



Underlag för utvärdering av penning- politiken

2005-2007

Inledning

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

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

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

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

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

För att prenumerera på rapporten kontakta Riksbanken.

E-post: kontorsservicecenter@riksbank.se

Adress: Sveriges riksbank 103 37 Stockholm

Telefon: 08-787 00 00

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

Penningpolitiken i Sverige

PENNINGPOLITISKT MÅL

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

PENNINGPOLITISK STRATEGI¹

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

BESLUTSPROCESSEN

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

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

Innehåll

- Sammanfattning 5
- KAPITEL 1 – Den allmänna ekonomiska utvecklingen 2005-2007 7
- KAPITEL 2 – Utfall 2007 13
- KAPITEL 3 – Att utvärdera penningpolitik 19
- KAPITEL 4 – Prognoserna 2005-2007 23
- KAPITEL 5 – Penningpolitiken 2005-2007 31

■ Sammanfattning

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

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

Penningpolitiken är med nödvändighet framåtblickande och baseras på prognoser för den ekonomiska utvecklingen. En utvärdering av penningpolitiken bör analysera såväl hur väl Riksbanken når målet som hur träffsäkra prognoserna är. Fokus i denna utvärdering riktas därför främst på utfallet 2007 och omfattar de prognoser för 2007 som gjordes 2005-2007.²

Under 2005 och 2006 såg Riksbanken framför sig en fortsatt konjunkturuppgång som efterhand skulle driva upp kostnadstryck och resursutnyttjande. Inflationstrycket bedömdes trots detta vara fortsatt lågt på grund av ett par återhållande faktorer. En viktig sådan faktor var en stark utveckling av produktiviteten som, samtidigt som den bidrog till att dämpa prisökningarna, bidrog till att produktionen kunde öka kraftigt.

Under slutet av 2005 höll Riksbanken reporäntan oförändrad. I början av 2006 inleddes en period med räntehöjningar som fortsatte under 2007. Den övergripande avvägningen under perioden har handlat om i vilken takt reporäntan borde höjas mot bakgrund av den låga inflationen i utgångsläget, den fortsatta konjunkturuppgången och risken för en alltför snabb ökning av inflationen längre fram.

Riksbanken bedömde att reporäntan borde höjas i en takt som bidrog till att inflationen gradvis steg upp mot målet. Inflationen väntades alltså ligga under målet under en relativt lång period innan den närmade sig målet. Riksbanken bedömde att en sådan politik skulle bidra till att inflationen under 2007 hamnade runt 2 procent (mätt med KPI) och den underliggande inflationen runt 1,5 procent (mätt med KPIX). Inflationen 2007 hamnade nära dessa prognoser. Den var 2,2 procent mätt som årsgenomsnitt av förändringen av KPI.

² Se även tidigare underlag för utvärdering av penningpolitiken i Inflationsrapport (IR) 2006:1 och Penningpolitisk rapport (PPR) 2007:1 för analyser av utfall och penningpolitik 2005 och 2006.

Motsvarande siffra för underliggande inflation var 1,2 procent, mätt med KPIX (tidigare kallad UND1X). Inflationen 2007 blev därmed ungefär så hög som Riksbanken trodde under utvärderingsperioden. Med den förda penningpolitiken räknade Riksbanken med att tillväxten i ekonomin skulle vara fortsatt hög, vilket också visade sig bli fallet. I ljuset av den ekonomiska utvecklingen under 2005-2007 är det Riksbankens bedömning att penningpolitiken 2005 och 2006 var väl avvägd. En liknande utvärdering av penningpolitiken under 2007 är för tidig att göra. En sådan kommer att finnas i nästa års underlag för utvärdering av penningpolitiken.

