



## Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2010–2012

---

### Sammanfattning

Utskottet redovisar sin återkommande utvärdering av penningpolitiken och föreslår att riksdagen godkänner vad utskottet anfört om penningpolitiken för perioden 2010–2012.

Utskottets utvärdering bygger bl.a. på Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2012, som är den första av de två skriftliga rapporter som Riksbanken enligt riksbankslagen ska lämna till finansutskottet varje år. Utskottet står fast vid sin tidigare bedömning att Riksbankens redogörelser bör innehålla fler slutsatser om huruvida penningpolitiken under perioden varit väl avvägd eller inte. Utskottet välkomnar däremot redogörelsens redovisningar av inflationstakten i ett långsiktigt perspektiv och bankens utvecklingsarbete under 2012 och 2013.

Utskottet konstaterar att inflationen mätt enligt KPI och KPIF i genomsnitt har legat under inflationsmålet på 2 procent både under hela utvärderingsperioden 2010–2012 och under 2012. Samtidigt har resursutnyttjandet i ekonomin legat under den normala nivån. Med facit i hand tyder detta på att Riksbanken hade kunnat bedriva en något mer expansiv penningpolitik och kanske avstå från en del av räntehöjningarna under 2010 och 2011 för att inflationen skulle komma närmare målet och resursutnyttjandet skulle bli högre under 2012.

Men det är ingen självklar slutsats givet den information som fanns vid de olika beslutstillfällena. Utvärderingen visar att varken Riksbanken eller andra ekonomiska bedömare tidigt förutsåg den snabba avmattningen i den internationella och svenska konjunkturen som kom under senare delen av 2011. När besluten om att höja räntan togs under 2010 och 2011 var Riksbankens prognoser (och även andras) över inflationens och tillväxtens utveckling betydligt mer positiva än vad som senare blev utfallet.

# Innehållsförteckning

Sammanfattning .....	1
Utskottets förslag till riksdagsbeslut .....	3
Redogörelse för ärendet .....	4
Ärendet och dess beredning .....	4
Förutsättningarna för penningpolitiken .....	5
Utskottets överväganden .....	8
Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2010–2012 .....	8
Sammanfattning av Riksbankens redogörelse för penningpolitiken 2012 .....	9
De penningpolitiska besluten och reservationerna .....	15
Externa bedömningar av penningpolitiken .....	25
Finansutskottets ställningstagande .....	27
Reservationer .....	31
Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2010–2012 – motiveringen (V) .....	31

## Tabeller

Tabell 1 Exempel på inflationsmått som Riksbanken använder .....	7
Tabell 2 Inflationen i Sverige under utvärderingsperioden .....	18
Tabell 3 Produktion och sysselsättning under utvärderingsperioden .....	19
Tabell 4 Genomsnittsinflation under olika perioder .....	23

## Diagram

Diagram 1 BNP-tillväxten i Sverige under utvärderingsperioden .....	9
Diagram 2 Arbetslösheten i Sverige under utvärderingsperioden .....	10
Diagram 3 Inflationen i Sverige under utvärderingsperioden .....	11
Diagram 4 Styrräntornas utveckling under utvärderingsperioden .....	12
Diagram 5 Den svenska kronans utveckling under utvärderingsperioden .....	13
Diagram 6 Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosmakares BNP-prognoser för 2012 .....	20
Diagram 7 Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosmakares KPI-prognoser för 2012 .....	21
Diagram 8 Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosmakares arbetslöshetsprognoser för 2012 .....	21

# Utskottets förslag till riksdagsbeslut

## **Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2010–2012**

Riksdagen godkänner vad utskottet anfört om penningpolitiken för perioden 2010–2012.

*Reservation (V) – motiveringen*

Stockholm den 16 maj 2013

På finansutskottets vägnar

*Anna Kinberg Batra*

Följande ledamöter har deltagit i beslutet: Anna Kinberg Batra (M), Fredrik Olovsson (S), Jonas Jacobsson Gjörtler (M), Pia Nilsson (S), Jörgen Hellman (S), Peder Wachtmeister (M), Bo Bernhardsson (S), Carl B Hamilton (FP), Per Åsling (C), Sven-Erik Bucht (S), Staffan Anger (M), Per Bolund (MP), Anders Sellström (KD), Sven-Olof Sällström (SD), Ulla Andersson (V), Jörgen Andersson (M) och Ardalan Shekarabi (S).

# Redogörelse för ärendet

## Ärendet och dess beredning

Sedan den nya riksbankslagen trädde i kraft den 1 januari 1999 och Riksbanken fick en självständig ställning gentemot riksdagen och regeringen har finansutskottet varje år gjort en utvärdering av den förda penningpolitiken. Sedan 2007 redovisas utvärderingarna i ett separat betänkande.

I detta betänkande presenteras utvärderingen av penningpolitiken för perioden 2010–2012. Utvärderingen bygger bl.a. på Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2012. Rapporten är den första av de två skriftliga rapporter som Riksbanken enligt riksbankslagen årligen ska lämna till utskottet. Rapporten har i år bytt namn till Redogörelse för penningpolitiken. Tidigare hette den Underlag för utvärdering av penningpolitiken.

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

Under 2012 höll utskottet därför tre offentliga utfrågningar om den aktuella penningpolitiken. Den första hölls med riksbankschefen i februari, och protokollet från den utfrågningen finns publicerat i utskottets betänkande 2011/12:FiU23. Den andra hölls i september, och vid sidan av riksbankschefen Stefan Ingves deltog då också vice riksbankschef Karolina Ekholm. Protokollet från den utfrågningen finns publicerat i utskottets betänkande 2012/13:FiU23. Den tredje hölls i november, och då deltog riksbankschefen Stefan Ingves och vice riksbankschef Per Jansson. Även protokollet från den utfrågningen finns publicerat i 2012/13:FiU23.

Vart fjärde år genomför utskottet också en extern och oberoende utvärdering av penningpolitiken. Den första gjordes av professorerna Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin under 2006 och gällde penningpolitiken för perioden 1995–2005. Den andra gjordes av professorerna Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet under 2011 och handlade om penningpolitiken för perioden 2005–2010 och Riksbankens arbete med finansiell stabilitet. Utskottets överväganden med anledning av Goodharts och Rochets utvärdering finns redovisade i utskottets betänkande 2012/13:FiU12 Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010.

## Förutsättningarna för penningpolitiken

Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Enligt lagens förarbeten ska Riksbanken också, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning.

I januari 1993, kort efter det att den fasta växelkursen övergavs och kronan började flyta på den internationella valutamarknaden, beslutade dåvarande riksbanksfullmäktige att den operativa penningpolitiken skulle bedrivas utifrån ett inflationsmål. Målet började formellt att gälla den 1 januari 1995 och gäller än i dag. Målet är att inflationen, mätt som den årliga procentuella förändringen av konsumentprisindex (KPI), ska vara 2 procent.

Tidigare fanns runt målet ett s.k. toleransintervall på  $\pm 1$  procentenhet. Intervallet togs bort våren 2010 bl.a. med motiveringen att det inte har någon praktisk betydelse och att det i dag finns en stor förståelse för att penningpolitiken bedrivs under osäkerhet och att inflationen tidvis kan hamna en bit ifrån målet.

### Flexibel inflationsmålspolitik

Innehållet i inflationsmålspolitiken har successivt utvecklats. Sedan ett antal år tillbaka bedriver Riksbanken en s.k. flexibel inflationsmålspolitik. I korthet innebär det att Riksbanken inriktar penningpolitiken mot att nå inflationsmålet, samtidigt som den även lägger vikt vid att stabilisera utvecklingen i den reala svenska ekonomin, dvs. att stabilisera utvecklingen av produktionen och sysselsättningen i samhället.

### Riksbankens penningpolitiska strategi

I de penningpolitiska rapporterna, i underlagsrapporterna för utvärdering av penningpolitiken och i skriften Penningpolitiken i Sverige redovisar Riksbanken grundstenarna i den strategi banken använder för att nå sitt mål. Strategin presenteras kortfattat i punkterna nedan:

- Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken preciserar detta som ett mål för inflationen som innebär att den årliga förändringen av KPI ska vara 2 procent.
- Samtidigt som penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera produktionen och sysselsättningen runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas en flexibel inflationsmålspolitik. Det innebär inte att Riksbanken gör avkall på att inflationsmålet är överordnat.

