

# Redogörelse för penningpolitiken

2016





## Redogörelse för penningpolitiken 2016

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 har 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. Redogörelsen 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.

Redogörelsen för penningpolitiken 2016 går att ladda ned i pdf-format på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se) där det också finns mer information om Riksbanken.

# Penningpolitiken i Sverige

## PENNINGPOLITISK STRATEGI

- Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har preciserat detta som ett mål för inflationen som innebär att den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent.
- Samtidigt som penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas flexibel inflationsmålspolitik. Det innebär inte att Riksbanken gör avkall på att inflationsmålet är överordnat.
- Det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen och realekonomin. Därför vägleds penningpolitiken av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Riksbanken publicerar bland annat en bedömning av hur reporäntan kommer att utvecklas framöver. Denna så kallade räntebana är en prognos, inte ett löfte.
- Vid varje penningpolitiskt beslutstillfälle gör direktionen en bedömning av vilken bana för reporäntan och eventuellt vilka andra kompletterande åtgärder som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. Avvägningen handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen runt inflationsmålet och stabiliseringen av realekonomin.
- Det finns inget generellt svar på frågan hur snabbt Riksbanken siktar på att föra tillbaka inflationen till 2 procent om den avviker från målet. En snabb återgång kan i vissa lägen få effekter på produktion och sysselsättning som inte är önskvärda, medan en långsam återgång kan försvaga trovärdigheten för inflationsmålet. I allmänhet har strävan varit att penningpolitiken anpassas så att inflationen förväntas vara någorlunda nära målet om två år.
- I Riksbankens uppdrag ingår enligt riksbankslagen även att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Risker förknippade med utvecklingen på de finansiella marknaderna vägs in i de penningpolitiska besluten. När det gäller att förebygga en obalanserad utveckling av tillgångspriser och skuldsättning spelar dock framför allt ett väl fungerande regelverk och en effektiv tillsyn en central roll. Penningpolitiken är enbart ett komplement.
- I vissa lägen, som under den finansiella krisen 2008–2009, kan reporäntan och räntebanan behöva kompletteras med andra åtgärder för att främja den finansiella stabiliteten och säkerställa att penningpolitiken får genomslag på ett effektivt sätt.
- Riksbanken strävar efter att dess kommunikation ska vara öppen, saklig, begriplig och aktuell. Det gör det lättare för ekonomins aktörer att fatta bra ekonomiska beslut. Penningpolitiken blir också lättare att utvärdera.

## BESLUTSPROCESSEN

Direktionen håller normalt sex penningpolitiska möten under ett år då man fattar beslut om penningpolitiken. I samband med dessa möten publiceras en penningpolitisk rapport. Ungefär två veckor efter varje penningpolitiskt möte publiceras ett protokoll där det går att följa den diskussion som ledde fram till det aktuella beslutet och se hur de olika direktionsledamöterna argumenterade.

## PRESENTATION AV PENNINGPOLITISKT BESLUT

Det penningpolitiska beslutet presenteras i ett pressmeddelande kl. 9.30 dagen efter det penningpolitiska mötet. Pressmeddelandet anger också hur de enskilda direktionsledamöterna röstade och en huvudsaklig motivering till eventuella reservationer. En presskonferens hålls dagen efter det penningpolitiska mötet.

# Innehåll

**Förord 4**

**KAPITEL 1 – Måluppfyllelse 5**

Den ekonomiska utvecklingen och inflationen under 2016 5

**KAPITEL 2 – Penningpolitiken 2016 9**

Penningpolitiken i korthet 9

Utmaningar och avvägningar i penningpolitiken 2016 11

Penningpolitiska beslut under 2016 15

**FÖRDJUPNING – Effekterna av Riksbankens penningpolitik 2015–2016 17**

**KAPITEL 3 – Riksbankens prognoser 21**

Riksbankens prognoser 2014–2015 21

Riksbankens prognoser för 2016 jämfört med andra bedömares 25

**FÖRDJUPNING – Riksbankens utvecklingsarbete och analys av det penningpolitiska ramverket 28**

## Förord

Finansutskottet granskar och utvärderar varje år den penningpolitik som Riksbanken bedrivit under de närmast föregående åren. Riksbanken sammanställer och publicerar ett underlag för denna utvärdering kallad "Redogörelse för penningpolitiken". Underlaget går igenom utfallet för inflationen och den ekonomiska utvecklingen i övrigt under året, den penningpolitik Riksbanken bedrivit samt de prognoser Riksbanken baserat politiken på.

Årets "Redogörelse för penningpolitiken" skiljer sig en del från tidigare års redogörelser. Den är kortare och innehåller tre kapitel, kapitel 1 "Måluppfyllelse", kapitel 2 "Penningpolitiken 2016" och kapitel 3 "Riksbankens prognoser". Därutöver innehåller den detta år två fördjupningar. Syftet med den kortare rapporten är att göra redogörelsen mer lättläst och lättillgänglig. De främsta skillnaderna gentemot tidigare är följande:

- I tidigare års redogörelser fanns (i dåvarande kapitel 4) en relativt teknisk utvärdering av Riksbankens och andra bedömares prognosförmåga. Från och med i år kommer en sådan, men mer djuplodande, analys att publiceras i en särskild studie. I årets redogörelse finns en icke-teknisk diskussion av Riksbankens prognoser i kapitel 3.
- I årets "Redogörelse för penningpolitiken" redovisas föregående års räntebeslut och motiven bakom dem kortfattat i kapitel 2. Tidigare fanns (i dåvarande kapitel 3) en längre och mer detaljerad genomgång av alla enskilda räntebeslut under året. En sådan genomgång finns dock i avsnittet "Ett fast penningvärde – prisstabilitet" i Riksbankens Årsredovisning som publiceras i februari varje år.

Riksbanken har alltså inte slutat publicera den information som tidigare fanns i denna rapport utan presenterar i stället denna i andra publikationer.

## KAPITEL 1 – Måluppfyllelse

Riksbanken har under flera år bedrivit en mycket expansiv penningpolitik för att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Politiken har bidragit till att tillväxten varit god, sysselsättningen ökat, arbetslösheten minskat och inflationen stigit. Liksom i omvärlden har uppgången i inflationen varit långsam. Mätt med KPIF uppgick inflationen till 1,4 procent i genomsnitt under 2016, vilket var 0,5 procentenheter högre än 2015. Även inflationsförväntningarna steg och de långsiktiga förväntningarna var åter nära 2 procent mot slutet av året. Uppgången i inflationen framstod dock fortfarande som relativt bräcklig och berodde till stor del på utvecklingen av energipriserna. Om energipriser och direkta effekter av ränteförändringar räknas bort var inflationen (mätt med KPIF exklusive energi) under 2016 oförändrad på 1,4 procent jämfört med 2015.

### Den ekonomiska utvecklingen och inflationen under 2016

#### Utvecklingen de senaste åren

För att få perspektiv på utvecklingen under 2016 kan det vara bra att börja med en lite längre tillbakablick. Den svenska ekonomin har i ett internationellt perspektiv utvecklats väl efter den globala finanskrisen 2008–2009 (se diagram 1:1). Trots detta har inflationen varit lägre i Sverige än i omvärlden under stora delar av återhämtningen efter krisen och legat under inflationsmålet längre än i många andra länder (se diagram 1:2).

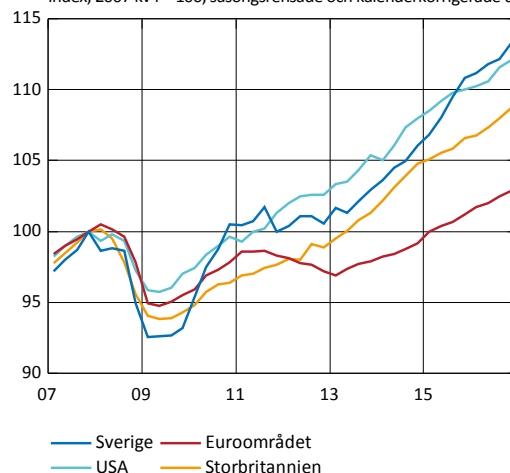
Ett högt förtroende för inflationsmålet är viktigt för att målet ska kunna fungera som ett ankare för pris- och lönebildningen i ekonomin. En väl fungerande pris- och lönebildning är i sin tur en förutsättning för en god ekonomisk utveckling i stort. Inflationsmålet har varit en av grundvalarna för den på många sätt gynnsamma utvecklingen i den svenska ekonomin sedan i början på 1990-talet.

Om inflationsmålet är trovärdigt ger detta upphov till en positiv självförstärkande process. Om ekonomins aktörer räknar med att Riksbanken kommer att uppnå sitt mål kommer inflationsförväntningarna på några års sikt att ligga nära inflationsmålet. Detta underlättar i sin tur arbetet med att uppfylla målet.

Under 2014 fanns tecken på att aktörer i ekonomin började ifrågasätta om Riksbanken skulle uppnå en inflation på 2 procent. Ett uttryck för detta var att de långsiktiga inflationsförväntningarna, som länge varit väl förankrade vid målet, började att sjunka under målet (se diagram 1:3 och 1:4).<sup>1</sup> Den faktiska inflationen, mätt både med KPI och KPIF, hade då länge legat under 2 procent och visade få tecken på att börja

Diagram 1:1. BNP-utveckling i Sverige och i omvärlden

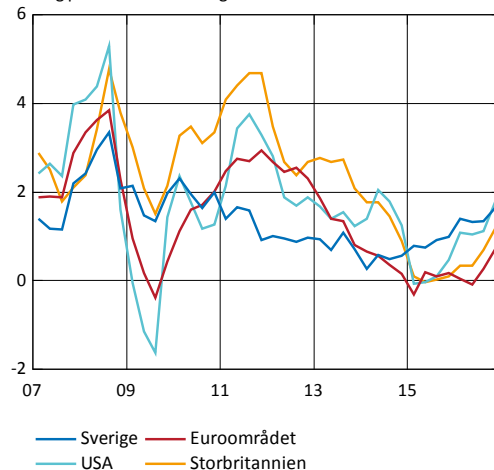
Index, 2007 kv4 = 100, säsongrensade och kalenderkorrigerade data



Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Office for National Statistics och SCB

Diagram 1:2. Inflation i Sverige och omvärlden

Årlig procentuell förändring



Anm. För Sverige visas KPIF och för euroområdet visas HIKP. Övriga avser KPI.  
Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Office for National Statistics och SCB

<sup>1</sup> Exempelvis Industrins Ekonomiska Råd menade att detta skapade problem för arbetsmarknadens parter, se "Industrins konkurrenskraft, växelkurs och penningpolitik – En rapport från Industrins Ekonomiska Råd", juni 2014.

stiga (se diagram 1:5). Riksbanken bedömde därför att penningpolitiken på ett tydligt sätt måste inriktas på att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet och få inflationen att stiga mot 2 procent.

I sina penningpolitiska beslut har Riksbanken inte enbart behövt ta hänsyn till den låga inflationen och de fallande inflationsförväntningarna i Sverige. Den har också behövt väga in att många andra centralbanker, inte minst den Europeiska centralbanken (ECB), bedrivit en mycket expansiv politik med negativ ränta och omfattande tillgångsköp. Om den svenska penningpolitiken skulle avvika mycket från omvärldens skulle detta kunna leda till kraftiga växelkursrörelser. Även om en viss förstärkning av kronan sannolikt är motiverad på sikt kan det bli problematiskt om den blir alltför snabb och kraftig, i synnerhet i ett läge då förtroendet för inflationsmålet är försvagat. Detta skulle kunna göra det svårare att uppnå inflationsmålet, men också resultera i en betydligt mindre gynnsam utveckling i den reala ekonomin.

Riksbanken har därför bedrivit en mycket expansiv politik de senaste åren. Under 2015 sänktes reporäntan för första gången under noll och Riksbanken beslutade också att börja köpa statsobligationer för att penningpolitiken skulle bli ännu mer expansiv och få ett bredare genomslag. Denna politik inleddes ungefär samtidigt som ECB lanserade sitt stora program för köp av värdepapper.

### Inflationen på rätt kurs men osäkerhet om styrkan i uppgången

Den expansiva politiken de senaste åren har varit verkningsfull och bidragit till en positiv utveckling i svensk ekonomi. Tillväxten har blivit hög, sysselsättningen har ökat och inflationen och inflationsförväntningarna har stigit. Inflationen mätt med KPIF steg till i genomsnitt 1,4 procent 2016 från 0,9 procent året innan. I december var KPIF-inflationen 1,9 procent, men inflationen väntas enligt Riksbankens prognoser falla tillbaka något för att mer varaktigt stabiliseras runt 2 procent först under 2018. Reporäntesänkningarna har minskat hushållens räntekostnader för bolån, vilket har dämpat KPI-inflationen och medfört att den under en tid blivit lägre än KPIF-inflationen, som bortser från denna effekt. Skillnaden minskade dock under 2016. Inflationen mätt med KPI uppgick i genomsnitt till 1,0 procent från att ha varit 0,0 procent året innan (se tabell 1:1 och diagram 1:5).

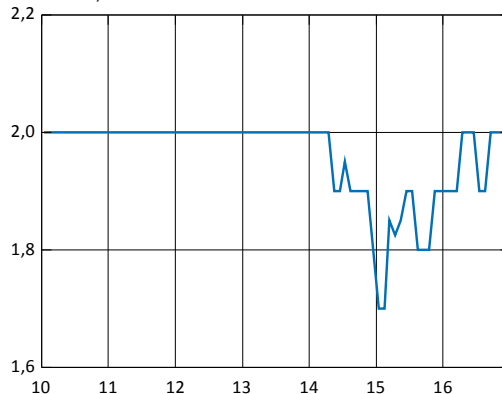
Tabell 1:1. Inflationen enligt olika mått  
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2014	2015	2016
KPI	-0,2	0,0	1,0
KPIF	0,5	0,9	1,4
KPIF exklusive energi	0,7	1,4	1,4

Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.  
Källa: SCB

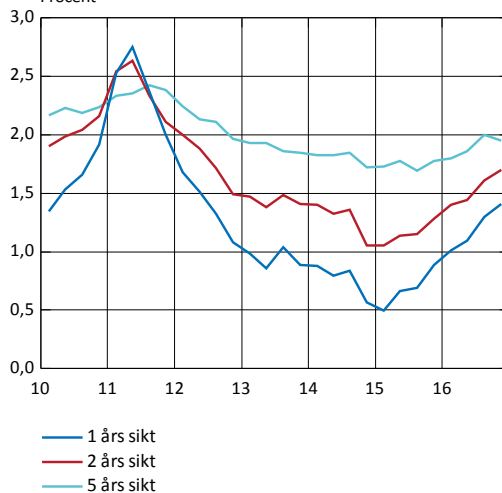
Inflationen 2016 påverkades av energipriserna, som började vända uppåt efter att ha fallit i ett par års tid (se diagram

Diagram 1:3. Långsiktiga inflationsförväntningar, 5 år  
Procent, median



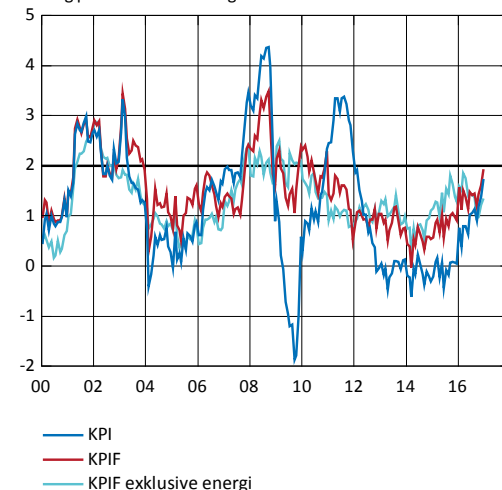
Anm. Avser penningmarknadens aktörer.  
Källa: TNS Sifo Prospera

Diagram 1:4. Inflationsförväntningar bland samtliga tillfrågade aktörer  
Procent



Anm. Tillfrågade aktörer är arbetsmarknadens parter, inköpschefer och penningmarknadsaktörer.  
Källa: TNS Sifo Prospera

Diagram 1:5. Inflationens utvecklingen  
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.  
Källa: SCB



1:6 och tabell 1:2). Om både energipriser och direkta effekter av ränteförändringar räknas bort (KPIF exklusive energi) var inflationen oförändrad på 1,4 procent jämfört med 2015. Om man ser till förloppet under året har detta inflationsmått minskat något. Detta beror bland annat på långsammare prisökningar på importerade varor, vilket i sin tur delvis var en följd av att kronan stärktes under en period fram till mitten av 2016. Eftersom energipriser snabbt kan förändras finns det således kvar en osäkerhet om styrkan i inflationsuppgången.

