för allmänheten och de finansiella marknaderna hur Riksbanken ser på utvecklingen och hur den resonerar när de penningpolitiska besluten fattas. Syftet är att lättare kunna styra förväntningarna på den framtida penningpolitiken. Förväntningar på framtida räntor påverkar ju räntor med längre löptid som i sin tur är de räntor som spelar roll för företagens och hushållens ekonomiska beslut.

Riksbanken uppdaterar sina ränteprognoser vid varje penningpolitiskt möte, det vill säga ungefär varannan månad. Under denna tvåmånadersperiod kan det komma ny information om ekonomins utveckling. Om Riksbanken lyckas väl med sin kommunikation bör marknadsaktörerna ganska väl kunna förutse hur detta kommer att påverka Riksbankens ränteprognoser. Det bör medföra att det bara blir små avvikelser mellan marknadens förväntningar dagen före publiceringen av en ränteprognos och Riksbankens nya publicerade prognos. Likaledes bör det normalt vara små avvikelser mellan marknadens förväntningar och Riksbankens prognos dagarna efter att

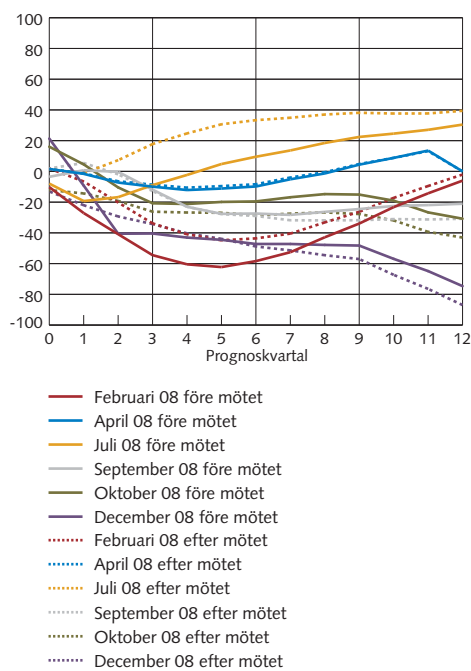
Diagram 5:2. Marknadsförväntningarnas avvikelse från Riksbankens ränteprognoiser före och efter publicering under 2007
Räntepunkter



Anm. Prognoser för reporäntan publicerades första gången i Penningpolitisk rapport februari 2007.

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Diagram 5:3. Marknadsförväntningarnas avvikelse från Riksbankens ränteprognoiser före och efter publicering under 2008
Räntepunkter



Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Riksbanken har publicerat en ny prognos för räntan. Men det finns ett antal tekniska och andra mer fundamentala skäl till att skillnader kan uppstå. Dessa diskuteras i ett avsnitt längre fram.

Diagram 5:2 jämför Riksbankens ränteprognoiser under 2007 med marknadens förväntningar på den framtida reporäntan dagen före publiceringen ("före") och dagen efter publiceringen ("efter").²⁵

I februari 2007 publicerade Riksbanken för första gången en egen ränteprognois. Före publiceringen förväntade sig marknaden en högre reporäntebana än den som Riksbanken publicerade (se heldragen röd linje i Diagram 5:2). Vid denna tidpunkt hade marknaden ingen erfarenhet av ränteprognoiser från Riksbanken och det var således naturligt med en viss avvikelse. Efter mötet flyttade marknadens förväntningar ner mot Riksbankens prognos (se streckad röd linje i Diagram 5:2). Från hösten var marknadens förväntningar om reporäntans utveckling ungefär i linje med Riksbankens publicerade räntebanor.