- Det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen och realekonomin. Därför vägleds penningpolitiken av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Riksbanken publicerar bl.a. en bedömning av hur reporäntan kommer att utvecklas framöver. Denna s.k. räntebana är en prognos, inte ett löfte.
- Vid varje penningpolitiskt beslutstillfälle gör direktionen en bedömning av vilken bana för reporäntan som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. Avvägning handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen runt inflationsmålet och stabiliseringen av realekonomin.
- Det finns inget generellt svar på frågan hur snabbt Riksbanken siktar på att föra tillbaka inflationen till 2 procent om den avviker från målet. En snabb återgång kan i vissa lägen få effekter på produktion och sysselsättning som inte är önskvärda, medan en långsam återgång kan försvaga trovärdigheten för inflationsmålet. I allmänhet har strävan varit att räntan och räntebanan anpassas så att inflationen förväntas vara någorlunda nära målet om två år.
- I Riksbankens uppdrag ingår enligt riksbankslagen även att främja ett säkert och effektivt betalningsväsen. Risker förknippade med utvecklingen på de finansiella marknaderna vägs in i räntebesluten. När det gäller att förebygga en obalanserad utveckling av tillgångspriser och skuldsättning spelar dock framför allt ett väl fungerande regelverk och en effektiv tillsyn en central roll. Penningpolitiken är enbart ett komplement.
- I vissa lägen, som under den finansiella krisen 2008–2009, kan reporäntan och räntebanan behöva kompletteras med andra åtgärder för att främja den finansiella stabiliteten och säkerställa att penningpolitiken får genomslag på ett effektivt sätt.
- Riksbanken strävar efter att dess kommunikation ska vara öppen, saklig och aktuell. Det gör det lättare för ekonomins aktörer att fatta bra ekonomiska beslut. Penningpolitiken blir också lättare att utvärdera.

### **Riksbankens beslutsprocess**

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

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

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

Källa: Statistiska centralbyrån och Riksbanken.

I tabell 1 förklaras de viktigaste måtten på inflation som Riksbanken använder i sin ekonomiska analys och i utformningen av penningpolitiken.

## Utskottets överväganden

### Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2010–2012

#### **Utskottets förslag i korthet**

Riksdagen godkänner vad utskottet anfört om den svenska penningpolitiken för perioden 2010–2012.

Utskottets utvärdering bygger bl.a. på Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2012, som är den första av de två skriftliga rapporter som Riksbanken enligt riksbankslagen ska lämna till finansutskottet varje år. Utskottet står fast vid sin tidigare bedömning att Riksbankens redogörelser bör innehålla fler slutsatser om huruvida penningpolitiken under perioden varit väl avvägd eller inte. Utskottet välkomnar däremot redogörelsens redovisningar av inflationstakten i ett långsiktigt perspektiv och bankens utvecklingsarbete under 2012 och 2013.

Utskottet konstaterar att inflationen mätt enligt KPI och KPIF i genomsnitt har legat under inflationsmålet på 2 procent både under hela utvärderingsperioden 2010–2012 och under 2012. Samtidigt har resursutnyttjandet i ekonomin legat under den normala nivån. Med facit i hand tyder detta på att Riksbanken hade kunnat bedriva en något mer expansiv penningpolitik och kanske avstå från en del av räntehöjningarna under 2010 och 2011 för att inflationen skulle komma närmare målet och resursutnyttjandet skulle bli högre under 2012.

Men det är ingen självklar slutsats givet den information som fanns tillgänglig vid de olika beslutstillfällena. Utvärderingen visar att varken Riksbanken eller andra ekonomiska bedömare tidigt förutsåg den snabba avmattningen i den internationella och svenska konjunkturen som kom under senare delen av 2011. När besluten om att höja räntan togs under 2010 och 2011 var Riksbankens prognoser (och även andras) över inflationens och tillväxtens utveckling betydligt mer positiva än vad som senare blev utfallet.

Jämför reservation (V).



# Sammanfattning av Riksbankens redogörelse för penningpolitiken 2012

## Den ekonomiska utvecklingen under utvärderingsperioden

### *Först återhämtning, sedan avmattning*

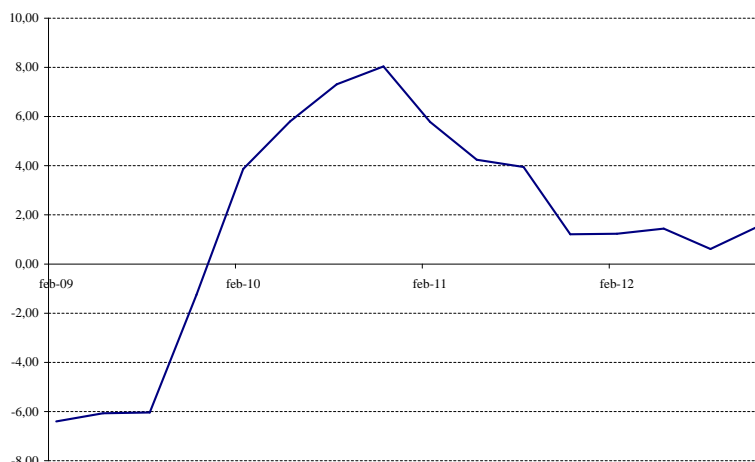
Återhämtningen efter finanskrisen tilltog under 2010. Världshandeln ökade relativt starkt, och utvecklingen drevs på av omfattande stimulanser från regeringar och centralbanker runt om i världen. Precis som under 2009 var tillväxten dock ojämnt fördelad. Starkast var utvecklingen i Asien.

Oron för den statsfinansiella utvecklingen i euroområdet ökade under våren 2010. Statsobligationsräntorna steg, och ett antal länder fick allt svårare att finansiera sig på den internationella lånemarknaden. Grekland, och senare även Portugal och Irland, tvingades begära stödlån från övriga EU och IMF.

Konjunkturen i den amerikanska ekonomin förbättrades ytterligare under våren, men under sommaren och hösten kom tecken på en svagare ekonomisk utveckling.

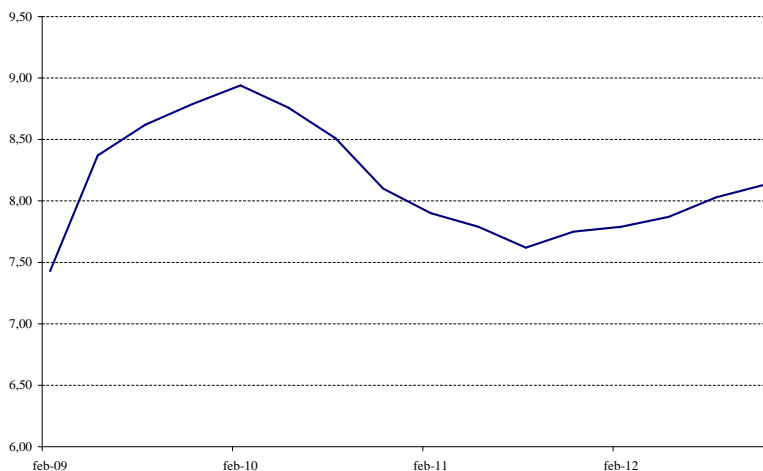
### Diagram 1 BNP-tillväxten i Sverige under utvärderingsperioden

*Procent*



Källa: Riksbanken.

Den svenska ekonomin återhämtade sig starkt under 2010 till följd av den stigande internationella efterfrågan och den stigande världshandeln. Sveriges BNP ökade med 6,6 procent, vilket innebar att en stor del av nedgången under 2008 och 2009 återhämtades. Arbetsmarknaden förbättrades, och arbetslösheten började återigen sjunka efter uppgången under finanskrisen.

**Diagram 2 Arbetslösheten i Sverige under utvärderingsperioden***Procent av arbetskraften*

Källa: Riksbanken.

Återhämtningen i världsekonomin fortsatte i början av 2011. Förutom i Asien ökade aktiviteten även i euroområdet och i USA, om än i mindre omfattning. Under hösten ökade oron för den statsfinansiella utvecklingen i euroområdet och USA markant. Obligationsräntorna steg, och en ökad pessimism bland hushåll och företag bidrog till att dämpa den ekonomiska aktiviteten. Kurserna på världens aktiemarknader, som stigit nästan oavbrutet sedan 2009, började falla relativt kraftigt.

Trots att den svenska konjunkturen blev svagare mot slutet av året steg Sveriges BNP under 2011 med 3,7 procent, vilket var betydligt högre än i många andra länder.

Utvecklingen i världsekonomin fortsatte att försämrans under 2012. Tydligast var försvagningen i euroområdet. Under våren tilltog även oron över den statsfinansiella utvecklingen och problemen i den europeiska banksektorn. Läget på finansmarknaderna förbättrades dock under sensommaren och hösten, bl.a. i samband med att Europeiska centralbanken beslutade att vidta extraordinära åtgärder för att förbättra situationen i de länder som hade problem.

Även den svenska konjunkturen försvagades ytterligare under 2012, även om tillväxttakten under första halvåret hölls uppe av en stark inhemsk efterfrågan. Mot slutet av året blev nedgången dock tydlig. Exporten föll samtidigt som den inhemska efterfrågan dämpades. Läget på arbetsmarknaden försämrades, och antalet varsel om uppsägningar ökade relativt snabbt. Sammantaget steg Sveriges BNP under 2012 med 0,8 procent.