När det gäller KPI:s övriga komponenter var det bara priserna på livsmedel som utvecklades svagare än under 2015 (se tabell 1:2). Tjänstepriserna, som har en betydande vikt i KPI, steg med 2 procent, i linje med den genomsnittliga ökningen 2000–2015. Varupriserna, som normalt brukar sjunka något, var liksom under 2015 i genomsnitt oförändrade. Justerar man utvecklingen i tjänste- och varupriser för att mobiltelefoner klassificerades om från tjänster till varor har tjänstepriserna ökat något långsammare än normalt medan varupriserna utvecklades starkare.

**Tabell 1:2. Utveckling i KPI och dess komponenter**  
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	Vikt (procent)	2000–2015	2015	2016
Tjänster	44,5	1,8	1,2	2,0
Varor	26,9	-0,5	0,0	0,0
Livsmedel	18,0	1,9	2,7	1,1
Energi	7,0	3,5	-4,9	1,4
Räntekostnader	3,6	0,3	-16,6	-7,7
KPI	100,0	1,2	0,0	1,0

Anm. Vikterna är de som gäller för 2017.

Källa: SCB

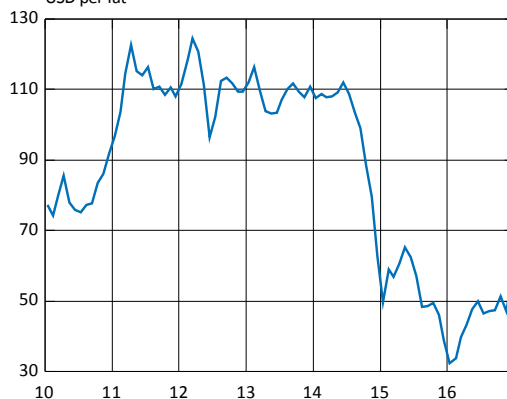
I takt med att inflationen har ökat har även inflationsförväntningarna stigit (se diagram 1:4). Mot slutet av 2016 låg de långsiktiga inflationsförväntningarna åter på eller mycket nära 2 procent. Den politik som Riksbanken bedrivit förefaller således ha bidragit till att förtroendet för inflationsmålet har kunnat upprätthållas.

### Fortsatt god tillväxt och sjunkande arbetslöshet

Den expansiva politiken bidrog även till att svensk ekonomi fortsatte att utvecklas väl under 2016. BNP växte med 3,3 procent, vilket visserligen var något långsammare än under 2015, men fortfarande betydligt över ett historiskt genomsnitt, som är omkring 2 procent (sedan 1980). Även i ett internationellt perspektiv var utvecklingen i Sverige god. Liksom under fjolåret var tillväxten högre än i exempelvis USA, Storbritannien och euroområdet (se diagram 1:7).

Den goda tillväxten återspeglades i en positiv utveckling på arbetsmarknaden. Antalet sysselsatta ökade med 1,5 procent vilket var en ungefär lika stor ökning som året innan. Även om också arbetskraften ökade innebar detta att arbetslösheten mätt som årsgenomsnitt sjönk med en halvprocent.

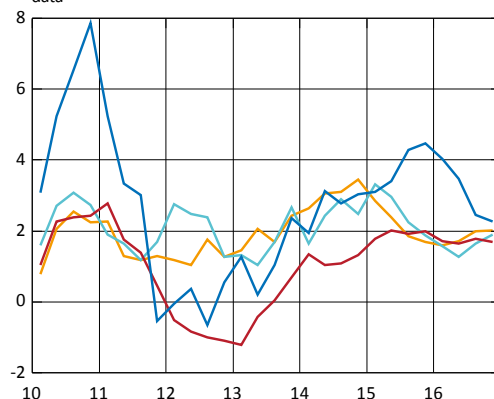
**Diagram 1:6. Pris på råolja**  
USD per fat



Anm. Brentolja, utfallet avser månadsgenomsnitt av spotpriser.

Källa: Macrobond

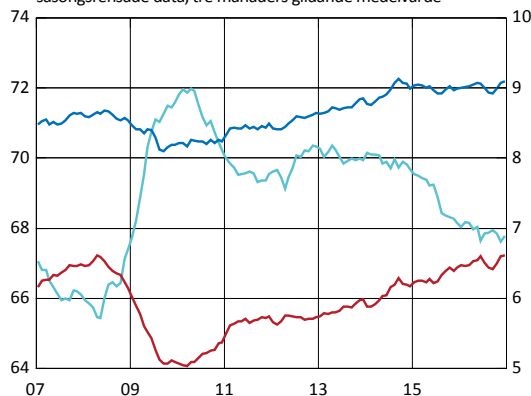
**Diagram 1:7. BNP-tillväxt i Sverige och i omvärlden**  
Årlig procentuell förändring, säsongrensade och kalenderkorrigerade data



— Sverige — Euroområdet  
— USA — Storbritannien

Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Office for National Statistics och SCB

**Diagram 1:8. Arbetskraft, sysselsättning och arbetslöshet**  
Procent av befolkningen respektive procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data, tre månaders glidande medelvärde



— Arbetskraftsdeltagande (vänster skala)  
— Sysselsättningsgrad (vänster skala)  
— Arbetslöshet (höger skala)

Källa: SCB

tenhet till 6,9 procent (se tabell 1:3). Minskningen under loppet av året var dock inte lika snabb som under 2015 (se diagram 1:8).

**Tabell 1:3. Produktion och arbetsmarknad enligt olika mått**

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2014	2015	2016
BNP	2,6	4,1	3,3
Arbetade timmar	1,5	1,6	2,4
Sysselsatta 15–74 år	1,4	1,4	1,5
Arbetskraften 15–74 år	1,3	0,8	1,0
Arbetslöshet, 15–74 år	7,9	7,4	6,9

Anm. Arbetslöshet avser procent av arbetskraften.

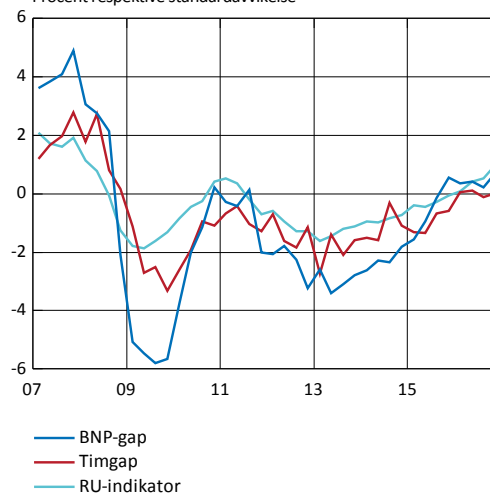
Källa: SCB

Aktivitetsnivån i ekonomin sammanfattas ofta i form av något mått på resursutnyttjandet. Det finns dock inget entydigt sätt att mäta detta. Riksbanken använder därför ett antal indikatorer för att bedöma hur högt resursutnyttjandet är. Två av dessa indikatorer är BNP-gapet och timgapet som mäter BNP:s och de arbetade timmarnas procentuella avvikelser från sina respektive uppskattade långsiktiga trender. Riksbanken har även en egen indikator på resursutnyttjandet, den så kallade RU-indikatorn, som sammanfattar information från olika enkäter och arbetsmarknadsdata med hjälp av en statistisk metod. Om respektive mått är positivt indikerar det en hög aktivitetsnivå i ekonomin och en högre resursanvändning än normalt. Motsatsen gäller när måtten är negativa. Om måtten är lika med noll är läget normalt och det råder ekonomisk balans.

Samtliga tre mått ger bilden att resursutnyttjandet var normalt eller något högre än normalt under 2016, efter att i flera års tid ha varit lägre än normalt (se diagram 1:9). Riksbanken bedömer att resursutnyttjandet kommer att stiga ytterligare de kommande åren. Bedömningen är att detta är nödvändigt för att i ett rimligt tidsperspektiv få inflationen att vara i linje med målet.

Det låga ränteläget och den starkare konjunkturen bidrog också till att bostadspriserna och hushållens skulder fortsatte att öka. Problemen på bostadsmarknaden är i grunden strukturella snarare än konjunkturella, och måste lösas med åtgärder som får bostadsmarknaden att fungera bättre och minskar hushållens incitament och möjligheter att skuldsätta sig. Men den för närvarande expansiva politiken bidrar också till att riskerna ökar. Riksbanken har sedan lång tid tillbaka pekat på problemen med denna utveckling och directionen fortsatte att diskutera och uppmärksamma dessa under året (se vidare kapitel 2).

**Diagram 1:9. BNP- och timgap samt RU-indikatorn**  
Procent respektive standardavvikelse



Anm. BNP-gapet avser BNP:s avvikelse från sin trend beräknad med en produktionsfunktion. Timgapet avser skillnaden mellan det faktiska antalet arbetade timmar och Riksbankens bedömning av trenden för arbetade timmar. RU-indikatorn är normaliserad så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1.

Källor: SCB och Riksbanken

## KAPITEL 2 – Penningpolitiken 2016

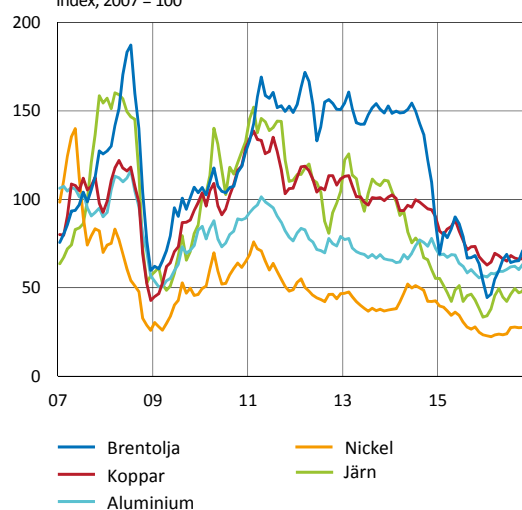
Inflationen fortsatte att stiga mot målet 2016, men uppgången framstod som bräcklig. Risker kopplade till konjunkturutvecklingen i omvärlden, låg inflation i många länder och låga globala räntor kvarstod. Riksbanken fortsatte därför att bedriva en expansiv politik under 2016 för att understödja uppgången i inflationen och upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Reporäntan sänktes från –0,35 procent till –0,50 procent i början av året och köpen av statsobligationer utökades vid två tillfällen, från totalt 200 till 275 miljarder kronor. Direktionen var enig om vikten av att behålla den expansiva politiken och mycket av kommunikationen under året fokuserades på att förklara och motivera denna, med tanke på den goda realekonomiska utvecklingen. Riskerna med låga räntor var också fortsatt i fokus i den penningpolitiska diskussionen, liksom effektiviteten i de olika penningpolitiska verktygen.

### Penningpolitiken i korthet

Under 2016 präglades penningpolitiken liksom föregående år av stor osäkerhet om konjunkturutvecklingen i omvärlden och låga globala räntor. Inflationen var fortsatt låg internationellt, bland annat till följd av tidigare prisfall på olja och andra råvaror (se diagram 2:1 och 2:2). Penningpolitiken var fortsatt mycket expansiv på flera håll i världen. Det fanns dock skillnader i utvecklingen i olika länder, vilket avspeglades i skillnader i penningpolitiken. Exempelvis utökade ECB sina obligationsköp i december 2016, ungefär samtidigt som den amerikanska centralbanken höjde styrräntan. Under året inträffade också viktiga politiska händelser internationellt, till exempel Storbritanniens beslut att lämna EU och presidentvalet i USA. Konsekvenserna av dessa händelser är ännu svåra att överblicka och bidrar till att osäkerheten om utvecklingen i omvärlden är fortsatt stor vid ingången av 2017. I jämförelse med andra länder hade Sverige en relativt god ekonomisk utveckling under året, men osäkerheten om utvecklingen kvarstod och penningpolitiken var fortsatt expansiv för att stödja uppgången i inflationen.

I Sverige hade konjunkturer stärkts under 2015 och arbetslösheten sjunkit, delvis till följd av den expansiva penningpolitiken. Resursutnyttjandet bedömdes vara nära normalt i inledningen av 2016. Den underliggande inflationen (KPIF och KPIF exklusive energi) hade stigit trendmässigt men uppgången var ryckig. Efter det penningpolitiska mötet i december 2015 stärktes kronan mot flertalet valutor, bland annat som en reaktion på att konjunkturstatistiken indikerade en stark ekonomisk utveckling. En alltför hastig förstärkning av kronan skulle riskera att bryta den påbörjade inflationsuppgången, och på två extrainsatta möten under januari markerade direktionen sin beredskap att i ett utsatt läge använda valutainterventioner för att motverka en sådan utveckling och

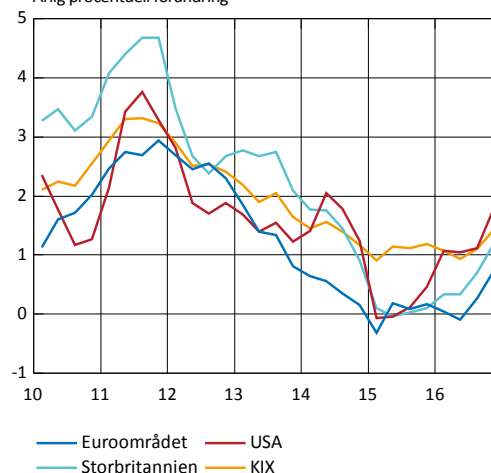
Diagram 2:1. Råvarupriser  
Index, 2007 = 100



Anm. Utfall avser månadsgenomsnitt av spotpriser.

Källor: London Metal Exchange, Macrobond, och Världsbanken

Diagram 2:2. Inflation i omvärlden  
Årlig procentuell förändring



Anm. För euroområdet visas HIKP, för övriga KPI. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat, nationella källor, Office for National Statistics och Riksbanken

säkerställa uppgången i inflationen. Riksbankens direktion beslutade den 4 januari att Riksbanken ska kunna intervensera på valutamarknaden, som kompletterande penningpolitisk åtgärd, och att riksbankschefen och förste vice riksbankschefen kan besluta om interventioner om det inte skulle finnas tid att invänta beslut av hela direktionen. Den 19 januari beslutade direktionen att förlänga riksbankschefens och vice riksbankschefens delegeringsmandat för valutainterventioner. Under året försvagades dock kronan och ett läge där interventioner kunde vara aktuella uppstod aldrig. Riksbanken bedömde att de hittills använda penningpolitiska åtgärderna att sänka reporäntan och utöka köpen av statsobligationer var tillräckliga.

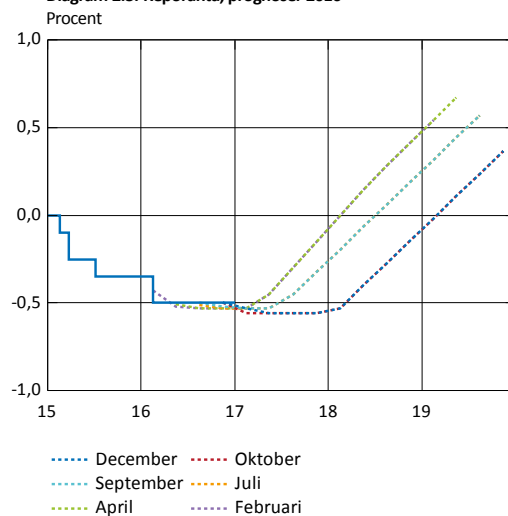
Nedan redogörs i korthet för penningpolitiken under året.<sup>2</sup> De prognoser som gjordes under 2016 för de mest centrala variablerna, och som låg till grund för de beslut som fattades, visas i diagram 2:3–2:8.