KAPITEL 1 – Den allmänna ekonomiska utvecklingen 2005-2007

Perioden 2005-2006 kännetecknades av en stark internationell konjunktur med USA och Asien som främsta drivkrafter i den globala tillväxten. Inflationstrycket var till en början måttligt tack vare en stark produktivitet utveckling, lågt resursutnyttjande och ökad internationell konkurrens. Stigande energi- och oljepriser började gradvis sätta press uppåt på inflationen. Konjunkturuppgången

mattades något under 2007. I spåret av krisen på den amerikanska bolänemarknaden förstärktes avmattningen i USA. Utvecklingen i Sverige under denna period följde ett liknande mönster – stark tillväxt 2005-2006 och en dämpning 2007 med stigande inflation mot slutet av perioden.

Den internationella utvecklingen

God utveckling under 2005

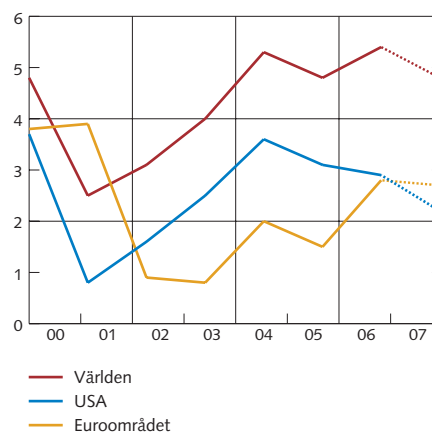
Den ekonomiska utvecklingen var mycket stark under 2005. BNP i världsekonomin ökade med nästan 5 procent (se diagram 1). Företagens vinster var goda samtidigt som räntorna var låga vilket minskade deras finansieringskostnader. Det bidrog till att investeringarna ökade i snabb takt. Även den privata konsumtionen ökade starkt. Trots uppgången i konjunkturer och stigande energipriser bidrog stark produktivitet utveckling och relativt lågt resursutnyttjande till att inflationstrycket blev måttligt. Mot slutet av året slog dock de höga oljepriserna igenom mer i internationella producent- och konsumentpriser.

Trots den goda utvecklingen generellt var det stora skillnader mellan olika regioner i världsekonomin. USA och Asien var de främsta motorerna i den globala tillväxten. I USA fortsatte konjunkturuppgången och BNP ökade med drygt 3 procent under året. Sysselsättningen, som hade tagit ordentlig fart under 2004, fortsatte att öka kraftigt under året. Stigande sysselsättning, högre reala disponibla inkomster och positiva förmögenhetseffekter från stigande huspriser innebar att hushållens konsumtion ökade kraftigt. Kombinationen av stigande resursutnyttjande och att energi- och oljepriserna steg gjorde att inflationen ökade (se diagram 2). Federal Reserve, som hade börjat föra en mindre expansiv penningpolitik ett år tidigare, fortsatte att höja sin styrränta (se diagram 3).

I Asien var tillväxten fortsatt mycket hög i både Kina och Indien under 2005. I Kina ökade konsumtionen och investeringarna snabbt trots regeringens åtgärder för att kyla av vissa sektorer av ekonomin. Exporten ökade också markant. I Japan fortsatte återhämtningen av den inhemska efterfrågan samtidigt som en svag yen bidrog till att exporten ökade. Konsumentpriserna ökade mycket måttligt.

I euroområdet var den ekonomiska tillväxten lägre än i USA och Asien (se diagram 1). Hushållens konsumtion utvecklades svagt. Höga energipriser bidrog till att inflationen ändå blev över 2 procent (se diagram 2). Risken för att de högre energipriserna skulle påverka förväntningarna om inflationen fick ECB att höja styrräntan från 2,0 till 2,25 procent mot slutet av året. I Storbritannien dämpades den ekonomiska tillväxten under 2005. Konsumtionen utvecklades svagt

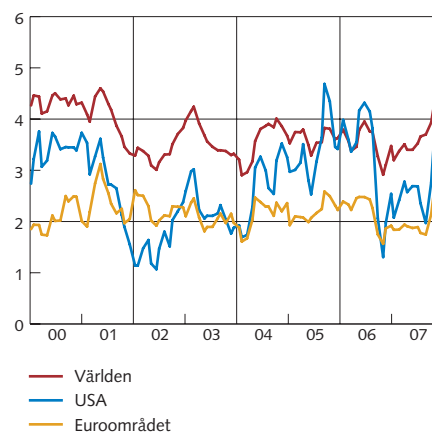
Diagram 1. BNP i USA, euroområdet och världen
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos i PPR 2008:1.