### *Svagt inflationstryck*

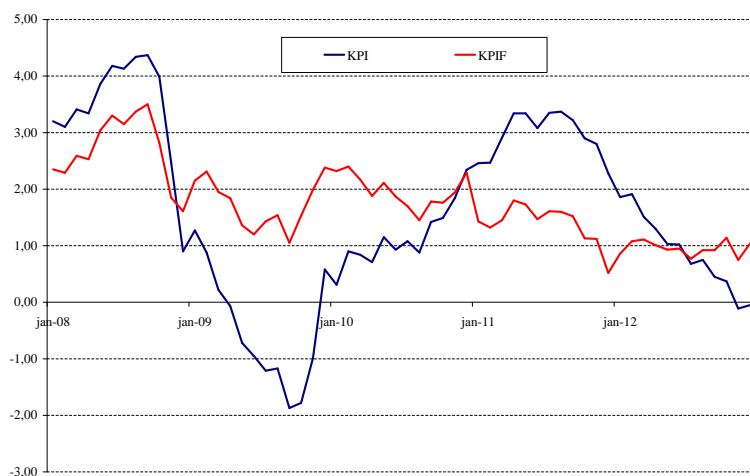
Den svenska inflation mätt enligt konsumentprisindex (KPI) föll kraftigt mot slutet av 2008 och under 2009, till följd av finanskrisen och Riksbankens kraftiga räntesänkningar. Inflationen började dock stiga igen under 2010 på grund av den förbättrade konjunkturen och Riksbankens räntehöjningar från sommaren 2010. KPI-inflationen uppgick under året till 1,2 procent och KPIF-inflationen, dvs. KPI-inflationen rensat för effekterna av Riksbankens räntehöjningar, uppgick till 2 procent.

KPI-inflationen fortsatte att stiga under första halvåret 2011, men uppgången avtog under hösten, och KPI-inflationen började sjunka från toppnivån på drygt 3 procent vid mitten av 2011. I genomsnitt steg KPI-inflationen med 3 procent och KPIF-inflationen med 1,4 procent under 2011.

Inflationstrycket i den svenska ekonomin avtog markant under 2012. Den svagare konjunkturen i kombination med Riksbankens räntesänkningar och den starkare kronan bidrog till att KPI-inflationen gick under noll mot slutet av året, med ett genomsnitt under 2012 på 0,9 procent. KPIF-inflationen blev i genomsnitt 1 procent.

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

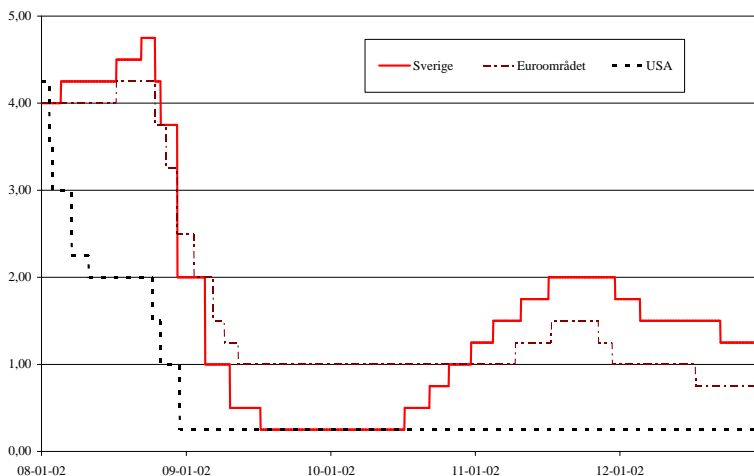
Procent



Källa: Riksbanken.

### *Räntehöjningar och räntesänkningar och en starkare krona*

Till skillnad från flertalet andra centralbanker började Riksbanken höja sin styrrenta i mitten av 2010 för att normalisera penningpolitiken och möta den relativt starka återhämtningen i den svenska ekonomin. Samtidigt avvecklade Riksbanken större delen av de extraordinära likviditetsåtgärder man vidtog under finanskrisen.

**Diagram 4 Styrrentornas utveckling under utvärderingsperioden***Procent*

Källa: Riksbanken.

Under 2010 höjde Riksbanken sin reporänta vid fyra tillfällen, från den historiskt låga nivån på 0,25 procent till 1,25 procent. Riksbanken fortsatte att höja reporäntan med ytterligare 0,75 procentenheter under första halvåret 2011 till 2 procent i början av juli. När det blev tydligt att uppgången i den svenska ekonomin avtog under hösten 2011 började Riksbanken lätta på penningpolitiken genom att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter i slutet av 2011. I takt med att konjunkturen fortsatte att försvagas under 2012 sänkte Riksbanken reporäntan med ytterligare 0,75 procentenheter till en nivå i slutet av året på 1 procent.

Värdet på den svenska kronan försämrades kraftigt under den akuta finanskrisen, till en historisk toppnivå på det s.k. TCW-indexet (kronans konkurrensvägda värde på den internationella valutamarknaden) på 156 i mars 2009.

I takt med att finansmarknaderna blev något mer stabila, den internationella ekonomin började återhämta sig och den svenska ekonomin växte snabbare än många andra länder stärktes kronan relativt kraftigt under 2009 och 2010. Under 2011 försvagades kronan något till följd av den europeiska skuldskrisen och den svagare internationella konjunkturen. Under 2012 började kronan stärkas på nytt trots att Riksbanken började sänka den svenska reporäntan. I slutet av 2012 låg TCW-indexvärdet på drygt 120, vilket är under genomsnittet för perioden 1995–2012 men något över genomsnittet för perioden 1980–2012.

### Diagram 5 Den svenska kronans utveckling under utvärderingsperioden

TCW-index 1992-11-18=100



Källa: Riksbanken

### Penningpolitiken under 2012

Vid sitt sista sammanträde 2011 sänkte Riksbanken reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,75 procent, på grund av den svagare internationella utvecklingen och oron över den statsfinansiella utvecklingen i euroområdet.

Inför direktionens första penningpolitiska möte i februari 2012 var den ekonomiska bilden splittrad. Tillväxten i bl.a. de s.k. BRIK-länderna (Brasilien, Ryssland, Indien och Kina) var fortfarande god, medan utvecklingen i euroområdet var svag. I början av året hade dock den finansiella oron avtagit något, bl.a. till följd av att Europeiska centralbanken (ECB) beslutat att ge banker i euroområdet förmånliga lån. Dessutom gjordes vissa framsteg när det gällde den politiska hanteringen av den europeiska skuldskrisen.

I början av 2012 kom också signaler om att den svenska ekonomin blivit avsevärt svagare mot slutet av 2011, bl.a. på grund av en minskad export. Vid februarimötet bedömde direktionen att den svenska tillväxttakten skulle bli sämre framöver, att arbetslösheten skulle stiga och att resursutnyttjandet i den svenska ekonomin skulle bli lägre än normalt under både 2012 och 2013. Den starkare kronan och en måttlig kostnadsutveckling talade också för ett svagt inflationstryck under de närmaste åren. Mot den bakgrunden beslutade direktionen att sänka reporäntan med ytterligare 0,25 procentenheter till 1,5 procent. För ytterligare information om räntebeslutet, se avsnittet De penningpolitiska besluten och reservationerna under 2012 i punktform nedan.

Vid direktionens andra penningpolitiska möte i april var bilden av utvecklingen i omvärlden i stort oförändrad jämfört med i februari. Precis som i februari bedömde direktionen att den svaga utvecklingen i euroområdet

skulle försämra utsikterna för den svenska exporten. Utfallssiffrorna för sista kvartalet 2011 visade också att den svenska BNP-tillväxten var betydligt sämre än väntat. Samtidigt tydde emellertid Konjunkturinstitutets (KI) olika barometrar på att den ekonomiska aktiviteten förbättrats något under årets första månader. Inflationstrycket var fortfarande lågt. Mot bakgrund av att de ekonomiska utsikterna i april var i stort sett oförändrade jämfört med i februari beslutade direktionen att lämna reporäntan och räntebanan oförändrade.

Inför direktionens penningpolitiska möte i juli ökade problemen i den europeiska banksektorn. Oron på finansmarknaderna tilltog, och kurserna på världens aktiebörser sjönk. Problemen i de spanska och de italienska ekonomierna hamnade i fokus, och räntorna på ländernas statsobligationer steg relativt kraftigt. Direktionen bedömde att tillväxtutsikterna i euroområdet hade försämrats sedan april. Samtidigt visade nya preliminära siffror från Statistiska centralbyrån (SCB) att den svenska tillväxten varit oväntat stark under första kvartalet 2012. En hög inhemsk efterfrågan hade kompenserat för bortfallet i exporten. Direktionen bedömde dock att den svaga utvecklingen i euroområdet skulle dämpa den svenska ekonomin framöver. Mot bakgrund av att den svenska ekonomin fortfarande var relativt stark beslutade direktionen att lämna reporäntan oförändrad. Utsikterna för en svagare utveckling framöver innebar dock att man justerade ned räntebanan.

Under sommaren, och inför direktionens penningpolitiska möte i september, fortsatte utvecklingen att präglas av skuldskrisen i euroområdet och en lägre ekonomisk aktivitet. ECB sänkte sin styrränta med 0,25 procentenheter till 0,75 procent och de skuldyngda ländernas räntor låg alltså kvar på en hög nivå. Den svenska kronan stärktes relativt snabbt och kraftigt under sommaren, vilket bl.a. bidrog till att direktionen reviderade ned sina prognoser över den svenska inflationsutvecklingen. SCB:s statistik visade att den svenska BNP-tillväxten varit relativt stark under första halvåret och att arbetsmarknaden hade utvecklats bättre än väntat. Indikatorer visade dock på en svagare utveckling framöver. Mot bakgrund av det lägre inflationstrycket sänkte direktionen reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,25 procent. Även räntebanan sänktes.