Inför årets första ordinarie penningpolitiska möte i februari hade låga inflationsutfall tillsammans med lägre energipriser och låga hyresökningar bidragit till att inflationen under 2016 bedömdes bli lägre än prognosen i december 2015. Detta innebar att perioden med låg inflation såg ut att bli ännu längre, vilket i sin tur ökade risken för att förtroendet för inflationsmålet skulle komma att försvagas. Direktionen gjorde därför bedömningen att penningpolitiken behövde bli mer expansiv för att säkerställa den stigande trenden i inflationen och värna inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen. Reporäntan sänktes från  $-0,35$  procent till  $-0,50$  procent (se diagram 2:3).

ECB beslutade i mars att sänka sina styrräntor och utöka sina redan omfattande köp av värdepapper. ECB:s expansiva penningpolitik förväntades på sikt leda till högre resursutnyttjande och inflation i euroområdet, och därmed även i Sverige. Men på kort sikt fanns en risk för att kronan skulle stärkas tidigare och snabbare än väntat, vilket skulle kunna dämpa tillväxt och inflation i Sverige och försvaga förtroendet för inflationsmålet. Direktionen beslutade därför i april att köpa statsobligationer för ytterligare 45 miljarder kronor under andra halvåret 2016 (se diagram 2:9). Dessa köp bedömdes bidra till att minska risken för att kronan skulle stärkas alltför snabbt och att inflationsuppgången skulle brytas. För att åstadkomma ett brett genomslag på olika räntor beslutade man att köpen skulle omfatta både nominella och reala statsobligationer, motsvarande 30 respektive 15 miljarder kronor.

Osäkerheten om konjunkturutvecklingen i omvärlden ökade ytterligare i juli till följd av resultatet i den brittiska folkomröstningen att Storbritannien avser att lämna EU. På grund av den ökade osäkerheten gjorde Riksbanken bedömningen att en mycket expansiv politik behövdes även fortsättningsvis. Reporäntan lämnades oförändrad på  $-0,50$  procent i juli, men direktionen bedömde att det var lämpligt att skjuta fram tid-

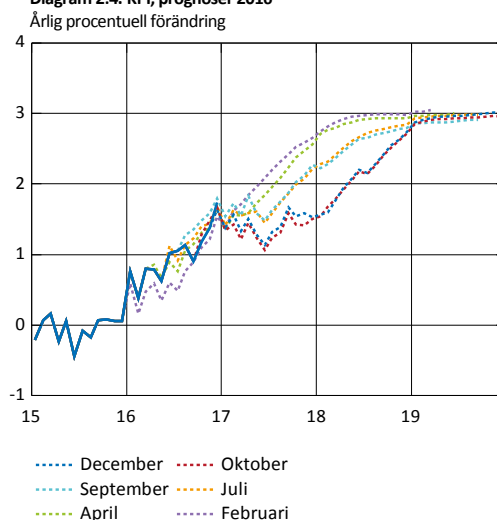
Diagram 2:3. Reporänta, prognoser 2016



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden. Räntebana i februari sammanfaller i stort sett med banan i april, banan i juli med den i september och banan i oktober med den i december.

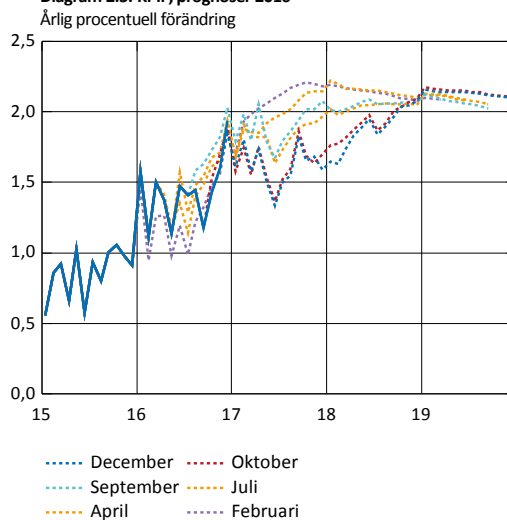
Källa: Riksbanken

Diagram 2:4. KPI, prognoser 2016



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:5. KPIF, prognoser 2016



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

<sup>2</sup> En mer utförlig redogörelse för de penningpolitiska besluten under 2016 finns i kapitlet "Ett fast penningvärde – prisstabilitet" i Riksbankens Årsredovisning 2016.

punkten för den prognostiserade räntehöjningen något. Delegeringsmandatet för valutainterventioner förlängdes till februari 2017.

De svaga inflationsutfallen i augusti och september underströk osäkerheten i bedömningen av inflationsuppgången. Riksbanken reviderade ned sin syn på inflationstrycket och räknade med att det skulle komma att ta längre tid för inflationen att nå 2 procent. Tidpunkten för en framtida höjning av räntan sköts därför upp igen i oktober. Direktionen underströk även att den inför det penningpolitiska mötet i december stod redo att förlänga köpen av statsobligationer och att det fanns en hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv om inflationsuppgången skulle vara hotad.

I december konstaterade Riksbanken att återhämtningen i omvärlden hade fortsatt samtidigt som tillväxten i Sverige hade blivit högre än väntat under det tredje kvartalet. Förtroendeindikatorer visade stigande optimism både i näringslivet och bland hushållen. Men inflationen hade utvecklats något svagare än väntat de senaste månaderna och det bedömdes vara fortsatt osäkert hur snabbt inflationen skulle komma att stiga framöver. ECB beslutade att förlänga stödköpsprogrammet med ytterligare nio månader (men med minskad köptakt per månad) och det fanns en oro för att kronan skulle stärkas för snabbt. Inflationsuppgången bedömdes behöva fortsatt stöd från penningpolitiken och direktionen beslutade därför att utöka köpen av statsobligationer med 15 miljarder kronor i nominella obligationer och 15 miljarder kronor i reala obligationer.

## Utmaningar och avvägningar i penningpolitiken 2016

### Den låga räntenivån

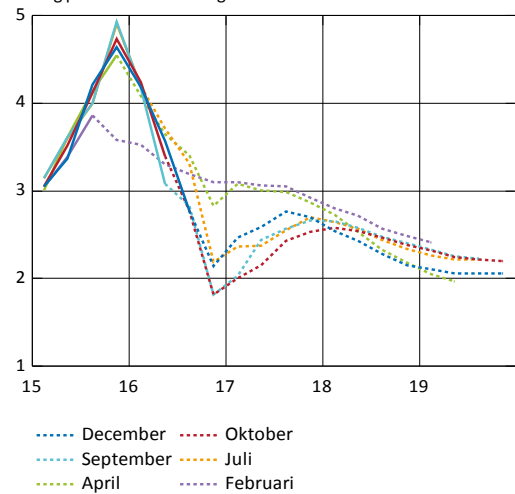
Det har under året förts en relativt livlig ekonomisk-politisk debatt i medierna kring den expansiva penningpolitiken. Det har dels handlat om effekter och risker med den negativa reporäntan i sig, dels om huruvida det varit nödvändigt att behålla den mycket expansiva politiken, med tanke på den starka realekonomiska utvecklingen i den svenska ekonomin. Mycket av Riksbankens kommunikation under året har fokuserat på dessa frågor.<sup>3</sup>

Direktionsledamöterna har i tal och andra sammanhang poängterat att den låga räntan i hög grad är ett internationellt fenomen. Det globala reala ränteläget har fallit under ett par decennier och är idag mycket lågt (se diagram 2:10). En generell förklaring till det låga ränteläget är att viljan att spara länge har varit större än viljan att investera i världen.<sup>4</sup> Den

<sup>3</sup> Riksbanken deltog i den allmänna ekonomisk-politiska diskussionen med exempelvis debattinlägg och tal av olika direktionsledamöter; se till exempel Per Jansson, "Orättvis kritik mot Riksbanken", Dagens Industri, 8 mars, Martin Flodén, "Därför har vi minusränta", Dagens Industri, 22 november och Per Jansson, "Dags att skrota inflationsmålet?", anförande vid Swedbank, 7 december.

<sup>4</sup> Se fördjupningen "Reporäntan på lång sikt" i Penningpolitisk rapport, februari 2017.

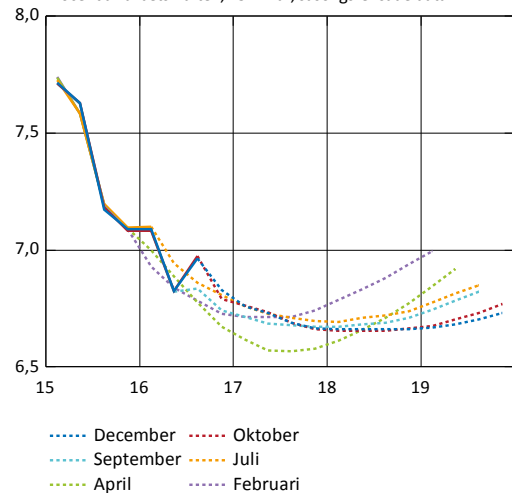
Diagram 2:6. BNP, prognoser 2016  
Årlig procentuell förändring



Anm. I diagrammet syns flera utfallslinjer. Detta beror på att utfallen har reviderats av SCB.

Källor: SCB och Riksbanken

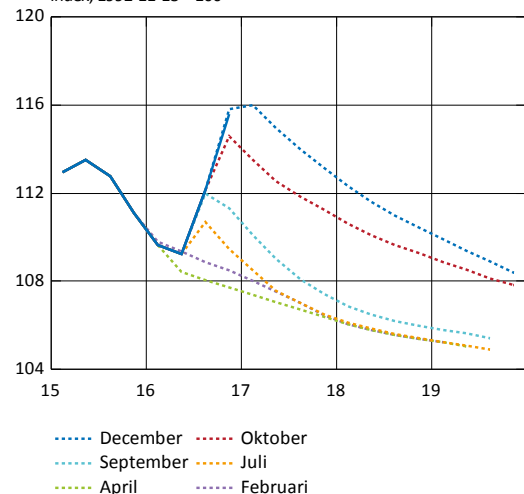
Diagram 2:7. Arbetslöshet, prognoser 2016  
Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongsrensade data



Anm. Se anmärkning till diagram 2:6.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:8. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX, prognoser 2016  
Index, 1992-11-18 = 100



Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

globala reala räntan är en viktig bestämningsfaktor för realränteläget i varje enskilt land. Penningpolitiken måste förhålla sig till detta ränteläge, men kan varken påverka eller varaktigt avvika från det. Detta avspeglas i de låga styrräntor som nu gäller runt om i världen (se diagram 2:11). Det som ibland utmålas som olika negativa sidoeffekter av den expansiva penningpolitiken, exempelvis att avkastningen på pensionssparande blir lågt, är därför i stor utsträckning ett resultat av ett lågt reallränteläge världen över.

### Förtroendet för inflationsmålet och riskerna med en låg inflation

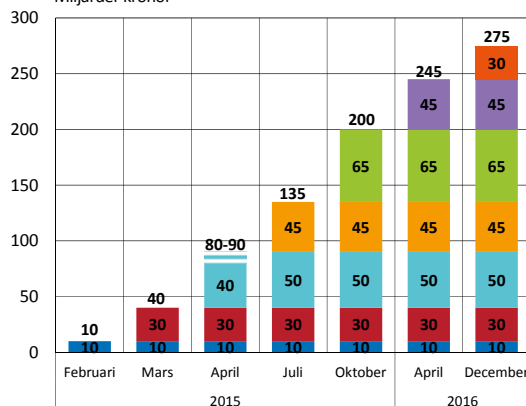
Inom direktionen finns en stor förståelse för att situationen med negativ reporänta är ovanlig och därför kan skapa en del oro bland ekonomins aktörer.<sup>5</sup> Bakgrunden till den politik som bedrivits är dock att inflationen har understigit målet under lång tid och att det har funnits tecken på att förtroendet för inflationsmålet har börjat urholkas. Direktionen har varit enig om att det i detta läge har varit nödvändigt att prioritera att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet, även om det innebär att Riksbanken behövt använda en ovanlig och tidigare i stort sett oprövad penningpolitik.

Det finns goda skäl att värna förtroendet för inflationsmålet. Med en gemensam bild av hur priserna kommer att utvecklas i framtiden blir det lättare för ekonomins aktörer att planera långsiktigt och koordineringen av förväntningarna lägger grunden för en välfungerande pris- och lönebildning. Detta är något svensk ekonomi haft uppenbar nytta av. Med förväntningar förankrade kring målet skapas en god självförstärkande cirkel där de faktiska priserna och lönerna anpassas till inflationsmålet. Om förväntningarna börjar avvika från målet innebär det å andra sidan att centralbanken måste kämpa mot en ond självförstärkande cirkel.

I det sammanhanget är det viktigt för en centralbank att inkludera riskerna med en alltför låg inflation i sina avvägningar. Om inflationen under lång tid ligger under inflationsmålet ökar risken för att aktörerna i ekonomin anpassar sina förväntningar och börjar ställa in sig på att inflationen inte ens på längre sikt kommer att nå tillbaka till målet. Om inflationen och inflationsförväntningarna skulle permanentas på en alltför låg nivå skulle detta kunna ge upphov till problem snarlik de som skulle uppstå om inflationsmålet sattes för lågt. I båda fallen skulle även den nominella räntan i genomsnitt bli lägre. Detta skulle minska centralbankens utrymme att sänka styrräntan i framtiden om inflationen blir låg eller om konjunkturen sviktar. Man skulle med andra ord riskera att slå i räntans nedre gräns, både oftare och under längre perioder.

En mycket expansiv penningpolitik som snabbare får upp inflationen kan minska risken att inflationen och förväntningarna permanentas på en för låg nivå.

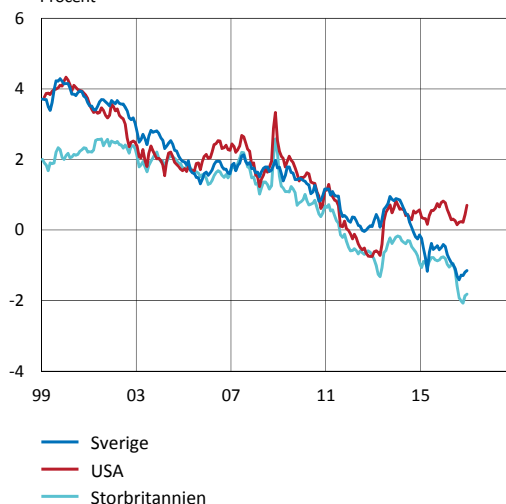
Diagram 2:9. Riksbankens beslutade köp av statsobligationer  
Miljarder kronor



Anm. Köpen av statsobligationer, exklusive återinvesteringar, kommer att pågå till mitten av 2017.

Källa: Riksbanken

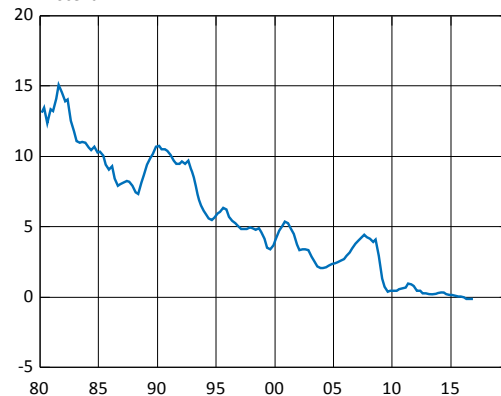
Diagram 2:10. Realräntor  
Procent



Anm. 10-årsränta på reala statsobligationer i Sverige, Storbritannien och USA. Svenska realräntan är nollkupongsräntor interpolerade från obligationskurser med Nelson-Siegel-metoden.

Källor: Bank of England, Federal Reserve, Thomson Reuters och Riksbanken

Diagram 2:11. Styrränta i omvärlden, KIX  
Procent



Anm. Styrränta avser relativ KIX-viktning av euroområdet, USA, Storbritannien och Norge. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

<sup>5</sup> Direktionen har i flera tal under året kommunicerat förståelse för den oron, se till exempel Per Jansson, "Dags att skrota inflationsmålet?", 7 december.