Källor: Eurostat, IMF och US Department of Commerce.

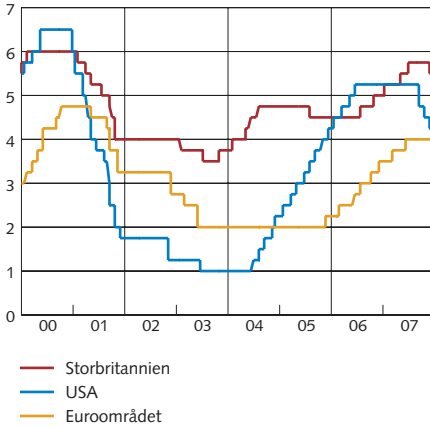
Diagram 2. KPI-inflation i USA, euroområdet och världen
Årlig procentuell förändring



Anm. HIKP för euroområdet.

Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och IMF

Diagram 3. Styrrentor
Procent



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

och såväl exporten som investeringarna sjönk. Bank of England sänkte räntan till 4,5 procent i mitten av året vilket bidrog till att hushållens konsumtion gradvis återhämtade sig. Fastighetspriserna började stiga snabbare igen efter att ha legat ganska stilla.

Fortsatt god konjunktur under 2006

Under 2006 stärktes den internationella konjunkturen ytterligare och även euroområdet omfattades nu av den starka konjunkturuppgången. Inflationen var fortfarande låg i de flesta länder men ökade gradvis, främst på grund av att energi- och oljepriser redan 2005 hade börjat stiga och sätta press uppåt på producentpriserna. Inflationstrycket motverkades av att priserna pressades ned av den fortgående globaliseringen och en ökad internationell konkurrens.

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

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

Återhämtningen blev också tydligare i euroområdet där BNP ökade med 2,8 procent under 2006. Investeringarna ökade, men hushållens konsumtion fortsatte att utvecklas svagt. Inflationen uppgick till 2,2 procent och fortsatte därmed att överskrida ECB:s mål. ECB höjde styrrentan vid flera tillfällen och i slutet av året var den 3,5 procent. I Storbritannien stärktes tillväxten något jämfört med året före. Bank of England höjde räntan, eftersom inflationen började stiga igen under andra halvåret. I Norden var tillväxten stark under 2006. Exporten ökade samtidigt som konsumtionen drevs upp bland annat av att huspriserna steg och sysselsättningen ökade.

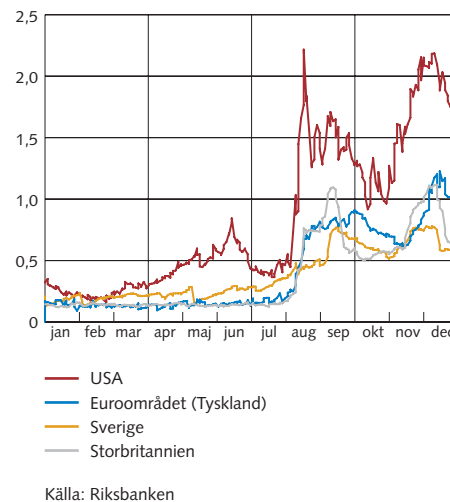
Avmattning i konjunkturuppgången under 2007