Inför direktionens penningpolitiska möte i oktober hade oron på finansmarknaderna avtagit något, bl.a. på grund av nya extraordinära åtgärder från ECB. Under hösten beslutade ECB att under vissa villkor köpa obligationer utgivna av länder som fått finansiella stödprogram. SCB:s reviderade siffror över BNP-utvecklingen visade däremot att den svenska BNP-tillväxten under första halvåret varit svagare än vad den tidigare preliminära statistiken visat. Trots revideringen kvarstod dock bilden av en relativt stark svensk ekonomi under första halvåret, och direktionen bedömde att BNP framöver skulle utvecklas på samma sätt som man förväntade sig vid mötet i september. Direktionen reviderade dock ned sin syn på arbetsmarknaden. Till följd av det svagare konjunkturläget och en försämrad matchning mellan lediga jobb och arbetssökande förväntades

arbetslösheten nu stiga mer än vad man tidigare räknat med. Direktionen beslutade att hålla reporäntan oförändrad på 1,25 procent med motiveringen att en omedelbar sänkning av reporäntan troligtvis skulle få små effekter på inflationen och konjunkturen under det närmaste året. Däremot beslutade man att sänka räntebanan relativt kraftigt på grund av det lägre inflationstrycket och den svagare arbetsmarknadsutvecklingen.

Mot slutet av 2012, och inför direktionens penningpolitiska möte i december, märktes en tydlig inbromsning i den svenska konjunkturen. SCB:s statistik för tredje kvartalet visade på en mycket svagare BNP-utveckling än förväntat, och KI:s barometervärden föll på bred front. Läget på arbetsmarknaden försämrades ytterligare, och antalet varsel om uppsägning ökade relativt snabbt. Direktionen bedömde att BNP skulle bli lägre och arbetslösheten högre än vad man bedömde i oktober. Även inflationen förväntades gå ned ytterligare till följd av bl.a. lägre energipriser och den svagare arbetsmarknaden. Mot denna bakgrund beslutade direktionen att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 1 procent. Även räntebanan justerades ned.

### *De penningpolitiska besluten och reservationerna*

I punkterna nedan sammanfattas besluten och reservationerna vid direktiönens penningpolitiska sammanträden 2012.

- **Sammanträdet den 15 februari.** Reporäntan sänktes med 0,25 procentenheter till 1,5 procent. Räntebanan justerades ned. Enligt den nya banan ska räntan ligga kvar på 1,5 procent till första kvartalet 2013 och därefter höjas gradvis till 3 procent. Vice riksbankscheferna Karolina Ekholm och Lars E.O. Svensson reserverade sig. De förordade i stället en sänkning av räntan med 0,5 procentenheter och en betydligt lägre räntebana.
- **Sammanträdet den 17 april.** Reporäntan och räntebanan lämnades oförändrade. Vice riksbankscheferna Karolina Ekholm och Lars E.O. Svensson reserverade sig. De förordade i stället en sänkning av räntan med 0,25 procentenheter och en betydligt lägre räntebana.
- **Sammanträdet den 3 juli.** Reporäntan lämnades oförändrad. Räntebanan justerades ned. Enligt den nya banan ska räntan ligga kvar på 1,5 procent till tredje kvartalet 2013 för att därefter gradvis höjas till 3,1 procent. Vice riksbankscheferna Karolina Ekholm och Lars E.O. Svensson reserverade sig. De förordade i stället en sänkning av räntan med 0,5 procentenheter och en betydligt lägre räntebana.
- **Sammanträdet den 6 september.** Reporäntan sänktes med 0,25 procentenheter till 1,25 procent. Räntebanan justerades ned. Enligt den nya banan ska räntan ligga kvar på 1,25 procent till mitten av 2013 och därefter höjas gradvis till 2,9 procent. Vice riksbankschef Karolina Ekholm reserverade sig mot räntebanan och förordade en betydligt lägre räntebana. Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson reserverade

sig mot den penningpolitiska uppföljningen och ränte- och räntebanebesluten. Han förordade i stället en sänkning av räntan med 0,25 procentenheter och en betydligt lägre räntebana.

- **Sammanträdet den 26 oktober.** Reporäntan lämnades oförändrad. Räntebanan justerades ned. Enligt den nya banan är det mer sannolikt att räntan ska sänkas än höjas under den närmaste tiden och att räntan ska börja höjas senare och långsammare än vad som angavs i den förra räntebanan. Vice riksbankscheferna Karolina Ekholm och Lars E.O. Svensson reserverade sig. Hon förordade en räntesänkning med 0,25 procentenheter och en betydligt lägre räntebana. Han förordade en räntesänkning med 0,5 procentenheter och en betydligt lägre räntebana. Han reserverade sig också mot den penningpolitiska rapporten.
- **Sammanträdet den 17 december.** Reporäntan sänktes med 0,25 procentenheter till 1 procent. Räntebanan justerades ned. Enligt den nya banan ska reporäntan ligga kvar på 1 procent fram till slutet av 2013 för att därefter gradvis höjas till 2,5 procent. Vice riksbankschef Karolina Ekholm reserverade sig mot räntebanan och förespråkade en betydligt lägre räntebana. Lars E.O. Svensson reserverade sig mot den penningpolitiska uppföljningen och mot ränte- och räntebanebesluten. Han förordade en räntesänkning med 0,5 procentenheter och en betydligt lägre räntebana.

#### *Diskussionen i direktionen under 2012*

Även om medlemmarna i direktionen under 2012 var eniga om att penningpolitiken skulle föras i en mer expansiv riktning var det som framgår ovan två ledamöter, Karolina Ekholm och Lars E.O. Svensson, som konsekvent förordade en ännu mer expansiv penningpolitik. Skillnaderna i uppfattning mellan majoritet och minoritet i direktionen avspeglar framför allt skillnader i synen på vilka risker som är förknippade med hushållens skuldsättning och synen på den svenska arbetsmarknaden. I punkterna nedan redovisas skillnaderna i ståndpunkter.

- **Arbetsmarknaden.** En analys som Riksbanken gjorde under 2012 visar att osäkerheten om vilken nivå den långsiktigt hållbara svenska arbetslösheten ligger på är mycket stor. Slutsatsen i analysen är att den kan ligga i intervallet 5–7,5 procent. I direktionen var meningarna delade om hur mycket en lägre ränta skulle minska arbetslösheten. Flerparten ledamöter ansåg att penningpolitikens möjligheter att minska arbetslösheten var begränsade. De menade att penningpolitiken redan var tydligt expansiv och att det genom en mer expansiv penningpolitik skulle vara svårt att nå en väsentligt lägre arbetslöshet eftersom matchningen mellan lediga platser och arbetssökande blivit sämre. Övriga ledamöter ansåg däremot att en mer expansiv penningpolitik skulle kunna pressa ned arbetslösheten, även om det fanns tecken på en försämrad matchning. De menade att matchningen för oerfaren arbets-



kraft och sysselsättningen för utsatta grupper var mer konjunkturkänslig än för andra grupper på arbetsmarknaden. En mer expansiv penningpolitik skulle därmed minska långtidsarbetslösheten och minska tendenserna att arbetslösheten biter sig fast.

- **Huspriser och hushållens skuldsättning.** Flertalet ledamöter i direktionen ansåg att riskerna med hushållens skuldsättning var tillräckligt stora för att påverka räntebesluten, även om utlåningstakten till hushållen börjat minska. Hushållens skuldkvot låg fortfarande på en hög nivå, både i ett historiskt och i ett internationellt perspektiv. De menade att en mer expansiv penningpolitik riskerade att på nytt sätta fart på skulduppbyggnaden och leda till stigande bostadspriser. På samma sätt som i många andra länder skulle detta i förlängningen kunna leda till kraftiga prisfall på bostadsmarknaden och en allvarlig nedgång i den ekonomiska aktiviteten. Genom att hålla räntan något högre ansåg man att man till en viss del kunde minska risken för en långsiktigt negativ utveckling. Man menade också att det var viktigt att Riksbanken signalerade att utvecklingen var bekymmersam. På det sättet kan man påverka hushållens beteenden utan att räntan behöver höjas så mycket. Två ledamöter menade däremot att hushållens skuldkvot inte motiverade någon högre ränta. Enligt dem hade skuldutvecklingen redan stabiliserats, och eventuella risker med skuldsättningen borde i stället hanteras med andra medel än reporäntan, t.ex. bolånetak, ränteavdragsregler och riskvikter på bolån. En av ledamöterna (Lars E.O. Svensson, se vidare om Svenssons reservation nedan) menade att forskningen visar att penningpolitiken normalt sett endast har mycket små kortsiktiga effekter på skuldsättningen och inga effekter på lång sikt. Båda i minoriteten ansåg också att en penningpolitik som inte inriktas på att stabilisera inflationen och arbetslösheten riskerar att bli otydlig och leda till att inflationsförväntningarna börjar sjunka.