Diagram 5:3 visar hur marknadens förväntningar avvek från Riksbankens ränteprognoiser under 2008. I februari väntade sig marknaden en mycket lägre bana för reporäntan än den som sedan publicerades (se heldragen röd linje i Diagram 5:3). Efter beskedet steg marknadens förväntningar, men de låg fortfarande under Riksbankens prognos dagen efter publiceringen. Marknadens förväntningar närmade sig dock Riksbankens prognos efter detta och i april var marknadens förväntningar i linje med Riksbankens prognoser både före och efter publiceringen. I juli justerade Riksbanken upp räntebanan. Marknaden hade väntat sig en höjning av räntebanan, men inte riktigt så stor. Förväntningarna steg avsevärt och översteg till och med Riksbankens ränteprognois vid horisonter på över ett år (se streckad gul linje i Diagram 5:3). I september och oktober var förväntningarna åter i linje med Riksbankens prognos. I oktober sänktes räntebanan förvisso förhållandevis mycket men detta var väntat av marknaden, delvis som ett resultat av den information som publicerades i samband med ett extrainsatt penningpolitiskt möte i början av oktober 2008. Till sist, vid ett tidigare möte i december 2008 sänkte Riksbanken reporäntan med hela 175 punkter. Detta är den största enskilda ränteförändringen sedan inflationsmålpolitiken infördes 1993. Samtidigt sänktes räntebanan avsevärt, dock inte lika mycket som marknaden väntade sig (se lila heldragen linje i Diagram 5:3).

Sammanfattningsvis hade Riksbankens reporäntebanor under 2007 och 2008 i stort sett en god förutsägbarhet. Förväntningarna under 2008 låg i fyra av sex fall i linje med Riksbankens prognos redan före publiceringen, vilket kan tolkas som att marknadens förmåga att förutsäga och förstå penningpolitiken varit god. När det förekom större avvikelser justerade marknaden i flertalet fall sina förväntningar mot räntebanan efter offentliggörandet.

Under 2009 uppstod dock förhållandevis stora skillnader mellan marknadens förväntningar och Riksbankens ränteprognoiser

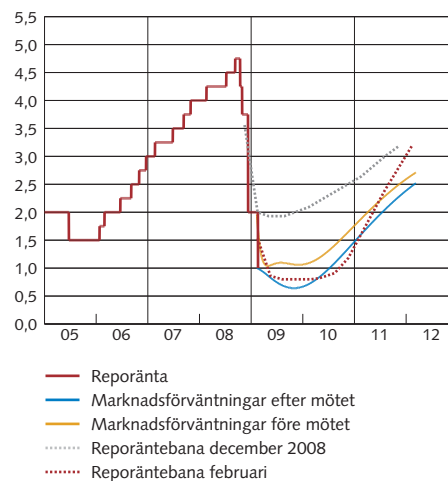
²⁵ Förutsägbarheten i Riksbankens ränteprognoiser har inte diskuterats i tidigare underlag för utvärdering av penningpolitiken.

(se diagram 5:4 – 5:6). I februari sänkte Riksbanken ränteprognosen avsevärt, och något mer än marknaden förväntade sig. Marknadens förväntningar ändrades sedan och hamnade nära Riksbankens prognos, åtminstone på ett par års sikt (se diagram 5:4).

Inför det penningpolitiska mötet i april väntade sig marknaden att prognosen för reporäntan under det närmaste året åter skulle sänkas. Riksbankens nya prognos innebar dock en väsentligt lägre ränta under 2010 och 2011 än vad marknaden hade förväntat sig. Ändå påverkade Riksbankens nya prognos inte marknadsförväntningarna nämnvärt (se Diagram 5:5). Fram till december förändrades marknadens förväntningar om reporäntans utveckling väldigt lite trots att Riksbanken i juli sänkte sin ränteprognos ytterligare, samt höll fast vid denna prognos under hela hösten (se diagram 5:6). Nästa avsnitt diskuterar vad denna skillnad mellan marknadens och Riksbankens prognoser för reporäntan kan bero på.

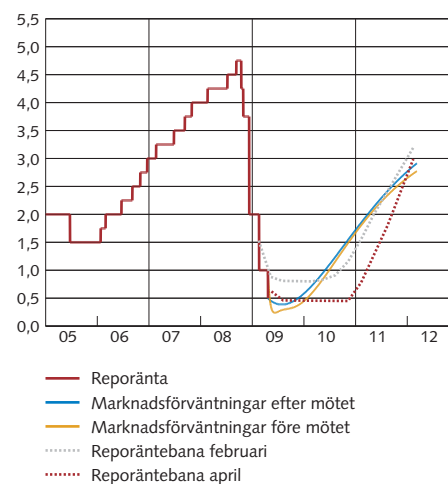
Från december har dock marknadsförväntningarna närmast sig Riksbankens prognoser (se diagram 5:6). Riksbankens återkommande information om en oförändrad och låg reporäntebana i kombination med att tolv månaderslån till fast och låg ränta erbjöds efter de penningpolitiska mötena i juli, september och oktober, har medverkat till att driva ner marknadsaktörernas förväntningar på reporäntebanan (se fördjupningen "Riksbankens kompletterande åtgärder" i kapitel 2).