Under 2007 mattades uppgången i den internationella konjunkturen något, men BNP-tillväxten i världsekonomin var fortfarande hög. Den amerikanska konjunkturen mattades dock markant, vilket också fick konsekvenser för utvecklingen i andra delar av världen. Bakgrunden var den finansiella oro som följde av krisen på bolånemarknaden i USA. Värdepapperiserade lån som innehöll bostadslån till amerikanska hushåll med sämre kreditvärdighet – så kallade subprime-lån – hade paketerats i kreditinstrument och sålts vidare till investerare främst i USA och Europa.³ Oro uppstod då det blev svårare dels att bedöma vem som faktiskt ägde de riskfyllda tillgångarna, dels hur stora dessa risker var. Skillnaden mellan räntor på korta statspapper och interbankräntor ökade – ett tydligt tecken på att bankernas kreditrisk hade ökat (se diagram 4). En allmän osäkerhet och ovilja att investera i riskfyllda tillgångar spred sig. Vid flera tillfällen ingrep centralbanker. Federal Reserve, ECB och Bank of England agerade för att stabilisera de korta räntorna och underlätta bankernas likviditetsförsörjning.

I USA dämpades tillväxten ytterligare efter bolånekrisen under det andra halvåret. Bostadspriserna föll och såväl privat konsumtion som investeringar dämpades. I september sänkte Federal Reserve sin styrränta med en halv procentenhet till 4,75 procent. Inflationen mätt enligt det implicita prisindexet för konsumenternas hushållsutgifter exklusive livsmedel och energi – det mått Federal Reserve publicerar prognoser på – var då avtagande och uppgick till drygt 2 procent.⁴ Federal Reserve sänkte styrräntan igen med 0,25 procentenheter både i oktober och i december till 4,25 procent.

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

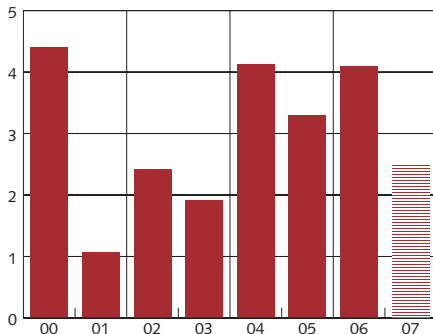
Diagram 4. Skillnad mellan interbankräntor och statspappersräntor under 2007
Procentenheter



³ Värdepapperisering innebär att ett antal lån, i detta fall bostadslån, placeras i ett företag som skapats speciellt för detta och som sedan finansieras genom att utge obligationer på marknaden. Sådana obligationer brukar kallas Asset Backed Securities (ABS).

⁴ Detta inflationsmått var det enda mått som Federal Reserve publicerade prognoser på under 2006. Numera publiceras även prognoser för motsvarande inflationsmått inklusive livsmedel och energi.

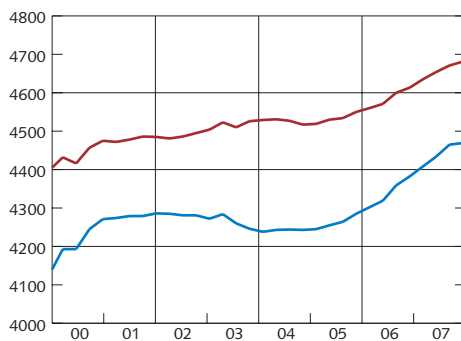
Diagram 5. BNP för Sverige
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad stapel avser Riksbankens prognos PPR 2008:1

Källor: SCB och Riksbanken

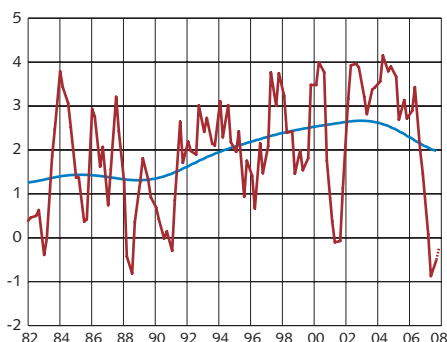
Diagram 6. Arbetskraft och sysselsatta
Tusentals personer, säsongrensade data



— Arbetskraft 16-64 år
— Sysselsatta 16-64 år

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 7. Arbetsproduktivitet i hela ekonomin
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



— Arbetsproduktivitet
..... Prognos, PPR 2008:1
— HP-trend

Anm. Trend beräknad med Hodrick-Prescott-filtret.