### **Har Riksbanken nått målen för penningpolitiken?**

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

#### *Inflationsmålet*

Som framgår av tabell 2 uppgick KPI-inflationen och KPIF-inflationen till 0,9 procent respektive 1 procent under 2012, vilket är under inflationsmålet på 2 procent. KPIF-inflationen var relativt stabil under året, medan KPI-inflationen sjönk från 1,9 procent i början av året till -0,1 procent i slutet av året.

**Tabell 2 Inflationen i Sverige under utvärderingsperioden***Procent*

	KPI	KPIF	KPIF exkl. energi
2010	1,2	2,0	1,5
2011	3,0	1,4	1,0
2012	0,9	1,0	1,0
Genomsnitt	1,7	1,5	1,2

Källa: Riksbanken.

Sett över hela utvärderingsperioden uppgick KPI-inflationen och KPIF-inflationen till i genomsnitt 1,7 procent respektive 1,5 procent, även det under inflationsmålet.

Att KPI-inflationen hamnade under inflationsmålet under 2012 berodde, enligt Riksbanken, bl.a. på den serie av räntesänkningar som Riksbanken påbörjade i december 2011 för att möta den statsfinansiella oron och dämpningen i den internationella konjunkturen. Den svagare globala utvecklingen och den lägre inhemska efterfrågan bidrog också till ett minskat inflationstryck och gjorde det svårare för företagen att höja priserna. Riksbanken misstänker också att den starkare kronan dämpade inflationen mer än vad Riksbanken tidigare räknat med.

Att även KPIF-inflationen hamnade under målet berodde enligt Riksbanken på att konjunkturen blev betydligt svagare än förväntat.

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

De mätningar som gjordes under 2012 visar att förväntningarna på ett par års sikt hos samtliga aktörer i ekonomin låg nära 2 procent under 2012. På ett års sikt var förväntningarna lägre, vilket är naturligt eftersom förväntningarna om inflationen det närmaste året till stor del återspeglar den aktuella inflationen.

### *Den reala ekonomiska utvecklingen*

Sveriges BNP ökade med 0,8 procent under 2012. Det är betydligt lägre än tillväxten på 3,7 procent 2011 och omkring 1–1,5 procentenheter lägre än vad riksbanken och flertalet andra prognosmakare räknade med under större delen av 2011. Återhämtningen på arbetsmarknaden efter finanskrisen stannade av mot slutet av 2011. Antalet sysselsatta i den svenska ekonomin fortsatte dock att växa något under 2012, medan andelen arbetslösa steg.

**Tabell 3 Produktion och sysselsättning under utvärderingsperioden***Årlig procentuell förändring*

	BNP	Sysselsatta (15–74 år)	Arbetade timmar	Arbetslöshet (15–74 år)
2010	6,6	0,5	2,6	8,6
2011	3,7	2,3	2,4	7,8
2012	0,8	0,6	-0,2	8,0

Anm: Arbetslösheten anges som procent av arbetskraften.

Källa: Riksbanken.

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

Måtten på produktionsutvecklingen (BNP-gap och s.k. timgap) visar att resursutnyttjandet under 2012 var lägre än normalt, dvs. utnyttjandet låg under långsiktigt hållbara nivåer.

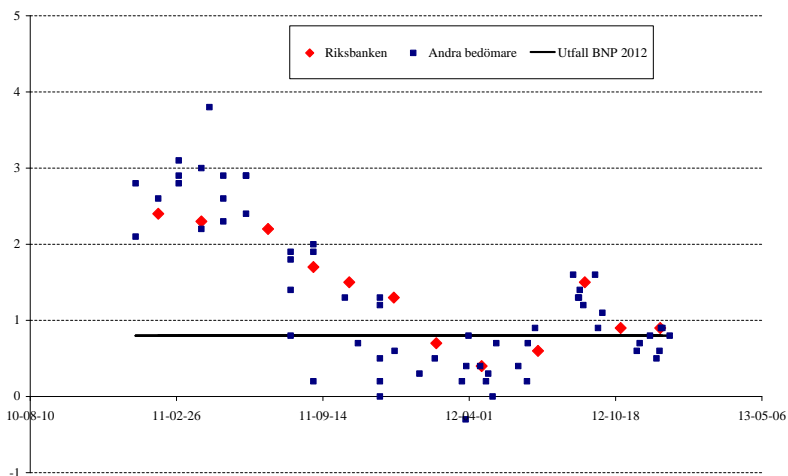
Ett annat mått på resursutnyttjandet i ekonomin är arbetslösheten och dess långsiktigt hållbara nivå. Var den långsiktiga nivån exakt ligger är osäkert och nivån varierar över tiden. I redogörelsen skriver Riksbanken att deras bedömning är att den långsiktigt hållbara nivån ligger i intervallet 5–7,5 procent. Under 2012 var den genomsnittliga arbetslösheten i åldersgruppen 15–74 år 8 procent, vilket enligt Riksbanken innebär att arbetslösheten låg över den långsiktigt hållbara nivån. Under hela utvärderingsperioden 2010–2012 låg arbetslösheten i samma åldersgrupp på i genomsnitt 8,1 procent, även det över den långsiktigt hållbara nivån.

### **Hur bra var prognoserna?**

Som framgår av diagram 7 förutsåg varken Riksbanken eller andra ekonomiska bedömare den relativt snabba nedgången i den internationella ekonomin mot slutet av 2011 och under 2012. Samtliga överskattade under större delen av 2011 den svenska BNP-tillväxten under 2012. I takt med att tecknen på en avmattning blev allt tydligare justerades prognoserna ned, och från mitten av 2012 låg prognoserna relativt nära utfallet om en BNP-tillväxt på 0,8 procent under 2012.

### Diagram 6 Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognsmakares BNP-prognoser för 2012

Procent



Källa: Riksbanken.

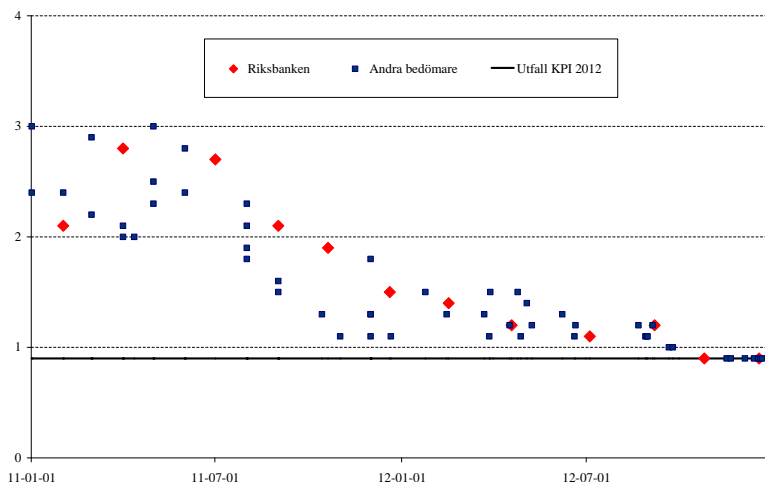
I redogörelsen redovisar Riksbanken en jämförelse av träffsäkerheten i BNP-prognoserna under perioden 1999–2012. Jämförelsen visar att Riksbanken tillhörde de bättre på att förutse tillväxten under perioden, efter Landsorganisationen (LO) och Nordea.

Som en följd av att prognsmakarna överskattade tillväxten för 2012 överskattade man dessutom inflationstrycket i den svenska ekonomin. Som framgår av diagram 8 räknade samtliga bedömare, inklusive Riksbanken, i början av 2011 med att KPI-inflationen under 2012 skulle bli mellan 2 procent och 3 procent. Utfallet blev 0,9 procent. När det gäller träffsäkerheten i KPI-prognoserna under perioden 1999–2012 tillhörde Riksbanken de sämsta, tillsammans med Svenskt Näringsliv och Svenska Handelsbanken.

I början av 2011 räknade prognsmakarna också med att arbetslösheten i Sverige skulle fortsätta att sjunka under 2012.

### Diagram 7 Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosmakares KPI-prognoser för 2012

Procent

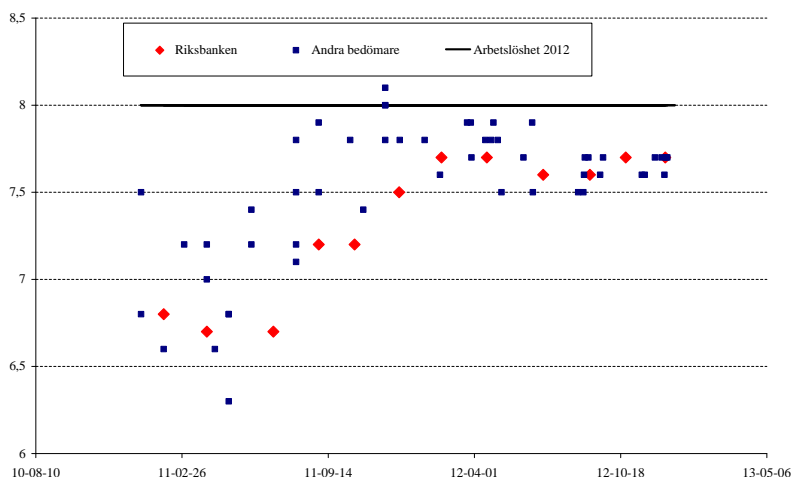


Källa: Riksbanken.