Diagram 5:4. Reporänta, reporäntebana och penningpolitiska förväntningar i februari 2009
Procent



Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Diagram 5:5. Reporänta, reporäntebana och penningpolitiska förväntningar i april 2009
Procent



Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

■ Hur beräknar Riksbanken marknadens förväntningar på reporäntan?

För att mäta marknadens förväntningar på den framtida reporäntan utgår Riksbanken från terminsräntor. Terminsräntor är räntor som bestäms idag för placeringar eller lån som påbörjas först vid en framtida tidpunkt, likviddagen, och sedan sträcker sig över en bestämd löptid, från likviddagen till förfallodagen. Det kan till exempel vara räntan på ett en-månaders interbanklån om ett år.

Terminsräntor kan beräknas implicit eller observeras direkt på marknaden. Implicita terminsräntor beräknas utifrån dagens ränta på räntekontrakt med olika löptider. Till exempel kan man med hjälp av en sexmånadersränta och en niomånadersränta beräkna den implicita tremånadersränta som börjar löpa om sex månader. Marknadsnoterade terminsräntor framgår av priset för så kallade räntederivat som handlas på marknaderna, och kan därför observeras direkt. Räntan på FRA-kontrakt (forward rate agreements) gällande tremånaders interbankränta är ett exempel på en faktisk tremånaders terminsränta. I allmänhet stämmer nivån på implicita och marknadsnoterade terminsräntor väl överens. Riksbanken använder både marknadsnoterade terminsräntor och andra räntederivat för att beräkna terminsräntor.

Terminsräntan kan ses som summan av den förväntade genomsnittliga reporäntan från likviddagen till förfallodagen, en löptidspremie som kompenserar för ränterisk och andra riskpremier som beror på likviditets- och kreditrisker. Ränterisk är risken att räntorna kommer att utvecklas ogynnsamt för en investerare under hans ägande av instrumentet. Ränterisk uppstår när det råder osäkerhet om den framtida ränteutvecklingen. Likviditetspremien ska kompensera för risker med att äga illikvida instrument. Kreditrisken är risken för att motparten i ett kontrakt inte ska kunna göra rätt för sig. Marknadens förväntningar på reporäntan beräknas som terminsräntan justerat för dessa premier.

Premierna kan variera över tiden. För att beräkna löptidspremier använder Riksbanken bland annat antaganden om riskpremiernas storlek som bygger på historiska erfarenheter och empiriska modellskattningar. Under 2009 kan dessa antaganden ha underskattat riskpremierna. Det kan vara en bidragande orsak till de stora skillnaderna mellan räntebanan och de skattade marknadsförväntningarna.

Vad förklarar gapet mellan marknadsförväntningarna och Riksbankens ränteprognoser under 2009?

Det finns flera faktorer som kan ha bidragit till de tidvis rätt stora skillnaderna mellan Riksbankens reporänteprognos och marknadens förväntningar. Bland annat finns det flera tekniska svårigheter förknippade med skattningarna av marknadsförväntningarna som till viss del kan förklara gapet.

■ ■ Antagandet om riskpremier kan bli missvisande

Riksbanken skattar marknadens förväntningar genom att rensa bort olika riskpremier från terminsräntorna (se fördjupningen "Hur beräknar Riksbanken marknadens förväntningar på reporäntan?"). Riksbanken använder sig av ett antagande om riskpremiernas storlek för att göra detta. Ett problem är dock att premierna kan variera över tiden och det finns risk för att dessa antaganden, i en situation med ökad makroekonomisk osäkerhet och finansiell oro, underskattar de faktiska premierna. I så fall blir marknadens förväntningar överskattade och skillnaden mellan dessa och Riksbankens prognos därmed mindre än vad diagram 5:5 och 5:6 visar. Under större delen av 2009 kan Riksbankens beräkningar av marknadsförväntningarna ha överskattat marknadsförväntningarna. Å andra sidan visar de enkätundersökningar om förväntningar på reporäntan som gjordes i slutet av 2009 att förväntningar låg i linje med de marknadsförväntningar som Riksbanken skattat från terminsräntor. Detta tyder på att Riksbankens skattningar av terminspremier är rimliga i dagsläget.