Källor: SCB och Riksbanken

Utvecklingen i Sverige

Stark tillväxt och låg inflation under 2005

Under 2005 fortsatte konjunkturuppgången i Sverige. BNP ökade med 3,3 procent under året (se diagram 5). Läget på arbetsmarknaden förbättrades. Sysselsättningen som länge utvecklats svagt trots en stark BNP-tillväxt började stiga och arbetslösheten började minska (se diagram 6 och diagram 16 i kapitel 2). Produktiviteten fortsatte att utvecklas starkt (se diagram 7). Försvagningen av efterfrågan på de europeiska marknaderna i början av året innebar att den starka exportutvecklingen dämpades något. Investeringarna ökade ändå snabbt till följd av att företagens vinster var goda. Även hushållens konsumtion ökade i snabbare takt. Penningpolitiken var expansiv.

Trots en stark tillväxt ledde en kombination av olika faktorer till att inflationen ändå blev mycket låg under 2005. Lågt resursutnyttjande och en fortsatt stark produktivitet utveckling medförde att enhetsarbetskostnaderna bara ökade marginellt (se diagram 8). Relativt små hyreshöjningar, sjunkande livsmedelpriser till följd av hårdnande konkurrens och lägre importpriser bidrog också till att dämpa inflationen. KPI steg med 0,5 procent i genomsnitt under 2005 och den underliggande inflationen mätt med KPIX (tidigare UND1X) ökade med 0,8 procent i genomsnitt (se diagram 9).⁵

Ännu starkare tillväxt under 2006

Under 2006 stärktes den svenska konjunkten ytterligare. BNP ökade med 4,1 procent. En ökad efterfrågan från omvärlden bidrog till att den svenska exporten återigen ökade starkt. Läget på arbetsmarknaden förbättrades betydligt. Sysselsättningen, både mätt i personer och i timmar, ökade kraftigt. Ändå var minskningen av den öppna arbetslösheten förhållandevis liten på grund av att utbudet av arbetskraft ökade samtidigt. Penningpolitiken var fortsatt expansiv, men i början av 2006 började reporäntan höjas. Utlåningen till företag och hushåll fortsatte att expandera starkt och snabbt stigande huspriser förstärkte hushållens förmögenhetsställning (se diagram 10). Hushållens konsumtion och framförallt investeringarna ökade starkt.

⁵ Årsgenomsnittet är genomsnittet av de så kallade tolv månadersförändringarna under året. En tolv månadersförändring är förändringen av till exempel KPI en månad jämfört med samma månad föregående år.

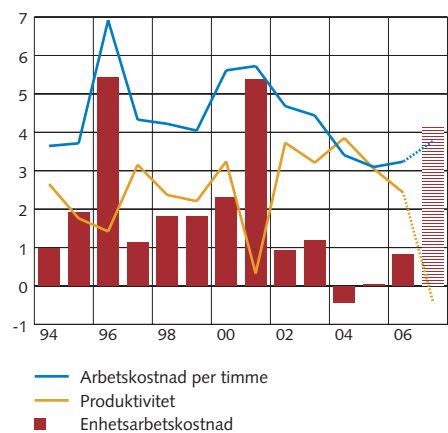
Produktivitetstillväxten var fortsatt stark vilket bidrog till att kostnads- och inflationstrycket förblev lågt. KPI steg med 1,4 procent och den underliggande inflationen med 1,2 procent (mätt med KPIX). Liksom 2005 påverkades inflationen 2006 av specifika störningar, inte minst på energimarknaderna. Elpriserna steg kraftigt under året till följd av bland annat låga vattennivåer i elkraftsverkens vattenmagasin. Priserna på oljeprodukter (bensin, diesel och villaolja) ökade snabbt 2005-2006. Men mot slutet av 2006 föll marknadspriset på olja. Rensat för energipriser var KPIX-inflationen ungefär lika låg 2006 som 2005.⁶

Avmattning av konjunkturuppgången och stigande inflation under 2007

Under 2007 var tillväxten fortsatt god även om den bromsade in jämfört med åren dessförinnan. BNP-tillväxten under de tre första kvartalen uppgick till 2,9 procent.⁷ Utvecklingen av investeringarna och framförallt exporten dämpades. Exporten påverkades av den dämpade omvärldsefterfrågan i spåren av avmattningen av den internationella konjunkturen. Statistik för nationalräkenskaperna visar att antalet arbetade timmar inte ökade lika mycket under det tredje kvartalet som under de närmast föregående kvartalen.