### Debatten om låga räntor, skulder och bostadspriser

Den debatt som förekommit under året har fokuserat en hel del på riskerna förknippade med negativa räntor. En risk som särskilt lyfts fram är att den expansiva politiken bidrar till att bostadspriserna och skuldsättningen ökar.<sup>6</sup>

När det gäller utvecklingen av bostadspriserna och hushållens skulder har Riksbanken sedan lång tid tillbaka varit tydlig med att den låga räntan medför ökade risker. Som konstaterats ovan är det dock viktigt att inse att det reala ränteläget i Sverige och omvärlden idag är mycket lågt, och att detta inte är något som penningpolitiken kan påverka. Ett lågt reallränteläge innebär att centralbankernas styrräntor i genomsnitt är låga, både när penningpolitiken är expansiv och när den är åtstramande. Att penningpolitiken i Sverige för närvarande är expansiv bidrar visserligen till att riskerna ökar ytterligare något, men huvudproblemet på bostadsmarknaden är inte att reporäntan för tillfället är låg.

Direktionens syn är att Riksbanken, i ett läge där förtroendet för inflationsmålet visat tecken på att försvagas, inte kan åsidosätta detta förtroende för att i stället försöka dämpa utvecklingen vad gäller bostadspriser och skulder. Problemen på bostadsmarknaden i grunden är strukturella och om förtroendet för inflationsmålet skulle gå förlorat skulle det kunna bli svårt och kostsamt att återfå det.

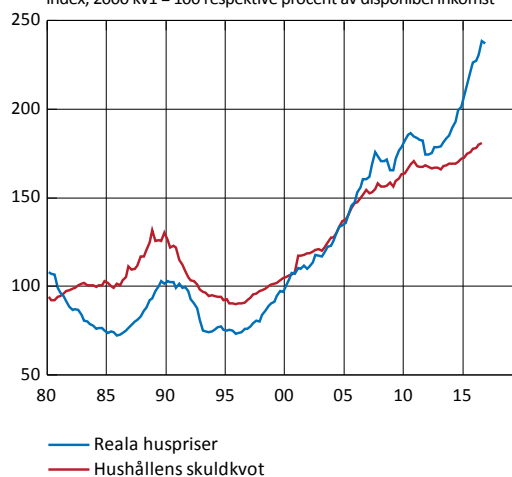
Bostadspriserna och hushållens skulder har stigit parallellt och nästan oavbrutet i tjuugo års tid (se diagram 2:12) och under denna tid har penningpolitiken varit såväl expansiv som åtstramande. En kombination av åtgärder inom olika politikområden är nödvändig för att minska riskerna. Det behövs framför allt åtgärder som angriper de främsta orsakerna till den ökande skuldsättningen. Det handlar om åtgärder riktade mot bostadsmarknaden för att få en bättre balans mellan utbud och efterfrågan, men också åtgärder inom skattepolitiken och makrotillsynen som minskar hushållens incitament och möjligheter att skuldsätta sig.

### Reporäntan och andra penningpolitiska verktyg

Som framgått tidigare var direktionsledamöterna eniga om vikten av att värna förtroendet för inflationsmålet på 2 procent och om att penningpolitiken därför behövde vara fortsatt expansiv. Det fanns visserligen gradskillnader inom direktionen i synen på exakt hur expansiv penningpolitiken behövde vara och vilka verktyg som var effektivast. Men generellt var ledamöterna överens om att reporäntan även fortsättningsvis behövde hållas på en mycket låg nivå, att köpen av statsobligationer var ett viktigt kompletterande verktyg och att det behövdes fortsatt vaksamhet mot en alltför snabb förstärkning av kronan.

En majoritet av direktionsledamöterna menade att sänkningen av reporäntan till -0,50 procent i februari och de utö-

Diagram 2:12. Reala huspriser och hushållens skulder  
Index, 2000 kv1 = 100 respektive procent av disponibel inkomst



Anm. Reala huspriser avser fastighetsprisindex (småhus) och skulderna avser totala skulder. Huspriserna är omräknade från nominella termer till reala termer genom använda KPI.

Källor: SCB och Riksbanken

<sup>6</sup> För en mer detaljerad analys av eventuella sidoeffekter se fördjupningen "Effekterna av Riksbankens penningpolitik 2015–2016" i denna rapport.

kade köpen av statsobligationer i april och december var nödvändiga för att försäkra sig om att uppgången i inflationen mot målet inte skulle brytas och för att förtroendet för inflationsmålet skulle bibehållas. Några direktionsledamöter gjorde vid de tillfällena en något annan bedömning där ett tema i resonemangen var att den allt starkare konjunkturen ökade sannolikheten för en inflationsuppgång, även utan en mer expansiv politik. Ett annat argument var att verktygen var allt svårare att använda och att det fanns en gräns för hur långt räntan kan sänkas utan att genomslaget försvagas eller problem uppstår.

Frågan om i vilken utsträckning effektiviteten i olika penningpolitiska verktyg börjat minska och i vilken mån de börjat förknippas med gradvis större problem diskuterades en hel del av direktionen under året. När det gäller reporäntan var till exempel en fråga om sänkningarna hade börjat få så litet genomslag på utlåningsräntorna till hushåll och företag att penningpolitikens konventionella räntekanal inte längre kompletterade andra kanaler i transmissionsmekanismen. Generellt var dock bedömningen att en reporäntesänkning fortfarande är en verksam åtgärd, delvis för att den kan verka via växelkurskanalen. Detta reflekterades bland annat i att ränteprognosen under hela året indikerade att det alltså var mer sannolikt att räntan skulle komma att sänkas den närmaste tiden än att den skulle komma att höjas.

Även effektiviteten när det gällde köpen av statsobligationer diskuterades i direktionen. Ett syfte med köpen är att pressa ned marknadsräntor med längre löptid, men köpen kan också verka genom andra kanaler, exempelvis genom att signalera att penningpolitiken framöver kommer att vara expansiv.<sup>7</sup> En fråga som diskuterades mot slutet av året var om det penningpolitiska genomslaget av ytterligare köp av *nomi-nella* statsobligationer skulle kunna bli litet i och med att Riksbanken redan hade köpt en betydande andel av den utestående stocken. Generellt var dock direktionens bedömning att obligationsköp var ett verksamt och användbart verktyg under 2016.

När det gäller växelkursen var direktionen enig om att det fanns skäl att försöka motverka en alltför snabb förstärkning av kronan, till dess att en allt starkare konjunktur kunde ta över som huvudsaklig drivkraft för inflationen. Som konstaterats ovan öppnade direktionen i början av året för att valuta-interventioner skulle kunna vara ett möjligt verktyg för att i ett utsatt läge påverka växelkursen. I direktionens diskussioner om valutainterventioner fanns det dock vissa skillnader i synen på hur effektivt verktyget skulle vara. Men under året försvagades kronan och det blev aldrig aktuellt att genomföra några interventioner.

---

<sup>7</sup> Se J. Alsterlind, H. Erikson, M. Sandström och D. Vestin, "Hur kan köp av statsobligationer göra penningpolitiken mer expansiv?", Ekonomiska kommentarer nr. 12, 2015, Sveriges riksbank.



## Penningpolitiska beslut under 2016

Riksbankens direktion håller normalt sex ordinarie penningpolitiska möten per år där den beslutar om reporäntan och andra penningpolitiska åtgärder. I anslutning till de penningpolitiska beslutsmötena publiceras en penningpolitisk rapport som innehåller prognoser för reporäntan, inflationen och andra ekonomiska variabler. Under 2016 hölls två extrainsatta penningpolitiska möten i januari.

**4 januari** Riksbankens direktion beslutade att Riksbanken ska kunna intervensera på valutamarknaden, som kompletterande penningpolitisk åtgärd och att riksbankschefen och förste vice riksbankschefen kan besluta om interventioner om det inte skulle finnas tid att invänta beslut av hela direktionen. Martin Flodén reserverade sig mot beslutet med motiveringen att det var lämpligt att avvakta med ytterligare penningpolitiska stimulanser samt att valutainterventioner inte var ett lämpligt verktyg för att i det aktuella läget göra politiken mer expansiv.

**19 januari** Direktionen beslutade att förlänga riksbankschefens och vice riksbankschefens delegeringsmandat för valutainterventioner. Martin Flodén reserverade sig mot beslutet med samma motivering som tidigare.

**10 februari** Reporäntan sänktes med 0,15 procentenheter till -0,50 procent och inflationsprognosen reviderades ned. Direktionen beslutade också att Riksbanken tills vidare ska återinvestera mottagna kuponger från och återbetalningar vid förfall av Riksbankens innehav av nominella statsobligationer. Delegeringsmandatet för valutainterventioner förlängdes till det penningpolitiska mötet i juli. Martin Flodén och Henry Ohlsson reserverade sig mot sänkningen av reporäntan och förespråkade en oförändrad reporänta. Martin Flodén reserverade sig även mot att förlänga delegeringsmandatet för valutainterventioner med samma motivering som tidigare.

**20 april** Reporäntan lämnades oförändrad på -0,50 procent och direktionen beslutade att köpa statsobligationer för ytterligare 45 miljarder kronor under andra halvåret 2016. Direktionen beslutade att Riksbanken tills vidare ska återinvestera mottagna kuponger från och återbetalningar vid förfall av Riksbankens innehav av svenska statsobligationer. Cecilia Skingsley reserverade sig mot att genomföra ytterligare obligationsköp och förordade en oförändrad penningpolitik.

**5 juli** Reporäntan lämnades oförändrad på -0,50 procent och prognosen för kommande räntehöjningar flyttades fram. Direktionen beslutade även att förlänga delegeringsmandatet för valutainterventioner till den 14 februari

2017, vilket Martin Flodén reserverade sig mot med samma motivering som tidigare.

**6 september** Reporäntan lämnades oförändrad på -0,50 procent.

**26 oktober** Reporäntan lämnades oförändrad på -0,50 procent. Reporäntan bedömdes behöva hållas på denna nivå ett halvår längre än i bedömningen i september.

**21 december** Riksbankens direktions beslutade att fortsätta köpa statsobligationer under första halvåret 2017, både nominella och reala, motsvarande 15 respektive 15 miljarder kronor. Direktions beslutade också att återinvesteringen av det belopp om cirka 30 miljarder kronor som huvudsakligen avser återbetalningar vid förfall av Riksbankens innehav av svenska statsobligationer i augusti 2017 ska inledas efter årsskiftet 2016/17 och fortgå under hela året. Martin Flodén reserverade sig och förespråkade att köpen bara skulle utökas med 15 miljarder kronor och endast omfatta reala statsobligationer. Henry Ohlsson och Cecilia Skingsley menade att köpen inte skulle utökas alls eftersom penningpolitiken inte behövde göras mer expansiv i nuvarande ekonomiska läge.

## FÖRDJUPNING – Effekterna av Riksbankens penningpolitik 2015–2016

Under senare år har Riksbanken bedrivit en i ett historiskt perspektiv ovanligt expansiv penningpolitik. Reporäntan har sänkts under noll, Riksbanken har annonserat och genomfört omfattande köp av statsobligationer, och direktionen har annonserat beredskap att intervensera på valutamarknaden. Denna politik har haft avsedda effekter. I den här fördjupningen analyseras hur penningpolitiken har påverkat olika finansiella variabler (korta och långa räntor, räntedifferensen mot omvärlden och kronans växelkurs). Detta är det första steget i den så kallade penningpolitiska transmissionsmekanismen, som beskriver hur penningpolitiken påverkar ekonomin. Dessutom diskuteras eventuella negativa sidoeffekter med den förda penningpolitiken, bland annat risken för att hushåll och företag tar ut stora mängder kontanter och att statsobligationsmarknaden fungerar sämre.

### En ovanlig penningpolitik

Den penningpolitik som Riksbanken har bedrivit de senaste åren har varit både mycket expansiv och mycket ovanlig i ett historiskt perspektiv. Reporäntan har sänkts i flera steg till  $-0,50$  procent, Riksbanken har annonserat köp av statsobligationer till ett nominellt värde av totalt 275 miljarder kronor, och direktionen har annonserat en beredskap att intervensera på valutamarknaden om det behövs för att förhindra att kronan stärks alltför snabbt.

Sedan början av 2015 har inflationen stigit och de långsiktiga inflationsförväntningarna är nu åter nära 2 procent. Dessutom är tillväxten god och arbetslösheten faller. Den expansiva penningpolitiken har bidragit till denna utveckling, även om det är svårt att bedöma exakt hur mycket. Den här fördjupningen fokuserar på att uppskatta de mer direkta effekter som penningpolitiken har haft på finansiella variabler. Dessutom diskuteras eventuella negativa sidoeffekter av politiken.

### Hur kan effekterna av penningpolitiken på finansiella variabler mätas?

Finansiella variabler i Sverige påverkas av många skeenden, både i Sverige och omvärlden. Ett vanligt sätt att mäta effekterna av penningpolitiken på finansiella variabler är att studera vad som händer med dem när penningpolitiska beslut annonseras (till exempel under 30 minuter runt annonseringen, eller under samma dag).<sup>8</sup>

Finansiella variabler reagerar dock främst på övrig information. Om det penningpolitiska beslutet är förväntat

kommer effekterna av annonseringen sannolikt att underskatta det totala genomslaget av beslutet eftersom effekten då inträffat redan före annonseringen.

Ett penningpolitiskt beslut som är mer expansivt än väntat bör leda till att korta och långa räntor sjunker (både i nivå och relativt räntorna i andra länder) och till att kronans växelkurs försvagas. Under 2015–2016 har detta också hänt vid flera tillfällen när penningpolitiska beslut har annonserats. Exempelvis sjönk de flesta räntor och kronan försvagades i mars och juli 2015 när Riksbanken annonserade att reporäntan skulle sänkas och köpen av statsobligationer utökas. Men vid andra tillfällen har marknadseffekterna varit de omvända, till exempel i april 2015 då räntorna steg och kronan förstärktes efter Riksbankens annonsering om att utöka köpen av statsobligationer. Detta berodde sannolikt på att marknadsaktörerna då hade förväntat sig att reporäntan också skulle sänkas, det vill säga de hade räknat med en ännu mer expansiv politik än den som annonserades.

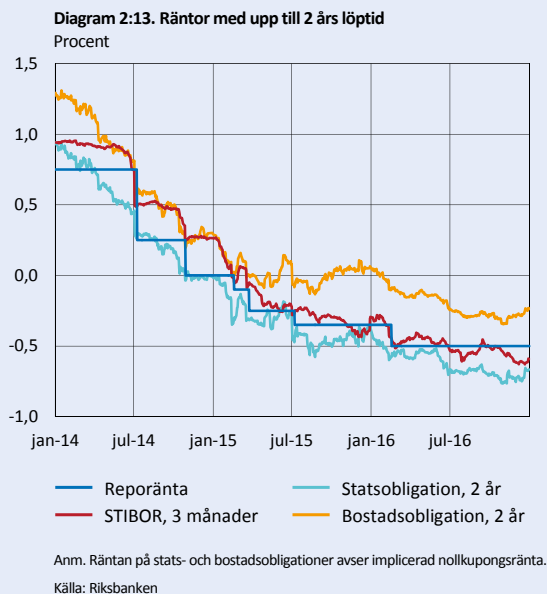
### Marknadsräntorna har fallit

Sänkningarna av reporäntan under noll har fått ett tydligt genomslag på de korta marknadsräntorna, på ungefär samma sätt som när reporäntan är positiv (se diagram 2:13). Interbankräntor och statsobligationsräntor med löptider upp till ungefär fem år är nu negativa. Detta beror på många olika faktorer, men en förklaring är den förda penningpolitiken.

Sedan början av 2015 har de korta marknadsräntorna fallit med totalt 70–80 räntepunkter (hundra delar procentenheter). För interbankräntorna kan 10–15 räntepunkter

<sup>8</sup> I denna fördjupning mäts effekten vid annonseringen som förändringen under hela annonseringsdagen.

kopplas till annonseringen av de penningpolitiska besluten, medan de korta statsobligationsräntorna har fallit med totalt 25–35 räntepunkter i samband med penningpolitiska annonseringar.