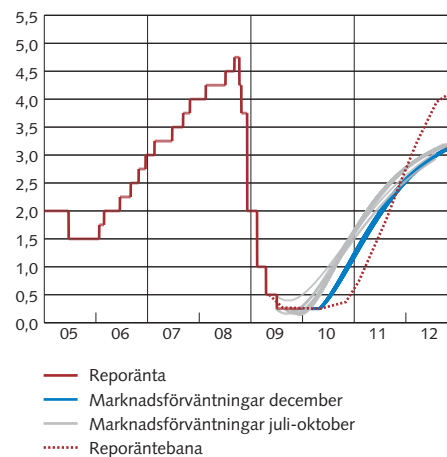
■ ■ Ränta nära noll kan förvrida förväntningarna

En annan teknisk svårighet kan uppstå när räntan är nära noll. Osäkerheten runt Riksbankens prognoser är symmetrisk, det vill säga det är lika stor sannolikhet för att räntan blir högre som lägre än den publicerade räntebanan. När räntan är nära noll, kan den antagna sannolikheten för en negativ reporänta i prognosen vara stor. Men om marknaden räknar det som osannolikt att reporäntan kommer att sänkas till nivåer under noll kan det medföra att marknadens förväntningar i genomsnitt ligger över Riksbankens prognos. Enligt Riksbankens preliminära skattningar har denna svårighet dock liten betydelse för gapet.

■ ■ Marknaden kan tvivla på räntebanan

En annan möjlig förklaring kan vara att penningmarknadens aktörer haft en mer positiv syn på den förväntade ekonomiska utvecklingen. De kan till exempel ha förväntat sig att BNP-tillväxten och inflationen skulle bli högre framöver än i Riksbankens prognoser, något som skulle kunna fordra en stramare penningpolitik. Den hypotesen

Diagram 5:6. Reporänta, reporäntebana och penningpolitiska förväntningar i juli – december 2009
Procent



Anm. Ränteprognosen för sista kvartalet 2012 är från Penningpolitisk rapport oktober och Penningpolitisk uppföljning december.

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

stöds dock inte av enkäter om den förväntade framtida ekonomiska utvecklingen.²⁶

Det kan också finnas andra skäl än den ekonomiska utvecklingen till att marknadsaktörer inte trodde att penningpolitiken skulle komma att följa den publicerade räntebanan. Marknadsaktörerna kan ha trott att Riksbankens reaktionsmönster såg annorlunda ut och att Riksbanken därmed skulle komma att höja räntan snabbare än aviserat. Ytterligare en möjlighet är oenigheten i direktionen. Vid de penningpolitiska mötena i juli, september, oktober och december framfördes reservationer mot den publicerade räntebanan av ledamöter som ansåg att räntebanan under 2010 borde vara något högre.

Sammantaget är det alltså rimligt att anta att skillnaderna mellan Riksbankens publicerade räntebana och marknadsaktörernas förväntade bana åtminstone delvis beror på att marknadsaktörerna förväntade sig en annan utveckling av reporäntan. Exakt varför marknadsaktörerna förväntade sig en annan bana är däremot svårt att avgöra.²⁷

26 Se TNS SIFO Prosperas undersökningar av förväntningar på inflationen och BNP-tillväxten hos penningmarknadens aktörer under 2009.

27 Se också Lars E.O. Svensson, "Förväntningar om och utvärdering av penningpolitiken: Vilken roll spelar öppenhet och kommunikation?" *Penning- och valutapolitik* nr 1, 2010, Sveriges Riksbank.

Sveriges riksbank
103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel 08-787 00 00
Fax 08-21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