Arbetsproduktiviteten bromsade in markant under 2007. Kombinationen av ett högt resursutnyttjande, stigande brist på arbetskraft och högre löneavtal än tidigare ledde till att enhetsarbetskostnaderna började stiga under året efter att ha varit låga i flera år. Penningpolitiken fortsatte att drivas i en mindre expansiv riktning. Priser på livsmedel och råvaror steg kraftigt mot slutet av året. Energipriserna fortsatte att variera kraftigt. Elpriserna föll i början av året, men steg mot slutet. Även priset på oljeprodukter steg under året. KPI och KPIX steg med 2,2 respektive 1,2 procent i genomsnitt under 2007. Rensat för energipriser steg KPIX-inflationen från 0,6 procent 2006 till 1,5 procent 2007. Kapitel 2 innehåller en mer detaljerad beskrivning av den svenska utvecklingen 2007.

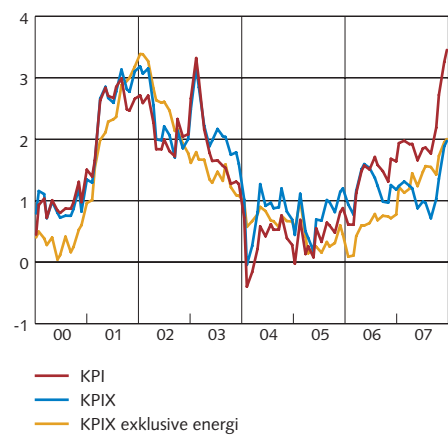
Diagram 8. Enhetsarbetskostnader i hela ekonomin
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Anm. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos i PPR 2008:1.

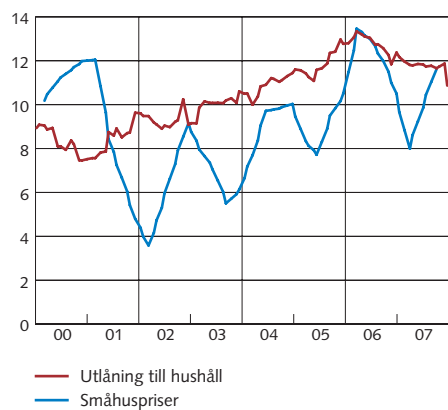
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 9. KPI, KPIX och KPIX exklusive energi
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 10. Småhuspriser och total utlåning till svenska hushåll
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

⁶ Att energi rensas bort från KPIX innebär att priserna på energiprodukter inte tas med i beräkningarna. Energiprisförändringar kan även få följeeffekter på andra priser. Sådana indirekta effekter rensas dock inte bort. Se vidare fördjupningen "Energipriser och svensk inflation" i Penningpolitisk rapport 2008:1.

⁷ Statistik för BNP det fjärde kvartalet 2007 fanns inte publicerad vid sammanställningen av detta underlag.

Inflationen mätt som den årliga förändringen i KPI blev i genomsnitt 2,2 procent 2007. Under andra halvåret steg inflationen brant, bland annat till följd av stigande energi- och livsmedelspriser. Under 2007 mattades

konjunkturuppgången jämfört med de senaste åren. Tillväxten i produktiviteten, som tidigare år varit hög, minskade markant under 2007.

Utvecklingen av inflationen

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

Ett vanligt förekommande mått på underliggande inflation är KPIX där man från KPI rensat bort hushållens räntekostnader för egna hem och de så kallade direkta effekterna av förändringar i indirekta skatter och subventioner. Under senare år har energipriserna varierat mycket. Därför är det intressant att analysera ytterligare ett mått på underliggande inflation där energipriser har tagits bort från KPIX, KPIX exklusive energi.