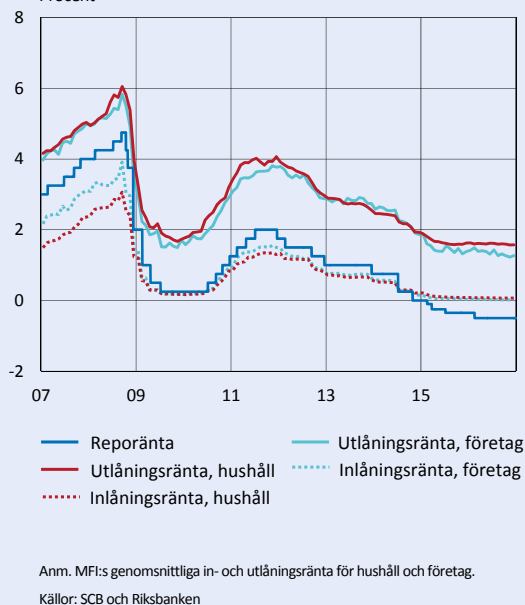


Även de längre statsobligationsräntorna har sjunkit något sedan början av 2015. Exempelvis var räntan på en 10-årig nominell statsobligation 30–40 räntepunkter lägre vid årsskiftet 2016/17 än två år tidigare. Under samma period har räntan på reala statsobligationer, vilka Riksbanken köper sedan april 2016, sjunkit med en procentenhet. Räntemarknaden kan påverkas av faktorer som inte har att göra med de penningpolitiska besluten. Men bilden att penningpolitiken fått effekt står sig om vi enbart ser till de förändringar som skett i samband med de penningpolitiska annonseringarna. Den sammanlagda effekten vid annonseringarna har varit att räntan på 10-åriga nominella obligationer har fallit med 25 räntepunkter. För reala statsobligationer har räntefallet varit ungefär dubbelt så stort, cirka 50 räntepunkter. Men detta mäter enbart effekten i den utsträckning annonseringen varit oväntad. Den totala effekten är sannolikt större än så.

#### Hur har räntor till hushåll och företag påverkats?

Räntorna som hushåll och företag möter har dock påverkats på ett lite annat sätt än tidigare. Normalt brukar inlåningsräntorna falla när reporäntan sänks. Bankerna har dock valt att inte införa negativa inlåningsräntor för de flesta av sina kunder, vilket gör att inlåningsräntorna i genomsnitt ligger kvar nära noll (se diagram 2:14). Att inlåningsräntor i allmänhet inte skulle bli negativa var också väntat.<sup>9</sup>

**Diagram 2:14. Reporänta samt in- och utlåningsränta till hushåll och företag, nya avtal**  
Procent



Utlåningsräntorna till företag har sjunkit mer än reporäntan sedan början av 2015, medan utlåningsräntorna till hushåll sjönk främst under början av 2015 och har därefter varit ungefär oförändrade. Att nedgången har dämpats beror delvis på att bankernas finansieringskostnader inte har sjunkit lika mycket som reporäntan, vilket i sin tur bland annat förklaras av att bankerna inte infört negativa inlåningsräntor för hushållen och de flesta företagen.

#### Kronan blev svagare

En av anledningarna till att Riksbanken har fört en expansiv penningpolitik har varit oron för att kronan ska stärkas kraftigt i samband ECB:s expansiva penningpolitik.

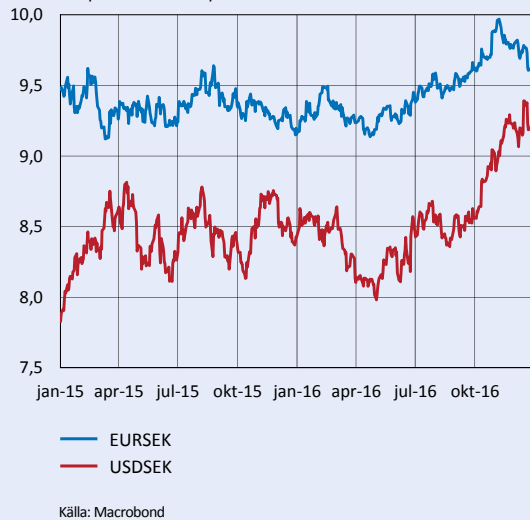
Annonseringen av penningpolitiska beslut har haft olika effekt på kronans växelkurs mot euron och dollarn. Vid annonseringarna har kronan totalt försvagats med nästan 1 procent mot euron, men förstärktes med ungefär lika mycket mot dollarn.<sup>10</sup>

Även för kronan är dock den sammantagna effekten av den expansiva penningpolitiken större än vad som framgår av växelkursförändringarna i samband med annonseringarna. Kronan hade sannolikt varit betydligt starkare idag, och inflationen lägre, om inte Riksbankens så konsekvent hade inriktat penningpolitiken på att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. I slutet av 2016 hade kronan till och med försvagats något mot euron och dollarn jämfört med två år tidigare (se diagram 2:15).

<sup>9</sup> Se J. Alsterlind, H. Armelius, D. Forsman, B. Jönsson och A.-L. Wretman, "Hur långt kan reporäntan sänkas?", Ekonomiska kommentarer nr 11, 2015, Sveriges riksbank. Vissa företag och kommuner betalar en avgift för inlåning, det vill säga i praktiken en negativ ränta. Detta syns dock inte i statistiken.

<sup>10</sup> Att kronan har förstärktes mot dollarn beror i hög grad på rörelser vid annonseringen i april 2015, då kronan förstärktes med knappt 2,5 procent mot dollarn. Detta berodde i sin tur i hög grad på statistik om den amerikanska ekonomin som publicerades samma dag.

**Diagram 2:15. Kronans växelkurs mot euro och dollar**  
SEK per EUR och SEK per USD



### Få negativa sidoeffekter av negativ ränta

Riksbanken har inför och efter varje penningpolitiskt beslut noggrant analyserat effekterna av den ovanliga penningpolitiken. Åtgärderna har genomförts i små steg så att effekterna ska kunna utvärderas löpande.

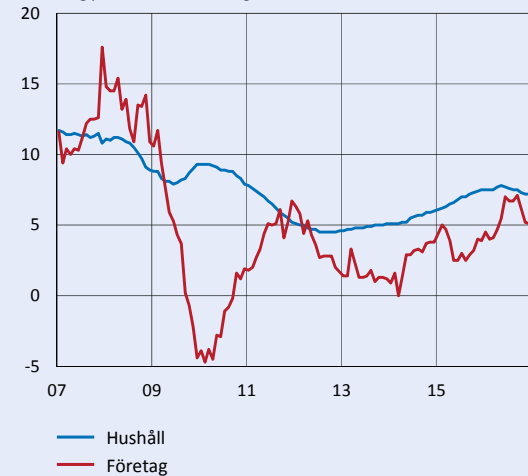
Vad gäller negativa räntor har Riksbanken varit angelägen om att tidigt upptäcka de sidoeffekter som skulle kunna uppstå.<sup>11</sup> Det fanns till exempel en risk för att kontantuttagen skulle öka om hushåll, företag och andra aktörer möter negativa räntor på sin inlåning (eftersom kontanter ger noll ränta). Hushållen och de flesta företagen har dock hittills inte mött negativa inlåningsräntor och de aktörer som gjort det har inte ökat sitt innehav av kontanter på ett sätt som skapat problem. Snarare har efterfrågan på kontanter stadigt minskat under många år, och inget tyder på att den trenden har avmattats.

Ett annat argument mot negativa räntor är att dessa minskar bankernas lönsamhet, vilket skulle kunna leda till högre utlåningsräntor och ett lägre utbud av krediter. Svenska bankers lönsamhet har dock varit hög och stabil under de senaste åren. Den sammantagna effekten på bankernas lönsamhet verkar därför vara liten och kan till och med vara positiv, eftersom bankernas marknadsfinansiering har blivit billigare och utlåningsvolymerna större (se diagram 2:16).<sup>12</sup>

Ytterligare ett argument som ibland förts fram är att den negativa reporäntan kan tolkas som en krissignal som skapar oro och dämpar efterfrågan. Det finns dock inga tecken på att så varit fallet. Den inhemska efterfrågan har snarare varit en viktig drivkraft bakom den förbättrade konjunkturen i Sverige, och stämmningsläget bland både

hushåll och företag är gott enligt olika förtroendemätningar (se diagram 2:17).

**Diagram 2:16. Utlåning till hushåll och företag**  
Årlig procentuell förändring

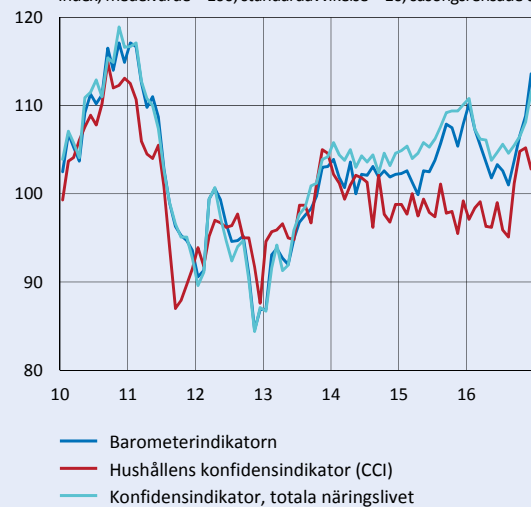


Anm. MFI:s utlåning till hushåll och icke-finansiella företag enligt finansmarknadsstatistiken justerat för omklassificeringar samt köpta och sålda lån från 2006.

Källa: SCB

**Diagram 2:17. Konfidensindikatorer**

Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10, säsongrensade data



Negativa räntor (och låga räntor mer allmänt) kan också leda till ett ökat risktagande i ekonomin. I viss mån kan man nu observera sådana effekter.<sup>13</sup> Många tillgångs- priser, och i synnerhet bostadspriserna, har stigit kraftigt under de senaste åren, och hushållens skuldsättning har stigit i takt med bostadspriserna. Detta är dock en trend som har funnits i många år, och som sannolikt främst beror på av obalanser på bostadsmarknaden, i form av ett lågt och dåligt diversifierat utbud av bostäder.

Generellt sett har de finansiella marknaderna kunnat hantera negativ ränta relativt friktionsfritt. Det har dock funnits några undantag. Exempelvis fick många obliga-

<sup>11</sup> Se J. Alsterlind, H. Armelius, D. Forsman, B. Jönsson och A-L Wretman, "Hur långt kan reporäntan sänkas?", Ekonomiska kommentarer nr 11, 2015, Sveriges riksbank.

<sup>12</sup> Se även fördjupningen "Hur påverkar låga och negativa räntor bankers lönsamhet?" i Penningpolitisk rapport april 2016.

<sup>13</sup> Se Finansiell Stabilitet 2016:2.

tioner med rörlig kupong, så kallade FRN-lån, negativ kupong när referensräntan blev negativ. Det innebär att investeraren ska betala kupongen till utgivaren i stället för tvärtom, en eventualitet som många inte hade räknat med. Numera avtalas ofta att kupongerna på FRN-lånen ska utgöras av en rörlig referensränta, precis som tidigare, men med ett mer betydande påslag så man undviker att kupongen blir negativ.

Vad gäller köpen av statsobligationer innehar Riksbanken nu runt 40 procent av den utestående stocken av nominella statsobligationer i svenska kronor. Det innebär att en relativt stor andel av stocken inte finns tillgänglig för handel på marknaden, vilket skulle kunna påverka marknads sätt att fungera. Flera indikatorer tyder på att Riksbankens obligationsköp har haft begränsad inverkan på marknadslikviditeten, men bilden är inte entydig. Den sammantagna bedömningen är att den svenska statsobligationsmarknaden fortsatt fungerar relativt väl. Riksgälden följer regelbundet hur statsobligationsmarknaden fungerar, och noterade nyligen att Riksbankens köp förvisso bidrar till en lägre aktivitet på marknaden men att även andra faktorer såsom regleringar påverkar likviditeten. Även Riksgäldens sammanfattande bedömning är att statsobligationsmarknaden fungerar tillfredsställande.<sup>14</sup>

Ett argument som också förekommit i debatten är att den negativa räntan och köpen av statsobligationer inte behövs eftersom den svenska ekonomin ändå utvecklats väl. Man glömmer då bort att dagens starka svenska ekonomi är en konsekvens av den penningpolitik som har bedrivits. Med en mindre expansiv politik hade inte bara inflationen blivit lägre, utan även den realekonomiska utvecklingen hade blivit svagare och inte så gynnsam som nu blivit fallet.

### Tydligt genomslag av penningpolitiken

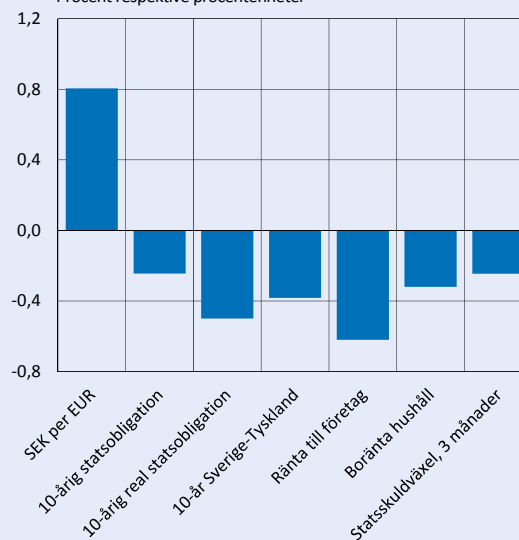
En övergripande analys visar alltså att penningpolitiken under de senaste två åren har haft ett tydligt genomslag på många finansiella variabler. Många räntor (både marknadsräntor och sluträntor till hushåll och företag) är nu lägre och kronan svagare än vad som annars skulle ha varit fallet. Penningpolitiken har således påverkat de samlade finansiella förhållandena i en expansiv riktning. Diagram 2:18 sammanfattar den totala effekten på olika finansiella variabler när penningpolitiska åtgärder har annonserats.

Den expansiva penningpolitiken har sannolikt bidragit till att bostadspriserna och skuldsättningen hos hushållen stigit något mer än vad som annars hade varit fallet. Riskerna är därför något större än vad som följer av att det reala ränteläget i Sverige och omvärlden rent generellt är lågt. Bortsett från detta har Riksbanken inte observerat

några tydliga negativa sidoeffekter av vare sig den negativa reporäntan eller statsobligationsköpen. Men Riksbanken följer utvecklingen kontinuerligt för att bedöma om penningpolitiken har avsedd effekt och för att förvissa sig om att det inte uppstår allvarliga problem på de finansiella marknaderna.

Diagram 2:18. Totala annonseringseffekter på utvalda finansiella variabler 2015–2016

Procent respektive procentenheter



Anm. Staplarna visar den sammanlagda effekten av annonseringarna, mätt som summan av förändringarna i respektive variabel under den dag annonseringen gjordes. För utlåningsräntor till hushåll och företag är effekten beräknad som förändring mellan januari 2015 och december 2016.

Källa: Riksbanken

<sup>14</sup> Se rapporten "Statupplåning: Prognos och analys 2017:1", Riksgälden.

## KAPITEL 3 – Riksbankens prognoser

Riksbanken prognostiserade att inflationen skulle stiga snabbare mot målet och 2016 vara något högre än vad som blev fallet. Att inflationen blev lägre än väntat beror bland annat på att inflationsimpulserna från omvärlden blev oväntat svaga och att det inhemska kostnadstrycket blev lägre. Mer svåråtgångade faktorer, som att företagen trots den goda konjunkturen tycks ha svårt att höja sina priser, kan också ha bidragit. I jämförelse med andra bedömare gjorde Riksbanken träffsäkra prognoser för BNP och sysselsättning men mindre träffsäkra för inflationen. En mer expansiv penningpolitik i ett tidigare skede hade, allt annat lika, kunnat bidra till en högre inflation 2016. Det är dock inte uppenbart att Riksbanken i praktiken hade kunnat bedriva en särskilt mycket mer expansiv politik än vad som varit fallet. Eftersom erfarenheterna av en politik med en styrränta nära noll procent och omfattande obligationsköp var mycket begränsade fanns det anledning att gå försiktigt fram.

### Riksbankens prognoser 2014–2015

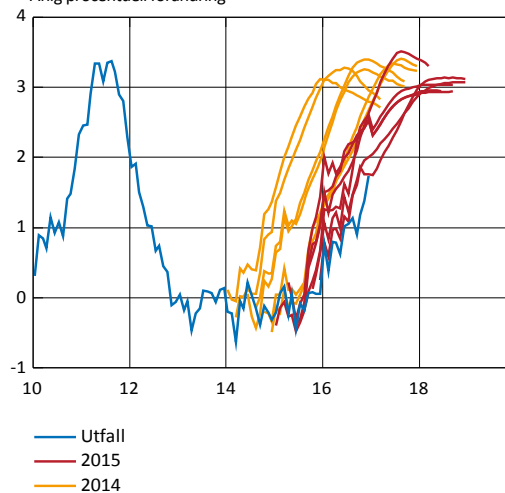
Måluppfyllelsen är en naturlig utgångspunkt för en utvärdering av penningpolitiken. Men en jämförelse av utfallet för inflationen med inflationsmålet visar inte nödvändigtvis hur väl penningpolitiken bedrivits. Inflationen påverkas också av en rad andra faktorer än penningpolitiken, eftersom ekonomin ständigt utsätts för oväntade störningar. Detta gör att även välgrundade och genomarbetade prognoser ofta slår fel, och innebär att avvikelser från inflationsmålet är regel snarare än undantag.