Riksbanken räknade under hela första halvåret med att arbetslösheten skulle gå ned under 7 procent. Efter hand justerades prognoserna upp mot utfallet på 8 procent. Riksbankens bedömningar av arbetslösheten tillhörde de bättre, tillsammans med SEB:s och Nordeas, visar Riksbankens genomgång av prognosmakarnas träffsäkerhet under perioden 1999–2012.

### Diagram 8 Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosmakares arbetslöshetsprognoser för 2012

Procent



Källa: Riksbanken.

## **Inflationens utveckling sedan inflationsmålet infördes 1995**

I utskottets utvärdering av penningpolitiken för perioden 2009–2011 (2011/12:FiU24) efterlyste utskottet en analys av inflationen och inflationsmålet i ett mer långsiktigt perspektiv. I redogörelsen redovisar Riksbanken en analys av utvecklingen sedan 1993. I början av 1993, efter det att kronan började flyta på valutamarknaden, beslutade Riksbanken att penningpolitiken fr.o.m. 1995 skulle drivas utifrån ett inflationsmål på 2 procent, mätt enligt KPI.

Som framgår av tabell 2 har KPI-inflationen sedan 1995 uppgått till i genomsnitt 1,3 procent respektive 1,4 procent per år, beroende på hur man mäter. Den högre siffran tar hänsyn till att Statistiska centralbyrån under 2005 ändrade beräkningsmetod för inflationen. Genomsnittet för KPIF-inflationen (dvs. KPI-inflationen rensat för effekterna på bolånekostnaderna av Riksbankens ränteförändringar) låg under samma tidsperiod på 1,7 procent respektive 1,8 procent.

Riksbanken konstaterar i redogörelsen att KPI-inflationen sedan 1995 i genomsnitt har legat 0,6 procentenheter under inflationsmålet. Enligt Riksbanken förklaras 0,3–0,4 procentenheter av den skillnaden av att räntorna i det svenska samhället sjunkit. Riksbanken pekar på två specifika perioder. Den första perioden omfattar tiden i slutet av 1990-talet då räntorna sjönk mycket kraftigt. Under t.ex. 1996 sänkte Riksbanken reporäntan med 4,8 procentenheter. Den andra perioden omfattar finanskrisen 2008–2009 då Riksbanken sänkte reporäntan från 4,75 procent till 0,25 procent.

Den lägre räntenivån förklarar dock inte hela skillnaden mot inflationsmålet. Andra orsaker kan vara att produktivitetsutvecklingen i den svenska ekonomin varit överraskande stark, vilket hållit nere inflationen, samt att inflationen pressats av låga priser på importvaror.

Riksbanken konstaterar att det pågår en diskussion om penningpolitikens effekt på inflationen och arbetslösheten under de senaste 20 åren. En del menar att det faktum att inflationen legat under inflationsmålet har ökat arbetslösheten relativt mycket, medan andra menar att effekterna varit mindre och kalkyler som försöker uppskatta effekterna är förknippade med stora osäkerheter.

Enligt redogörelsen håller Riksbanken på att utreda orsakerna till och effekterna av den låga genomsnittliga inflationen. I början av 2013 anordnades t.ex. en workshop om sambanden mellan penningpolitik, inflation och arbetslöshet, där ett antal externa forskare presenterade uppsatser i ämnet.

**Tabell 4 Genomsnittsinflation under olika perioder***Procent*

	KPI	KPI vid då gällande metod för beräkning av KPI	KPIF	KPIF vid då gällande metod för beräkning av KPI
1993–2012	1,5	1,7	1,9	2,0
1995–2012	1,3	1,4	1,7	1,8
1997–2012	1,3	1,4	1,6	1,7
1995–1999	0,8	1,1	1,6	1,9
2000–2008	1,7	1,8	1,8	1,9
2009–2012	1,1	1,1	1,5	1,5

Anm: År 2005 ändrade Statistiska centralbyrån metoden för att beräkna inflationen. Uppgifter i kolumnerna KPI och KPIF vid gällande metod för beräkning är beräknade enligt gamla metoden före 2005 och enligt nya metoden efter 2005.

Källa: Riksbanken.

### **Vice riksbankschef Lars E.O. Svenssons reservation mot Riksbankens redogörelse**

Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson reserverade sig mot innehållet i Redogörelsen för penningpolitiken 2012 när direktionen tog beslutet om redogörelsen den 19 mars 2013. Det är första gången som någon ledamot av direktionen reserverar sig mot Redogörelsen för penningpolitiken eller, som den tidigare hette, Underlag för utvärdering av penningpolitiken. Svenssons reservation finns publicerad i en bilaga till direktionens beslutsprotokoll. Den finns alltså inte publicerad i redogörelsen.

Svensson anser i sin reservation att redogörelsen är ofullständig och i flera avseenden missvisande och därigenom inte ett fullgott underlag för en utvärdering av Riksbankens penningpolitik. Svensson anser vidare att penningpolitikens måluppfyllelse är dålig eftersom inflationen är långt under målet och arbetslösheten är högt över en rimlig långsiktigt hållbar nivå.

Mot bakgrund av den dåliga måluppfyllelsen hade det enligt Svensson varit naturligt att i redogörelsen ställa sig frågan om penningpolitiken hade kunnat bedrivas på ett annat sätt så att måluppfyllelsen blivit bättre. Svensson konstaterar att det finns en sådan analys i redogörelsen, men att den behandlas styvmoderligt och avfärdas på felaktiga grunder. Hans kritik mot analysen går bl.a. ut på följande:

- Analysen (på s. 32–34 i redogörelsen under rubriken En metod att jämföra olika penningpolitiska alternativ) glider dels mellan måtten KPI och KPIF, dels mellan olika mått på resursutnyttjandet, vilket försvårar en utvärdering.
- Svensson argumenterar för att man i stället bör fokusera analysen på KPIF som mått på inflationen och arbetslösheten som mått på resursutnyttjandet. Följer man den principen för hur penningpolitiken ska utformas vid beslutstillfället bör man välja den räntebana som bäst stabiliserar KPIF-inflationen runt 2 procent och arbetslösheten runt en

uppskattad långsiktigt hållbar nivå. En sådan analys stöder Svenssons och vice riksbankschef Karolina Ekholms konsekventa ställningstaganden för en mer expansiv penningpolitik under de senaste åren.

Svensson konstaterar vidare att penningpolitiken sedan hösten 2012 i betydande utsträckning bedrivits för att begränsa hushållens skuldsättning, vilket är ett skäl till att penningpolitiken inte blivit mer expansiv trots den låga inflationen och den höga arbetslösheten. Enligt Svensson finns det flera problem med att inrikta penningpolitiken mot att försöka påverka hushållens skuldsättning, men det diskuteras inte i redogörelsen.

För det första kan man ifrågasätta om det är lämpligt att införa vad som i praktiken är ett nytt mål för penningpolitiken utan att först utreda om det är förenligt med riksbankslagen och dess förarbeten. För det andra bör man klarlägga om penningpolitiken över huvud taget kan påverka ett sådant mål. Enligt Svensson visar forskningen att penningpolitiken har en mycket liten effekt på hushållens skuldsättning på några års sikt och ingen effekt på lång sikt. Ett typiskt resultat i forskningen, skriver Svensson, är att en räntehöjning på 1 procent under ett år och sedan en successiv återgång till ursprungsnivån ger en lägre skuldkvot på ungefär 1 procent på ett par års sikt. Det vill säga att en skuldkvot på 175 procent av den disponibla inkomsten skulle minska till drygt 173 procent av den disponibla inkomsten. Detta skulle enligt Svensson inte märkbart påverka eventuella risker med hushållens skuldsättning.

Svensson hävdar också att det i redogörelsen förekommer hänvisningar till att skuldsättningen spelar roll i ett längre perspektiv. Detta är missvisande enligt Svensson eftersom styrräntan av allt att döma inte har någon effekt på skuldkvoten på lång sikt.

Svensson anser att det hade varit intressant att i redogörelsen få en redovisning av hur ekonomin hade utvecklats om Riksbanken i mitten av 2010 valt att hålla kvar räntan på 0,25 procent i stället för att successivt höja den till 2 procent i mitten av 2011. I reservationen presenterar Svensson en sådan alternativ analys. Enligt honom hade måluppfyllelsen 2012 varit betydligt bättre. KPIF-inflationen hade legat stabilt kring 2 procent och arbetslösheten hade legat 1,2 procentenheter lägre, vilket betyder att runt 60 000 färre personer hade varit arbetslösa.