Även om inflationen stigit och är relativt nära målet kan det vara av intresse att försöka bilda sig en uppfattning om varför utvecklingen ändå inte riktigt blivit som väntat. Ett sätt att göra detta är att analysera hur Riksbankens prognoser har reviderats över tiden. När en prognos ändras beror detta vanligtvis på att det inträffat något oväntat, som inte förutsågs när prognosen gjordes.<sup>15</sup>

### Penningpolitik och prognoser i förhållande till utfallet 2016

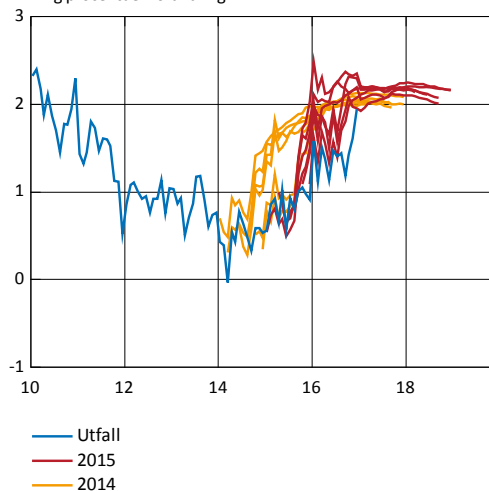
Eftersom penningpolitiken verkar med viss fördröjning var det till stor del genom den politik som bedrevs under 2014 och 2015 som Riksbanken hade en möjlighet att påverka inflationen under 2016. Penningpolitiken 2014 och 2015 baserades på de prognoser Riksbanken då gjorde, och genom att studera hur dessa prognoser förändrades kan man få en uppfattning om vilka faktorer som bidrog till att prognoserna inte infriades. Det finns dock inga skarpa gränser för tidsfördröjningen av penningpolitikens effekter. Inflationen och den ekonomiska utvecklingen 2016 påverkades också i viss mån av den penningpolitik som bedrevs samma år. Penningpolitiken 2016 och de överväganden den baserades på diskuterades i kapitel 2.

Diagram 3:1. KPI, utfall och prognoser  
Årlig procentuell förändring



Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2014–2015.  
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:2. KPIF, utfall och prognoser  
Årlig procentuell förändring



Anm. Se anmärkning till diagram 3:1. KPIF är KPI med fast bostadsränta.  
Källor: SCB och Riksbanken

<sup>15</sup> En mer detaljerad och teknisk genomgång av Riksbankens prognoser och faktorerna bakom den oväntat låga inflationen görs i en separat studie, som kommer att publiceras inom kort.

Diagram 3:1–3:10 visar den faktiska utvecklingen och Riksbankens prognoser under åren 2014 och 2015 för ett antal centrala variabler. Syftet med diagrammen är att på ett övergripande sätt illustrera Riksbankens syn på framtiden under åren 2014–2015 jämfört med vad som senare blev utfallet. Det är därför inte nödvändigt att urskilja enskilda prognoser.

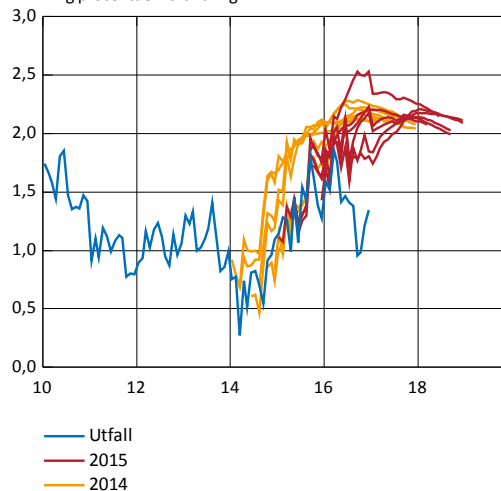
Den bild som diagrammen ger är bland annat att Riksbanken överskattade hur hög inflationen skulle bli 2016 (se diagram 3:1–3:3). Prognoserna gjorda 2015 fångar den faktiska uppgången i inflationen betydligt bättre än prognoserna gjorda 2014, men även dessa prognoser överskattar utfallet en del. Att inflationen bedömdes börja stiga tidigare än vad den gjorde och bli högre än vad den blev innebär att Riksbanken också bedömde att penningpolitiken skulle komma att vara mindre expansiv än vad som blev fallet. Utvecklingen av reporäntan överskattades därmed i prognoserna (se diagram 3:4). Ett annat uttryck för att penningpolitiken blivit mer expansiv än väntat är att Riksbanken fattat beslut om att börja köpa statsobligationer och vid flera tillfällen funnit det nödvändigt att utöka dessa köp (se diagram 2:9).

### Faktorer bakom den oväntat låga inflationen 2016

Att inflationen blev lägre än väntat beror på flera faktorer. Den internationella konjunkturen kom att förbättras i något långsammare takt under 2015 än vad Riksbanken, i likhet med andra bedömare, hade förväntat sig (se diagram 3:5). Den internationella utvecklingen präglades av att oljepriset och andra råvarupriser blev lägre än förväntat. Med facit i hand förefaller det som om de negativa effekterna på i första hand investeringarna i oljeexporterande länder blev starkare än de positiva effekter på till exempel hushållens konsumtion som följer av ökade realinkomster. Jämfört med de prognoser Riksbanken gjorde i början av 2015 blev BNP-tillväxten 2016 tydligt lägre än väntat i länder som USA och Norge medan tillväxten i euroområdet, som är en betydande importör av råvaror, blev ungefär som väntat. Inflationen i omvärlden blev också väsentligt lägre än vad Riksbanken prognostiserat (se diagram 3:6). Till övervägande del hänger detta samman med effekterna på konsumentpriserna från det lägre oljepriset. Men även lägre livsmedelspriser har sannolikt spelat roll. Den låga inflationen i omvärlden har inneburit att inflationsimpulserna utifrån till Sverige har varit oväntat svaga.

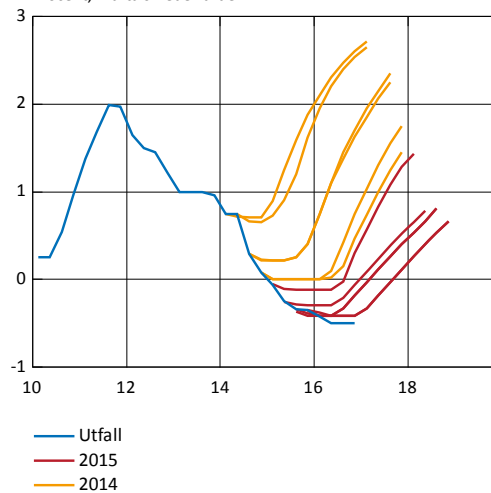
Trots att Riksbanken överskattade BNP-utvecklingen i omvärlden gjordes ingen överskattning av tillväxten i Sverige (se diagram 3:5 och 3:7). Tvärtom blev den i slutet av 2015 och början av 2016 högre än väntat, och sett som genomsnitt för 2016 väl i linje med Riksbankens prognos. Den svagare omvärldsutvecklingen innebar att exporten steg långsammare än väntat men den inhemska efterfrågan växte samtidigt oväntat snabbt, i synnerhet offentlig konsumtion och bostadsinvesteringar. Även arbetslösheten blev ungefär som väntat eller något lägre (se diagram 3:8). Sammantaget blev således kon-

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



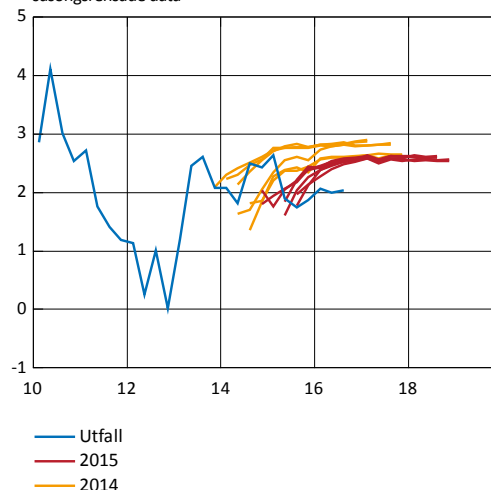
Anm. Se anmärkning till diagram 3:1. KPIF är KPI med fast bostadsränta.  
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:4. Reporänta, utfall och prognoser  
Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Se anmärkning till diagram 3:1.  
Källa: Riksbanken

Diagram 3:5. BNP i omvärlden, utfall och prognoser  
KIX-vägd, kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Anm. Se anmärkning till diagram 3:1. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.  
Källor: Nationella källor och Riksbanken



junkturutvecklingen i Sverige ungefär som Riksbanken prognostiserade.<sup>16</sup> Att inflationen 2016 överskattades beror därmed inte på att den svenska realekonomin utvecklades oväntat svagt.

Även om det allmänna efterfrågeläget var som förväntat förefaller kostnadstrycket i ekonomin ändå ha blivit oväntat lågt. Detta skulle i så fall kunna vara en bidragande förklaring till överskattningen av inflationen. Riksbankens prognoser för arbetskostnaderna per producerad enhet visas i diagram 3:9. Arbetskostnaderna per producerad enhet kan förenklat beskrivas som skillnaden mellan löneökningarna och produktivtetsutvecklingen i ekonomin. De löneökningar som inte motsvaras av produktivitetstillväxt innebär kostnadsökningar för företagen. Det tycks ha funnits en tendens att överskatta kostnaderna 2015 något. Samtidigt som produktionen blev högre blev antalet arbetade timmar ungefär som förväntat, vilket innebär att produktiviteten blev oväntat hög. Detta är en förklaring till att arbetskostnaderna per producerad enhet har utvecklats svagare än väntat.

Växelkursens utveckling är en viktig faktor för inflationsutvecklingen. Att identifiera vad som driver förändringar i kronans växelkurs, och därmed hur inflationen i förlängningen kommer att påverkas, är dock svårt.<sup>17</sup> Kronan blev svagare än väntat under 2014 och första halvåret 2015 (se diagram 3:10). Trots detta har inflationen alltså blivit lägre än förväntat.

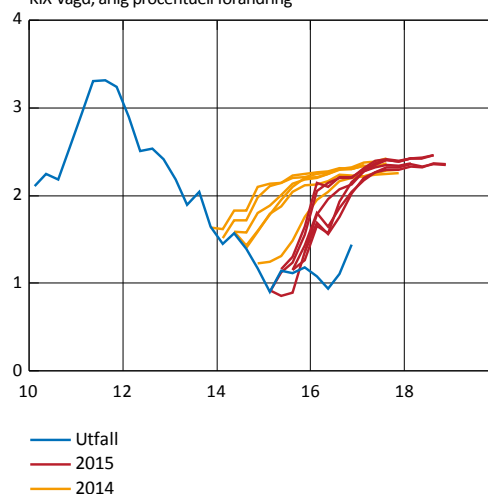
Det är särskilt inflationen mätt med KPIF exklusive energi som blivit svagare än väntat under 2016 (se diagram 3:3). En överraskande svag utveckling av internationella livsmedels- och råvarupriser under 2015 och 2016 har bidragit till att dämpa också svenska priser.

Det finns också mer svåråtgångade faktorer som kan ha bidragit till att inflationen blev lägre än väntat. Trots den goda konjunkturen förefaller företagen ha svårt att föra över sina kostnadsökningar till kunderna. Stark konkurrens och snabb strukturomvandling inom handeln, bland annat på grund av ökad försäljning inom e-handeln, tycks ha fortsatt att pressa priserna.<sup>18</sup>

En annan faktor som kan ha bidragit är nedväxlingen av de långsiktiga inflationsförväntningarna under 2014–2015. Det kan inte uteslutas att detta fått ett större genomslag på den faktiska pris- och lönebildningen än väntat.

Ytterligare ett förhållande som kan ha haft betydelse för överskattningen av inflationen är att genomslaget från den expansiva penningpolitiken till inflationen kan ha blivit svagare än förväntat. I såväl Sverige som andra länder verkar penningpolitiken sedan en tid tillbaka i en mycket ovanlig miljö. Globala räntor är mycket låga, styrräntorna är lägre än någonsin tidigare och i många länder, inklusive Sverige, används kompletterande penningpolitiska verktyg som det finns

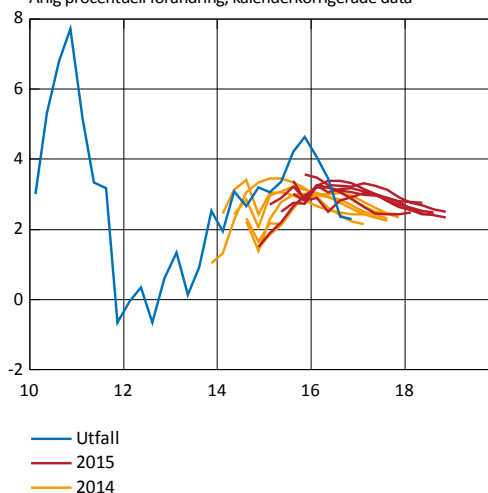
**Diagram 3:6. Inflation i omvärlden, utfall och prognoser**  
KIX-vägd, årlig procentuell förändring



Anm. Se anmärkning till diagram 3:1. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

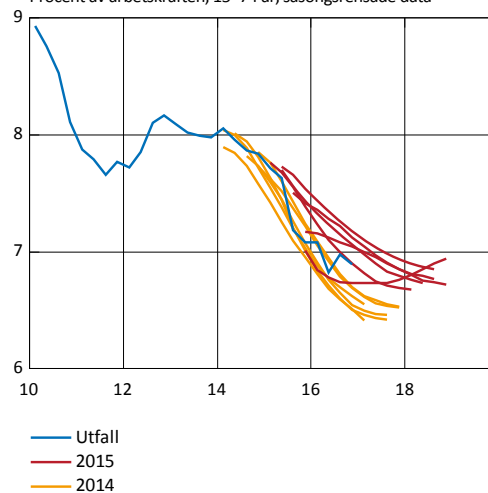
**Diagram 3:7. BNP, utfall och prognoser**  
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



Anm. Se anmärkning till diagram 3:1.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 3:8. Arbetslöshet, utfall och prognoser**  
Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Anm. Se anmärkning till diagram 3:1.

Källor: SCB och Riksbanken

<sup>16</sup> Det bör dock noteras att detta bland annat baserades på en penningpolitik som blev betydligt mer expansiv än den Riksbanken hade räknat med att bedriva.

<sup>17</sup> Se även fördjupning "Växelkursens genomslag på inflationen", Penningpolitisk rapport, december 2016.

<sup>18</sup> Se Riksbankens Företagsundersökning, september 2016.

liten eller ingen tidigare erfarenhet av. Att förutsäga hur effektiv penningpolitiken är i sådana situationer är givetvis svårt.

### Slutsatser om prognoserna och penningpolitiken

#### 2014–2015<sup>19</sup>

Den sammantagna bilden är således att Riksbankens prognoser för 2016 som gjordes 2014–2015 relativt väl lyckades fånga den realekonomiska utvecklingen, även om konjunkturen i omvärlden blev något svagare än väntat. Däremot över-skattades inflationen i såväl Sverige som omvärlden.

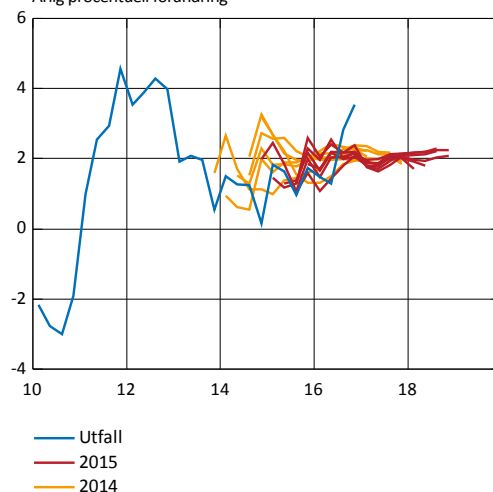
Riksbankens mål är att stabilisera inflationen runt 2 procent. Därför bygger Riksbankens prognoser i normala fall på en penningpolitik som för inflationen mot målet på ett par års sikt. Riksbankens prognos för reporäntan är således inte enbart en prognos, utan lika mycket en bedömning av vilken penningpolitik som krävs för att uppnå inflationsmålet. I efterhand skulle man möjligen kunna argumentera för att en ännu mer expansiv penningpolitik i ett tidigare skede skulle ha kunnat bidra till en snabbare uppgång i inflationen och till att inflationen därför, allt annat lika, hade legat närmare målet under 2016.

Vid en sådan utvärdering i efterhand finns det dock skäl att tänka på att politiken ändå varit mycket expansiv, med sänkningar av reporäntan under noll procent och omfattande obligationsköp. Det har funnits anledning att gå försiktigt fram eftersom detta varit en tidigare okänd situation för penningpolitiken. Därmed är det inte uppenbart att Riksbanken i praktiken hade kunnat bedriva en särskilt mycket mer expansiv politik än vad som varit fallet. Det är i detta sammanhang också värt att notera att den allmänna ekonomisk-politiska debatten de senaste åren inte heller har handlat om att den politik Riksbanken har bedrivit har varit alltför åtstramande, utan om huruvida den varit alltför expansiv.

Det finns givetvis också skäl att beakta att inflationen stigit trendmässigt mot målet, även om det skett något långsammare än förväntat, och att också inflationsförväntningarna har stigit och på lång sikt åter ligger väl i linje med målet. En viktig förutsättning för denna utveckling är att Riksbanken har lyckats hantera riskerna för en alltför snabb förstärkning av kronan. Som konstaterats ovan har den penningpolitik som bedrivits i den meningen fått önskad och avsedd effekt.

Det kan ändå finnas anledning att fundera över vilka slutsatser och lärdomar som skulle kunna dras. En slutsats är att det även fortsättningsvis är värt att reflektera över relationen mellan resursutnyttjandet och inflationen. Historiska samband talar visserligen för att den stigande trenden i inflationen kommer att fortsätta framöver.<sup>20</sup> Men det är osäkert hur snabbt en förändring i resursutnyttjandet får genomslag

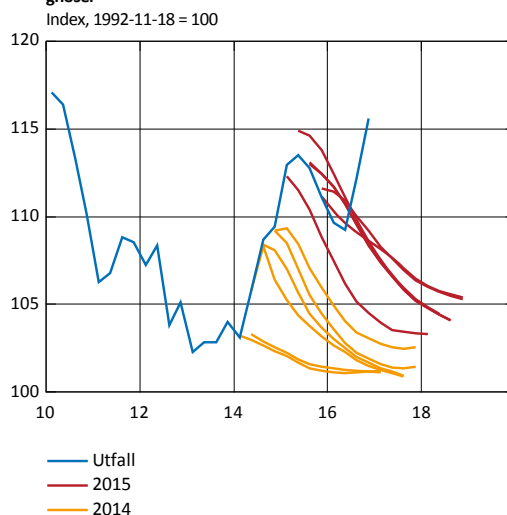
Diagram 3:9. Arbetskostnad per producerad enhet, utfall och prognoser  
Årlig procentuell förändring



Anm. Se anmärkning till diagram 3:1.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:10. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX, utfall och prognoser



Anm. Se anmärkning till diagram 3:1. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

<sup>19</sup> Se fördjupningen "Effekterna av Riksbankens penningpolitik 2015-16" i denna rapport för en utvärdering av hur penningpolitiken påverkat olika finansiella variabler samt en diskussion av eventuella negativa sidoeffekter.

<sup>20</sup> Se fördjupningen "Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation" i Penningpolitisk rapport, oktober 2016.

på inflationen och hur stor effekten i slutändan blir. Som konstaterats ovan skulle Riksbankens underskattning av inflationen åtminstone delvis kunna bero på att genomslaget från resursutnyttjandet till inflationen varit svagare eller tagit längre tid än Riksbanken räknat med. En annan viktig fråga gäller sambandet mellan långsiktiga inflationsförväntningar och faktisk inflation. Här skulle genomslaget i stället kunna vara större än vad det tidigare funnits anledning att anta, på så sätt att när förtroendet för inflationsmålet börjar försvagas så slår detta ganska snabbt igenom på pris- och lönebildningen i ekonomin.

### Riksbankens prognoser för 2016 jämfört med andra bedömares

Förutom att se hur Riksbanken reviderat sina prognoser kan det även finnas anledning att jämföra Riksbankens och andra bedömares prognoser. En sådan jämförelse kan ge information om huruvida Riksbanken i något avseende gjort väsentligt annorlunda analyser än andra prognosmakare, eller resonerat på mer eller mindre samma sätt.

Diagram 3:11–3:17 visar utvecklingen av Riksbankens och andra bedömares prognoser för 2016 för ett antal centrala variabler, från början av 2015 fram till dess att det faktiska utfallet blev känt.

Det typiska mönstret är att de prognoser som gjordes tidigt, i början av 2015, låg längre från utfallet än prognoserna som gjordes sent, i slutet av 2016. Det är naturligt eftersom det mot slutet av 2016 fanns betydligt mer information som prognoserna kunde baseras på. Ett exempel är BNP-tillväxten för USA (se diagram 3:16). Det finns dock också exempel där prognoserna redan från början låg relativt nära det slutliga utfallet. Ett sådant exempel är BNP-tillväxten i Sverige (se diagram 3:13).

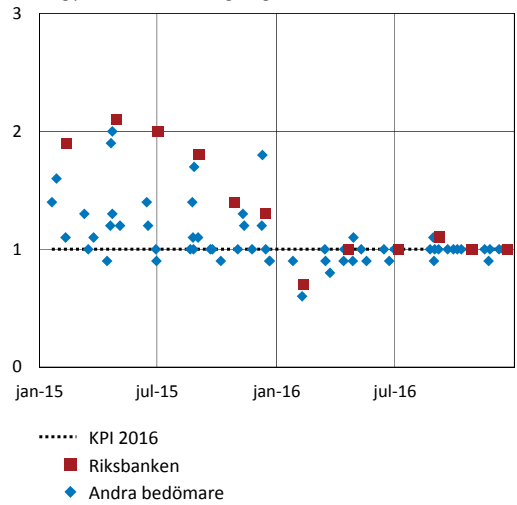
Av diagrammen framgår också att de flesta bedömares prognoser ofta låg relativt nära varandra och reviderades på ett liknande sätt. Det är en god illustration av att det ständigt sker förändringar i ekonomin som är svåra att förutse och som gör att prognoser successivt måste revideras. Det finns dock även exempel där spridningen i prognoserna är större.

### Riksbanken gjorde bättre prognoser för realekonomin än för inflationen

En observation är att Riksbanken i de prognoser som gjordes under 2015 överskattade inflationen 2016 mer än de flesta andra bedömare, mätt med både KPI och KPIF (se diagram 3:11 och 3:12), samtidigt som Riksbankens realekonomiska prognoser var mer träffsäkra (se diagram 3:13 och 3:15). Från och med början av 2016 var spridningen mellan bedömarna liten och prognoserna överlag nära utfallet.

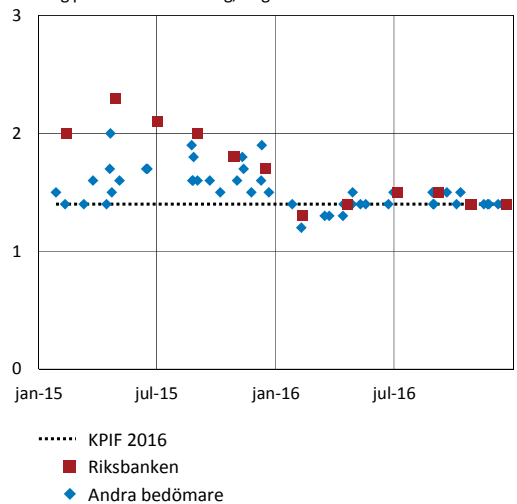
En förklaring till Riksbankens högre inflationsprognoser kan vara att Riksbanken hade en mer positiv bild av konjunkturen än de flesta andra bedömare. Detta framgår av diagram

Diagram 3:11. Prognoser 2015 och 2016 för KPI-inflationen 2016  
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt



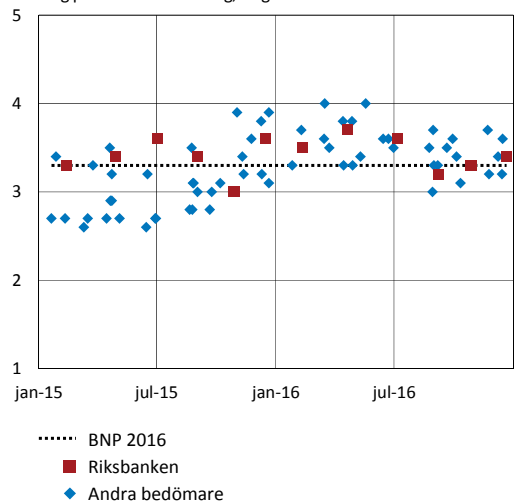
Anm. Andra bedömare är Finansdepartementet, HUI Research AB, Konjunkturinstitutet, LO, Nordea, SEB, Svenska Handelsbanken, Svenskt Näringsliv och Swedbank.  
Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

Diagram 3:12. Prognoser 2015 och 2016 för KPIF-inflationen 2016  
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt



Anm. Andra bedömare avser de som anges i diagram 3:11 förutom HUI Research AB. KPIF är KPI med fast bostadsränta.  
Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

Diagram 3:13. Prognoser 2015 och 2016 för BNP-tillväxten 2016  
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt



Anm. Andra bedömare avser de som anges i diagram 3:11.  
Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

3:13, där Riksbankens prognoser för BNP-tillväxten 2016 ligger högre, och närmare det slutliga utfallet, än de flesta andras under 2015. Även för arbetslösheten tillhörde Riksbankens prognoser de mest positiva (se diagram 3:15). Från Riksbankens perspektiv blev således inflationen oväntat låg givet den positiva realekonomiska utvecklingen, medan andra bedömare, med lägre inflationsprognoser, tenderade att överraskas av att tillväxten blev så hög som den blev.

Även i ett lite längre perspektiv har Riksbanken gjort förhållandevis träffsäkra prognoser för realekonomiska variabler, men mindre träffsäkra prognoser för inflationen, i synnerhet KPI-inflationen. Detta framgår av den utvärdering av prognosförmågan hos olika bedömare sedan 2007 som Riksbanken regelbundet gör.<sup>21</sup>

### Naturligt att Riksbanken prognostiserar en inflation på 2 procent på ett par års sikt

Att Riksbanken tenderat att göra relativt sett mindre träffsäkra inflationsprognoser även i ett längre perspektiv pekar på ett annat förhållande som kan ha spelat roll för Riksbankens överskattning av inflationen.

Riksbanken har till uppgift att verka för prisstabilitet och har fått verktyg för att se till att uppfylla inflationsmålet. En inflationsprognos som inte går mot 2 procent på några års sikt skulle kunna tolkas som att penningpolitiken inte är väl avvägd och i förlängningen att Riksbanken avviker från det mandat om prisstabilitet som den fått av riksdagen.<sup>22</sup> Riksbanken behöver ha en uppfattning om vilken penningpolitik som krävs för att föra inflationen mot målet i lämplig takt. Som konstaterats ovan är Riksbankens prognos för reporäntan därmed inte enbart en prognos, utan lika mycket en bedömning av vilken penningpolitik som krävs för att uppnå inflationsmålet. Det är inte alltid lätt att göra sådana bedömningar och mycket talar för att det varit särskilt svårt under perioden sedan den finansiella krisen.

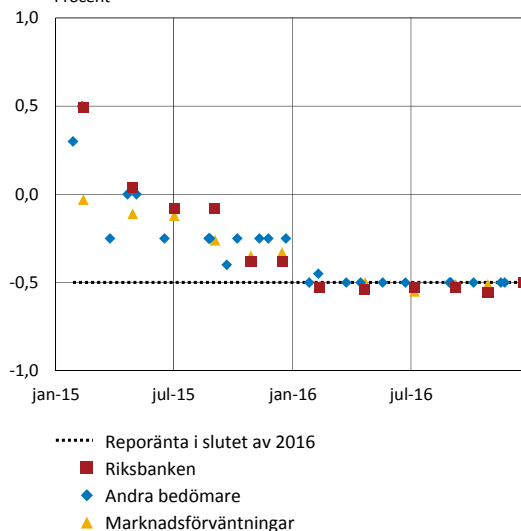
Andra prognosmakare är sannolikt mer fria att göra inflationsprognoser som avviker från 2 procent på några års sikt. Detta framgår av exempelvis diagram 3:18 som visar Riksbankens och några andra bedömares inflationsprognoser i början av 2014. En inflationsprognos lägre än 2 procent på ett par års sikt innebär visserligen i strikt mening att penningpolitiken inte är välavvägd, eftersom inflationen inte väntas nå målet. Men detta utesluter inte att en sådan prognos kan komma att visa sig vara mer träffsäker, vilket också visade sig vara fallet.

En erfarenhet är därför att det under vissa omständigheter är svårt att bedriva en penningpolitik som för inflationen tillbaka till målet inom den normala prognosperioden. Så har varit fallet under perioden efter finanskrisen, då en inflation betydligt under målet och ett lågt globalt ränteläge har

<sup>21</sup> Se exempelvis kapitel 4 "Prognosförmåga" i Redogörelse för penningpolitiken 2015. Från och med i år kommer motsvarande analys att publiceras i en särskild studie.

<sup>22</sup> Se C. Nyman och U. Söderström, "Prognoser och penningpolitik", Ekonomiska kommentarer nr. 6, 2016, Sveriges riksbank.

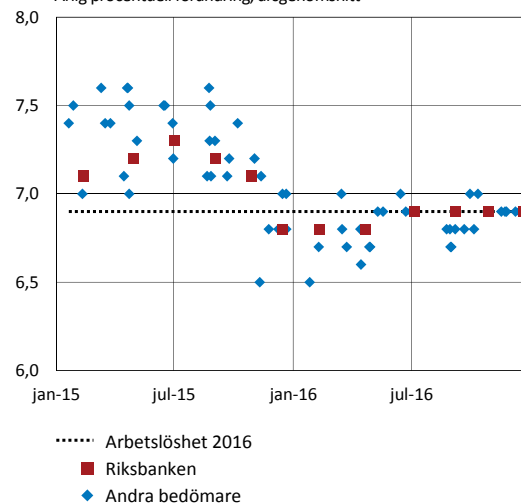
Diagram 3:14. Prognoser 2015 och 2016 för reporäntan i slutet av 2016



Anm. Andra bedömare är Finansdepartementet, Konjunkturinstitutet, SEB och Svedbank. Marknadsförväntningarna är beräknade enligt marknadens prissättning av terminräntor. Terminräntorna är beräknade från derivatkontrakt (RIBA och FRA) med justering för kreditriskpremier.

Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

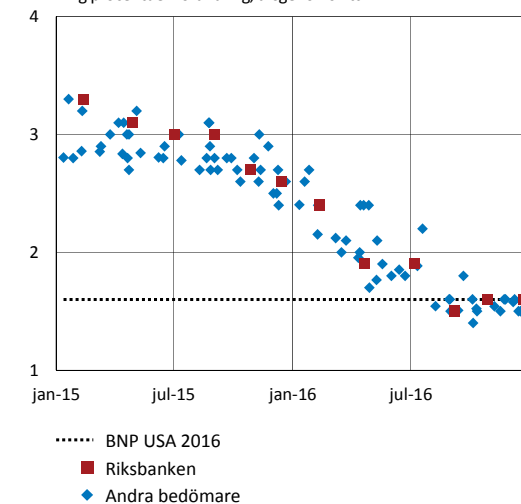
Diagram 3:15. Prognoser 2015 och 2016 för arbetslösheten 2016



Anm. Andra bedömare avser de som anges i diagram 3:11.

Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

Diagram 3:16. Prognoser 2015 och 2016 för BNP-tillväxten i USA 2016

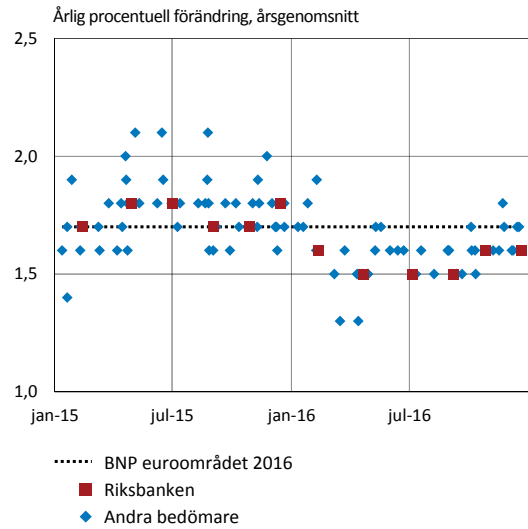


Anm. Andra bedömare är Consensus Economics, Finansdepartementet, IMF, Konjunkturinstitutet, LO, Nordea, OECD, SEB, Svenska Handelsbanken, Svenskt Näringsliv och Svedbank.

Källor: Bureau of Economic Analysis, respektive bedömare och Riksbanken

tvingat centralbankerna att i det närmaste uttömma sina penningpolitiska arsenaler. Om det ännu en tid skulle visa sig svårt att nå inflationsmålet är det viktigt att detta inte tolkas som att Riksbanken har övergett målet. Det är dock sannolikt att perioden sedan den globala finanskrisen har varit mycket speciell. Efter hand som det ekonomiska läget normaliseras kommer Riksbanken förmodligen att återigen kunna bedriva en politik där inflationen inte avviker från målet under långa perioder.

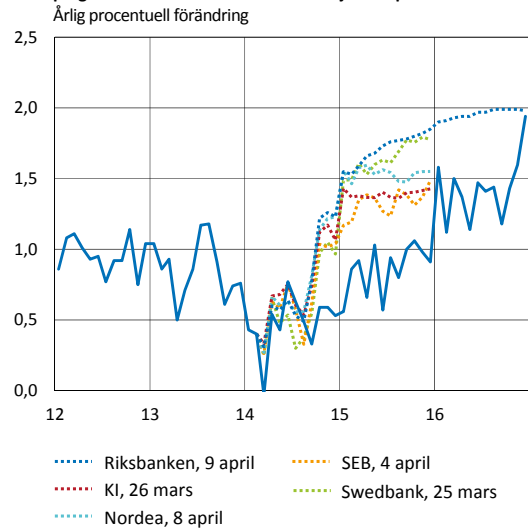
**Diagram 3:17. Prognoser 2015 och 2016 för BNP-tillväxten i euroområdet 2016**



Anm. Andra bedömare avser de som anges i diagram 3:16.

Källor: Eurostat, respektive bedömare och Riksbanken

**Diagram 3:18. Prognoser för KPIF-inflationen gjorda av olika prognosmakare i slutet av mars och början av april 2014**



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: Konjunkturinstitutet, Nordea, SEB, Swedbank och Riksbanken

## FÖRDJUPNING – Riksbankens utvecklingsarbete och analys av det penningpolitiska ramverket

Finansutskottets externa utvärdering av penningpolitiken 2010–2015 utmynnade i ett antal slutsatser och rekommendationer som rör till exempel utformningen av inflationsmålet och de penningpolitiska protokollen. Andra aspekter som ansågs behöva ytterligare analys var Riksbankens erfarenheter av att publicera reporänteprognos, prognosmetoderna för omvärldens utveckling och sättet att använda modellprognoser i det penningpolitiska underlaget. Vid sidan av utvärderingens slutsatser har andra aspekter på inflationsmålspolitiken också diskuterats i Sverige på senare tid, bland annat vilket inflationsmått målet ska gälla och ett eventuellt återinförande av ett intervall kring målet. Den här fördjupningen redogör för den analys som Riksbanken har gjort under 2016 och inledningen av 2017 inom dessa områden.

### Målvariabel och intervall i fokus under 2016

Den första rekommendationen i finansutskottets externa utvärdering som genomfördes av Marvin Goodfriend och Mervyn King gällde själva målet för penningpolitiken.<sup>23</sup> Utvärderarna föreslog att riksdagen, på finansministerns rekommendation, ska fastställa målet för penningpolitiken samt att detta mål ska ses över vart tionde år. Målet föreslogs också vara 2 procent mätt i termer av KPIF, inte KPI som idag.

I sitt yttrande till utvärderingen tog direktionen inte ställning till huruvida riksdagen ska fastställa målet, men konstaterade att det kan finnas fördelar med att byta målvariabel. En genomgång av tänkbara målvariabler publicerades i samband med remissyttrandet.<sup>24</sup>

Det är känt sedan länge att inflationen mätt med KPI är problematisk som målvariabel för penningpolitiken eftersom ändringar av styrräntan på kort sikt får stora direkta effekter som dessutom påverkar KPI åt fel håll – sänkningar av reporäntan för att få *upp* inflationen gör att bostadsräntorna, och därmed boendekostnaderna i KPI, pressas *ned* på kort sikt. Av detta skäl har Riksbanken regelmässigt låtit utvecklingen i andra prisindex än KPI påverka räntebesluten, under senare tid huvudsakligen KPIF (KPI med fast bostadsränta). Utgångspunkten har då varit att KPIF-inflationen fungerar som en intermediär målvariabel och att inflationen enligt KPIF och KPI sammanfaller på sikt.

Problem kan dock uppstå när avvikelserna mellan KPI och KPIF är stora och långvariga, som har varit fallet på senare år. I en sådan situation kan aktörerna i ekonomin börja ifrågasätta om Riksbanken verkligen stabiliserar KPI-inflationen kring målet genom att stabilisera KPIF-infla-

tion kring 2 procent. Detta kan leda till att trovärdigheten för inflationsmålet minskar.

Under det gångna året har det pågått diskussioner och analysarbete på Riksbanken kring frågan om målvariabeln. I samband med detta har även frågan om ett eventuellt återinförande av ett intervall kring målet diskuterats och analyserats, delvis som ett resultat av att frågan blivit aktuell i den allmänna penningpolitiska debatten. Som ett led i det analysarbetet publicerade Riksbanken en studie som diskuterade för- och nackdelar med olika tänkbara målvariabler liksom med ett intervall kring målet.<sup>25</sup>

I studien konstaterades att det kan finnas fördelar med att byta målvariabel men att inflationsmålet fortsatt borde vara formulerat i termer av ett relevant, brett och välkänt index. Anledningen är att detta underlättar kommunikationen kring penningpolitiken och förankringen av inflationsmålet. De breda måtten KPIF och det EU-harmoniserade indexet för konsumentpriser (HIKP) ansågs vara de mest naturliga alternativen till KPI som målvariabel, om ett byte skulle ske.

I studien diskuterades också två olika typer av intervall kring inflationsmålet. Ett *toleransintervall* kan vara ett sätt att illustrera osäkerhet och att Riksbanken inte kan finjustera inflationen kring ett specifikt värde. Ett *målintervall* innebär i stället att själva inflationsmålet definieras som ett intervall, och inte bara ett specifikt värde. En slutsats i riksbanksstudien var att ett målintervall skulle kunna försvåra förankringen av inflationsförväntningarna, eftersom alla utfall inom intervallet innebär att inflationsmålet är uppnått. Det nominella ankaret i ekonomin riskerar därmed att bli mer otydligt. Detta kan försvåra för exempelvis lönebildningen. Ett toleransintervall för att beskriva

<sup>23</sup> Se M. Goodfriend och M. King, "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015", Rapport från riksdagen 2015/16: RFR 16, Sveriges Riksdag.

<sup>24</sup> Se M. Apel, H. Armelius och C.A. Claussen, "Prisindex för inflationsmålet", Ekonomiska kommentarer nr 2, 2016, Sveriges riksbank.

<sup>25</sup> Se "Riksbankens inflationsmål – målvariabel och intervall", Riksbanksstudier, september 2016. En fördjupad analys om just intervall finns i M. Apel och C.A. Claussen, "Inflationsmål och intervall – en problemöversikt", *Penning- och valutapolitik* 2017:1, Sveriges riksbank.

osäkerheten skulle dock kunna underlätta kommunikationen kring penningpolitiken utan några egentliga konsekvenser för räntebesluten.

För att få en bred och öppen diskussion om dessa frågor inbjöd Riksbanken till rundabordssamtal med aktörer på finansmarknaden, myndigheter och arbetsmarknadens parter under hösten 2016 med riksbanksstudien som underlag. Synpunkter från akademiker inhämtades också. Beredningen fortsätter på Riksbanken och direktionen återkommer om dessa frågor under året.

### Riksbankens erfarenheter av ränteprogner

Goodfriend och King rekommenderade också att Riksbanken utvärderar erfarenheterna av att publicera ränteprogner och analyserar skillnaderna mellan dessa prognoser och marknadens förväntningar.

Skälen till att Riksbanken började publicera egna ränteprogner 2007 var flera.<sup>26</sup> Ett skäl var att underlätta kommunikationen kring penningpolitiken. Eftersom penningpolitiken påverkar ekonomin med fördröjning måste den baseras på prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Dessa prognoser måste i sin tur utgå från något antagande om reporäntans utveckling. De tidigare antaganden som Riksbanken använt sig av visade sig vara förknippade med stora problem – att reporäntan skulle vara konstant 2–3 år framåt var orealistiskt, medan en ränteutveckling enligt marknadens prissättning inte nödvändigtvis avspeglade den mest lämpliga penningpolitiken.<sup>27</sup> Båda dessa antaganden gjorde det svårt att göra prognoser som hängde samman i alla sina delar. Antagandet försvårade också utvärderingar av Riksbankens prognoser och jämförelser med andra bedömares prognoser. Ett annat skäl att publicera egna ränteprogner var att penningpolitiken i större utsträckning skulle kunna påverka marknadens förväntningar om den framtida reporäntan och därigenom räntor med längre löptider.

Riksbanken instämde i Goodfriends och Kings rekommendation att det kan vara lämpligt med en utvärdering av erfarenheterna av ränteprogner under de 10 år de publicerats. Arbetet med att analysera olika aspekter av ränteprogner har pågått under hösten och vintern och Riksbanken planerar att publicera slutsatser från dessa analyser under 2017.<sup>28</sup>

### Prognosmetoder

Ytterligare en rekommendation i den externa utvärderingen var att Riksbanken skulle ompröva sina metoder för att ta fram prognoser för både världsekonomin och räntorna i omvärlden. I remissvaret till utvärderingen framhöll direktionen att omprövningar redan sker löpande som en del i prognosarbetet.<sup>29</sup> I slutet av 2015 genomförde medarbetare på Riksbanken en utvärdering av Riksbankens omvärldsprognoser under perioden 2007–2015. Utvärderingen visar att Riksbanken i likhet med andra bedömare tenderade att överskatta BNP-tillväxten och styrräntan i omvärlden under denna period. En jämförelse med andra bedömare visar att Riksbankens prognosprecision när det gäller omvärldsutvecklingen ligger nära genomsnittet. Vidare har Riksbankens prognoser för omvärldsutvecklingen gradvis förbättrats sedan den globala finansiella krisen.

Goodfriend och King menade också att Riksbanken är alltför modellberoende. De ansåg att direktionen under utvärderingsperioden hade visat en mycket stark tilltro till prognoser som tagits fram med hjälp av modeller och på vilka de penningpolitiska besluten baserades. Viktiga antaganden bakom modellprognoserna ifrågasattes sällan, ansåg utvärderarna.

Precis som andra prognosmakare använder Riksbanken emellertid både modeller och olika bedömningar när prognoser görs. Exempel på bedömningar som kan påverka den slutliga prognosen är en förändring i synen på hur ekonomin förväntas utvecklas på lång sikt eller på sambanden i ekonomin.<sup>30</sup>

För att undersöka hur stort inflytande modellerna respektive bedömningarna de facto har på de publicerade prognoserna analyserades denna fråga av medarbetare på Riksbanken för prognoserna under perioden 2006–2016.<sup>31</sup> Slutsatsen av analysen är att Riksbankens publicerade prognoser på medellång sikt mestadels har baserats på bedömningar snarare än på modellprognoser – det direkta bidraget från modellerna har i själva verket varit tämligen litet.<sup>32</sup>

Resultaten visar alltså att de ekonomiska modellerna inte har påverkat prognoserna på ett mekaniskt sätt och det är inte heller så prognosarbetet är tänkt att fungera. Modellerna hjälper till att strukturera arbetet genom att fungera som tankeramar och som stöd.<sup>33</sup> Men olika typer

<sup>26</sup> S. Ingves, "Kommunikation – vilka krav ställs på en självständig centralbank?", tal vid Nationalekonomiska föreningen 24 april 2007, Stockholm.

<sup>27</sup> Riksbanken använde konstant reporänta fram till 2005 och terminräntor mellan 2005 och 2007. Se "Riksbanken publicerar egen prognos för reporäntan", fördjupning i Penningpolitisk rapport 2007:1.

<sup>28</sup> Under våren kommer Riksbanken dessutom att vara värd för en konferens om så kallad forward guidance i penningpolitiken, där ett av syftena är att inhämta andra centralbankers erfarenheter av olika sätt att kommunicera kring och vägleda allmänheten om den framtida penningpolitiken.

<sup>29</sup> I vilken utsträckning Riksbanken tar hänsyn till utvecklingen i omvärlden i sina revideringar av inflationsprognoserna analyserades i förra årets Redogörelse för penningpolitiken, se "Tar Riksbanken tillräcklig hänsyn till Sveriges omvärldsberoende i prognoserna?", Redogörelse för penningpolitiken 2016.

<sup>30</sup> Se C. Nyman och U. Söderström, "Prognoser och penningpolitik", Ekonomiska kommentarer nr 6, 2016, Sveriges riksbank.

<sup>31</sup> Se J. Lindé och A. Reslow, "En myt att Riksbankens prognoser styrs av modeller", Ekonomisk Debatt, 8/2016. En mer detaljerad version av uppsatsen, med samma namn, är också publicerad i Penning- och Valutapolitik 2017:1, Sveriges riksbank.

<sup>32</sup> Ett skäl till att Riksbankens publicerade prognoser skiljer sig från modellernas prognoser är att Riksbanken försöker uppnå ett inflationsmål och därför utformar penningpolitiken så att prognosen för inflationen hamnar nära eller på 2 procent ett par år framöver. Modellerna kan däremot ofta ha en inflationsprognos som inte återgår till målet inom prognoshorisonten. Se referensen i fotnot 30.

<sup>33</sup> Modellerna fyller också en viktig funktion som redskap för att analysera konsekvenserna för penningpolitiken under olika alternativa scenarier.

av bedömningar kommer alltid att vara en viktig del i arbetet med att ta fram prognoserna för den ekonomiska utvecklingen.

#### **Komplettering av det penningpolitiska protokollet**

Ytterligare en rekommendation i Goodfriend och Kings utvärdering var att komplettera de penningpolitiska protokollen med protokoll från tidigare möten där direktionen diskuterar prognoserna. Direktionen instämde inte i den rekommendationen eftersom besluten om räntebanan och andra penningpolitiska åtgärder inte fattas på dessa beredningsmöten. Alla prognoser inklusive räntebanan kan ändras under hela processen och även på det penningpolitiska mötet. Att protokollföra berednings- och prognosmöten fram till tidpunkten för det penningpolitiska mötet skulle vara mycket svårt och göra prognosprocessen onödigt formaliserad. I syfte att ändå uppfylla andemeningen i rekommendationen beslöt direktionen att innehållet i det penningpolitiska protokollet ska kompletteras med information om de diskussioner som direktionen fört under prognosprocessen. Protokollet kompletterades med denna information från och med det penningpolitiska mötet i juli 2016.







**SVERIGES RIKSBANK**  
103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)  
Tel 08 - 787 00 00  
Fax 08 - 21 05 31  
registratorn@riksbank.se  
www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK.  
ISBN 978-91-89612-99-0 (tryck)  
ISBN 978-91-87551-00-0 (online)