Även om beräkningarna är osäkra visar de enligt Svensson att den faktiskt genomförda penningpolitiken har lett till en betydligt lägre inflation än inflationsmålet och en betydligt högre arbetslöshet jämfört med en politik som hade hållit räntan oförändrad på 0,25 procent. Detta hade varit en viktig information i en rapport som ska tjäna som underlag för en utvärdering av den förda penningpolitiken, avslutar Svensson.



## Externa bedömningar av penningpolitiken

Nedan sammanfattas Internationella valutafondens (IMF) och OECD:s bedömningar av den svenska penningpolitiska utvecklingen under perioden 2010–2012, i den mån organisationerna under perioden har kommenterat penningpolitiken i sina respektive rapporter.

### **Internationella valutafonden**

#### *2010 års s.k. artikel IV-konsultation (juli 2010)*

IMF konstaterade att den svenska ekonomin drabbades hårt av den ekonomiska nedgången i finanskrisens spår, med ett fall i BNP-tillväxten på 5 procent 2009 och en uppgång i arbetslösheten till över 9 procent av arbetskraften. Myndigheternas aggressiva stabiliseringspolitik via en kraftigt stimulerande penning- och finanspolitik mildrade dock nedgången, lade grunden för den återhämtning som påbörjades i mitten av 2009 och minskade risken för en deflationistisk utveckling. Inflationen exklusive bostadsräntor låg inom inflationsmålets toleransintervall. Det mycket kraftiga fallet i kronans värde förstärkte utvecklingen, och i takt med att den finansiella krisen avtog såväl globalt som i Sverige började Riksbanken avveckla de extraordinära åtgärder man vidtog under krisen för att stödja finansmarknaderna. Tillväxtutsikterna för 2010 och 2011 är dock fortfarande osäkra, bl.a. till följd av de fortsatta oroligheterna i Europa, som tillsammans med den senaste kronförstärkningen dämpar utsikterna för efterfrågan på svenska exportvaror, menade IMF. IMF ansåg därför att de svenska myndigheternas ambition att fortsätta att stimulera ekonomin var adekvat. IMF konstaterade att Riksbanken höjde reporäntan med 0,25 procentenheter i början av juli 2010 och att banken meddelat att reporäntan kommer att höjas ytterligare framöver. Med tanke på bl.a. det låga resursutnyttjandet i den svenska ekonomin och den pågående förstärkningen av kronan borde framtida räntehöjningar genomföras gradvis och med stor försiktighet. Om den finansiella turbulensen i Europa fortsätter, kan det finnas anledning att avvakta med räntehöjningarna, enligt IMF. IMF uppmanade också svenska myndigheter att fortsätta att vidta åtgärder för att säkra den framtida finansiella stabiliteten, inklusive svenska bankers utlandsverksamhet och bankernas stora beroende av finansiering i utländsk valuta.

#### *2011 års konsultation (juli 2011)*

IMF konstaterade att den svenska ekonomin hade återhämtat sig kraftigt efter nedgången i samband med finanskrisen och att uppgången var starkare och snabbare än i många andra länder. KPI-inflationen hade återigen börjat stiga mot inflationsmålet, medan inflationen rensad för räntekostnader fortfarande låg en bit under målet. Pressen uppåt på priserna till följd av stigande energi- och råvarupriser motverkas till en del av en starkare krona, menade IMF. Även om arbetslösheten fortfarande är högre än den

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

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

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

## **OECD**

### *Sverigerapporten 2011 (januari 2011)*

När det gäller penningpolitiken ansåg OECD att Riksbankens stora räntesänkningar och andra okonventionella penningpolitiska åtgärder hade bidragit till att dämpa den ekonomiska nedgången. Den svenska ekonomin var nu på uppgång, och Riksbanken hade börjat höja reporäntan och avveckla andra extraordinära åtgärder. Denna process borde enligt OECD fortsätta gradvis, men det fanns fortfarande risker som skulle kunna påverka den hastighet med vilken Riksbanken stramar åt sin politik. Den svenska penningpolitiken var anmärkningsvärt transparent, enligt OECD, och det tjänar Sverige på i både goda och dåliga tider. Under krisen har dock förtroendet

för Riksbanken ifrågasatts på några punkter. Det var tydligast under 2009 då skillnaderna mellan Riksbankens räntebana och marknadens ränteprog-noser var stor. Enligt OECD borde Riksbanken fundera på att byta målva-riabel i inflationsmålet. Dagens målvariabel KPI innehåller räntekostnader, vilket komplicerar Riksbankens kommunikation med allmänheten och marknaderna. Riksbanken borde, enligt OECD, också ytterligare analysera hur förändringar i tillgångspriser och kreditutveckling bör påverka utformningen av penningpolitiken. OECD ansåg också att det institutionella ramverket för det svenska finansiella systemet borde förbättras. Bland annat måste ansvarsförhållandena mellan myndigheterna bli tydligare, och med ansvar måste följa tydliga befogenheter och verktyg.

### *Sverigerapporten 2012 (december 2012)*

I sin rapport konstaterade OECD att Riksbanken sänkt styrräntan till 1,25 procent hösten 2012 för att möta den låga inflationen, den svagare ekonomiska aktiviteten och den relativt starka kronan. OECD ansåg dock att Riksbanken borde sänka styrräntan ytterligare om det visar sig att det svaga inflationstrycket och konjunkturedgången håller i sig. Riksbanken har ett större utrymme än andra centralbanker att lätta på penningpolitiken, enligt OECD. OECD konstaterade också att den svenska inflationen under de senaste 15–20 åren legat något under inflationsmålet på 2 procent och att detta lett till en diskussion om att penningpolitiken varit för stram och bidragit till en för hög arbetslöshet. OECD ansåg därför att man mer noggrant bör utreda anledningarna till att inflationen kontinuerligt är något lägre än inflationsmålet och vilka effekter det får på den reala ekonomin. OECD ansåg vidare att Sverige så snabbt som möjligt bör fastställa olika myndigheters ansvar för finansiell stabilitet och även fortsätta att utveckla olika makrotillsynsätgärder. Vidare bör ansvariga myndigheter noggrant övervaka bankernas beroende av utländsk finansiering och strama upp bankernas inrapportering av likviditetssituationen.

## Finansutskottets ställningstagande

Utskottet har granskat penningpolitiken under perioden 2010–2012. Granskningen omfattar hela perioden, men med visst fokus på 2012. Utvecklingen under 2010 och 2011 har utskottet granskat tidigare i betänkandena 2010/11:FiU24 och 2011/12:FiU24.

### **Riksbankens redogörelse**

Som underlag för utvärderingen har utskottet använt bl.a. Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2012, externa bedömningar av den svenska penningpolitiken och utskottets utfrågningar av olika företrädare för Riksbanken.

I förra årets utvärdering (bet. 2011/12:FiU24) efterlyste utskottet fler slutsatser från Riksbankens sida om huruvida penningpolitiken under utvärderingsperioden varit väl avvägd eller inte, både i s.k. realtid och med facit i hand. Utskottet har tidigare också efterlyst bedömningar av vilka områden banken behöver utveckla och förstärka.

Utskottet kan konstatera att Riksbankens slutsatser om hur väl penningpolitiken utformats under perioden är relativt begränsade även i årets redogörelse. Utskottet står därmed kvar vid sin tidigare uppfattning att redogörelsen och utvärderingen skulle vinna på att Riksbanken tydligare bedömer utfallet av penningpolitiken under utvärderingsperioden. Däremot kan utskottet notera att Riksbanken i ett separat avsnitt i årets redogörelse redovisar bankens utvecklingsarbete under 2012 och 2013. Utskottet välkomnar detta initiativ. Under 2012 har Riksbanken fördjupat sina studier av den svenska arbetsmarknaden. Man har bl.a. utvecklat en modell över hur effektiv matchningen på arbetsmarknaden är, och dessutom har man gjort en översyn av den tidigare bedömningen av den långsiktigt hållbara arbetslösheten. Som framgår av sammanfattningen av redogörelsen ovan är det enligt Riksbanken mycket osäkert var den svenska långsiktigt hållbara arbetslösheten ligger, men att den förmodligen ligger i intervallet 5–7,5 procent av arbetskraften.

Vidare fortsatte Riksbanken sitt arbete med att förstärka och integrera den finansiella utvecklingen och analysen i det ordinarie prognos- och metodarbetet. Detta arbete kommer att fortsätta även under 2013, enligt redogörelsen.

I redogörelsen presenterar Riksbanken ett avsnitt om inflationens utveckling i ett långsiktigt perspektiv. Även det är en analys som utskottet efterfrågade i förra årets utvärdering. Utskottet noterar att inflationen mätt enligt KPI sedan inflationsmålet infördes 1995 i genomsnitt har legat 0,6 procentenheter under målet på 2 procent. Ungefär hälften av skillnaden mot målet förklaras av att räntenivån i samhället gått ned relativt kraftigt under de senaste knappa 20 åren, enligt Riksbankens beräkningar. Den andra hälften är svårare att förklara. Riksbanken nämner den starka produktivtetsutvecklingen i ekonomin under denna period och låga importpriser som tänkbara förklaringar. Enligt utskottets mening är det viktigt att Riksbanken fortsätter att analysera och utreda orsakerna till varför inflationen legat under inflationsmålet och vilka effekter detta har fått på arbetslösheten och andra delar av den reala ekonomin.

Utskottet noterar att vice riksbankschefen Lars E.O. Svensson reserverat sig mot Riksbankens redogörelse. Det är bra med en öppen och stringent debatt i direktionen om den förda politiken och olika alternativ för framtiden. Utskottet ser inte skiljaktiga meningar i sakfrågor som problem utan tvärtom som berikande för ett genomtänkt beslutsfattande. Enligt utskottets mening är Lars E.O. Svenssons reservation en följd av att han har reserverat sig mot varje räntebeslut som majoriteten i direktionen tagit sedan första kvartalet 2009 (ibland även mot innehållet i de penningpolitiska rap-

porterna och de penningpolitiska uppföljningarna). Enligt utskottets uppfattning innehåller den aktuella reservationen många intressanta frågeställningar som det finns anledning för Riksbanken att fortsätta att analysera, inte minst vad gäller metoder för utvärdering av penningpolitiken och olika penningpolitiska alternativ.

### **Penningpolitiken och måluppfyllelsen under utvärderingsperioden**

I likhet med utvecklingen de senaste åren kännetecknas även den aktuella utvärderingsperioden av stora finansiella och reala upp- och nedgångar. Tillväxten i den svenska ekonomin har gått från en nedgång på 5 procent 2009 till en uppgång på hela 6,6 procent och 3,7 procent 2010 respektive 2011 och därefter en ny ekonomisk avmattning med en tillväxt på 0,8 procent 2012. Inflationstakten mätt enligt KPI har varierat från 0,3 procent i början av 2010 till en topp sommaren 2011 på 3,4 procent för att sedan sjunka till -0,1 procent i slutet av 2012. Inflationstakten mätt enligt KPIF (dvs. KPI exklusive effekterna av Riksbankens ränteförändringar) har varit mer jämn under perioden, men även den har varierat en del.

Som utskottet konstaterat i tidigare utvärderingar ställer den här typen av ekonomiska svängningar stora krav på penningpolitiken och den ekonomiska analysen.

Sett över utvärderingsperioden 2010–2012 uppgick inflationen mätt enligt KPI och KPIF till i genomsnitt 1,7 procent respektive 1,5 procent per år. Det är under inflationsmålet på 2 procent. Samtidigt har resursutnyttjandet i ekonomin legat under den normala nivån under i stort sett hela perioden.

Under enbart 2012 uppgick KPI- och KPIF-inflationen till i genomsnitt 0,9 procent respektive 1 procent, vilket i båda fallen är omkring 1 procentenhet lägre än inflationsmålet. Mot slutet av 2011 och under 2012 försvagades även konjunkturen relativt kraftigt till följd av bl.a. effekterna av skuldskrisen i euroområdet, och arbetslösheten började återigen stiga efter en nedgång under 2010 och större delen av 2011.

Med facit i hand tyder detta enligt utskottets mening på att Riksbanken hade kunnat bedriva en något mer expansiv penningpolitik och kanske avstå från en del av räntehöjningarna under 2010 och 2011 för att inflationen skulle komma närmare målet och resursutnyttjandet i ekonomin skulle bli högre under 2012.

Utskottet konstaterar att den slutsatsen är långt ifrån självklar när man studerar hur bedömningarna och övervägandena såg ut vid beslutstillfällena. Varken Riksbanken eller andra ekonomiska bedömare förutsåg under senare delen av 2010 och första hälften av 2011 den relativt snabba avmattningen i den globala ekonomin under senare delen av 2011. Därmed överskattade de också den svenska konjunkturen och tillväxten 2012. Som en konsekvens av detta räknade Riksbanken och merparten av andra bedömare även med att inflationen under 2012 skulle bli betydligt högre än

vad den sedan faktiskt blev. När besluten att höja räntan togs under 2010 och 2011 var alltså Riksbankens prognoser över inflationens och tillväxtens utveckling betydligt mer positiva än vad som senare blev utfallet. När nedgången i konjunkturen blev allt tydligare mot slutet av 2011 började Riksbanken sänka räntan, vilket i sin tur bidrog till att inflationen under 2012 hamnade under inflationsmålet.

Till sist kan utskottet konstatera att det sedan finanskrisen pågår en intensiv internationell och en begynnande svensk diskussion om penningpolitiken och centralbankernas mål och medel. Debatten handlar bl.a. om hur inflationsmålen bör utformas, vilket ansvar centralbankerna ska ha för finansiell stabilitet och hur det påverkar penningpolitiken, hur penningpolitiken ska utvärderas och hur insynen och den demokratiska kontrollen av centralbankerna fungerar.

Enligt utskottets mening är detta mycket viktiga frågor som kräver noggranna överväganden inom en rad olika områden. Utskottet vill i detta sammanhang erinra om att det både internationellt och i Sverige pågår ett relativt omfattande utredningsarbete på det finansiella området. I EU pågår också förhandlingar om olika finansiella regleringar och om ett ramverk för avveckling av finansinstitut. Utskottet förutsätter att såväl Regeringskansliet som Riksbanken noga följer detta internationella arbete och dess relevans för Sverige. I Sverige har bl.a. den s.k. Finanskriskommittén och utredningen om Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning avlämnat betänkanden. Båda utredningarna är nu ute på remiss och kommer därefter att beredas i Regeringskansliet.

Utskottet har tidigare sagt att det finns goda skäl för att även genomföra en översyn av den svenska riksbankslagen, senast i samband med att utskottet behandlade professorerna Charles Goodharts och Jean-Charles Rochets utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010 (bet. 2012/13:FiU12). Utskottet står fast vid den bedömningen, men som utskottet har framfört tidigare är det viktigt att avvakta resultatet av de utredningar och förhandlingar som nu pågår innan det kan bli aktuellt med en översyn av riksbankslagen.

## Reservationer

Utskottets förslag till riksdagsbeslut och ställningstaganden har föranlett följande reservationer. I rubriken anges vilken punkt i utskottets förslag till riksdagsbeslut som behandlas i avsnittet.

### **Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2010–2012 – motiveringen (V)**

av Ulla Andersson (V).

#### *Ställningstagande*

Riksbankens Redogörelse för penningpolitiken 2012 visar att den svenska inflationen har legat en bra bit under inflationsmålet på 2 procent, inte bara under utvärderingsperioden 2010–2012 utan sedan inflationsmålet infördes 1995.

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

Av redogörelsen framgår också tydligt att direktionen under utvärderingsperioden varit oense om hur penningpolitiken borde ha utformats och i vilken utsträckning räntepolitiken påverkar arbetslösheten, hushållens skuldsättning och andra delar av den reala ekonomin.

Både internationellt och i Sverige pågår en omfattande debatt om penningpolitiken och centralbankernas mål och medel. Debatten handlar bl.a. om hur inflationsmålen bör utformas, vilket ansvar centralbankerna ska ha för finansiell stabilitet och i vilken utsträckning centralbankerna även ska ta hänsyn till hushållens skuldsättning när de utformar sin penningpolitik. Det handlar också om insynen och den demokratiska kontrollen av centralbankerna och hur den förda penningpolitiken ska utvärderas.

Enligt min och Vänsterpartiets uppfattning är det här väldigt viktiga frågeställningar som omgående bör utredas. Jag anser därför att det behöver tillsättas en bred parlamentarisk utredning om Riksbanken och penningpolitiken. En sådan utredning bör kritiskt granska inflationsmålet och den flexibla inflationsmålspolitiken och undersöka effekterna på samhällsekonomin och sysselsättningen av det faktum att Riksbanken konstant underskridit inflationsmålet. Den bör också granska Riksbankens ställning och den demokratiska kontrollen av och insynen i Riksbankens verksamhet. Det nuvarande ramverket för Riksbanken och penningpolitiken utformades på 1980- och 1990-talen. I dag är situationen en annan.

Vänsterpartiet anser att dagens inflationsmål bör kompletteras med ett sysselsättningsmål för att penningpolitiken ska understödja den ekonomiska politikens övergripande mål om full sysselsättning. Sysselsättningsmålet ska, till skillnad från de hänsyn till den realekonomiska utvecklingen som Riksbanken i dag tar inom ramen för den flexibla inflationsmålspolitiken, inte vara underordnat inflationsmålet, utan båda målen ska ha samma vikt.

Vänsterpartiet anser också att nivån på det svenska inflationsmålet bör höjas. Efter finanskrisen har det varit en omfattande internationell debatt om inflationsmålen. Bland annat hävdade Internationella valutafondens (IMF) chefsekonom Oliver Blanchard något år efter krisen att centralbankerna borde höja sina inflationsmål för att minska riskerna för djupa ekonomiska kriser. I Sverige har bl.a. professorerna Lars Calmfors och Per Lundborg pläderat för ett högre svenskt inflationsmål, kring 3–4 procent om det skulle ändras och fastställas i dag, dvs. en eller ett par procentenheter högre än dagens mål på 2 procent mätt enligt konsumentprisindex (KPI).

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