KPI ökade med 2,2 procent i genomsnitt under 2007. Ser man till den underliggande inflationen mätt med KPIX ökade den med 1,2 procent i genomsnitt under året. Skillnaden mellan KPI och KPIX var alltså 1 procentenhet och skillnaden förklaras till den största delen av att hushållens räntekostnader steg. I slutet av året steg inflationen markant och i december 2007 uppgick den årliga ökningstakten i KPI och KPIX till 3,5 procent respektive 2,0 procent (se diagram 11).

Under de senaste åren har energipriserna varierat kraftigt, vilket även haft ett stort genomslag på inflationen mätt med KPI trots att de står för mindre än 10 procent av KPI (se diagram 12). Under hösten 2007 bidrog energiprisernas utveckling till en markant uppgång i ökningstakten i KPI och KPIX.⁸ Men ser man på utvecklingen för helåret 2007 bidrog energipriserna till att hålla nere inflationen (se tabell 1 i slutet av kapitlet). Detta beror på de kraftiga svängningarna i energipriserna. Exempelvis steg priset på oljeprodukter kraftigt fram till mitten av 2006. Därefter föll priserna fram till början av 2007 då de åter började stiga. Som framgår av diagram 12 var dock den årliga prisförändringen för oljeprodukter fortfarande negativ fram

Diagram 11. KPI- och KPIX-inflation
Årlig procentuell förändring

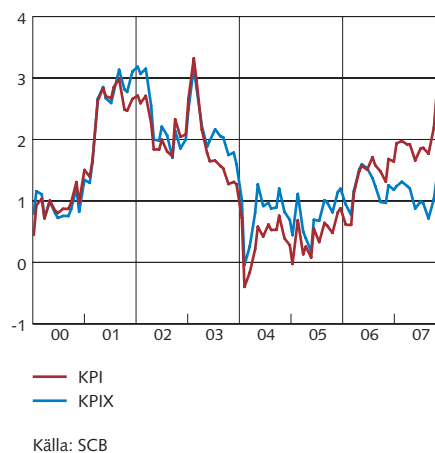
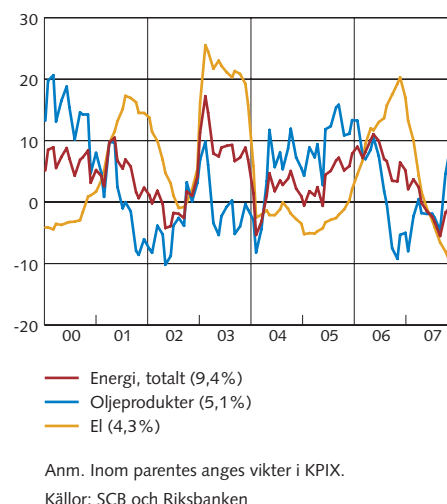
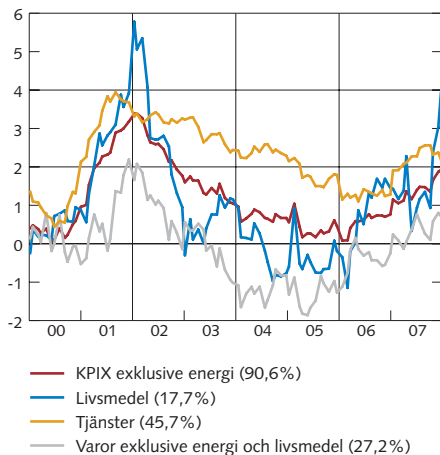


Diagram 12. Energipriser i KPI rensat för effekter av förändrade indirekta skatter
Årlig procentuell förändring



⁸ För en utförligare beskrivning av energiprisernas utveckling, se fördjupningen "Energipriser och svensk inflation" i Penningpolitisk rapport 2008:1.

Diagram 13. KPIX exklusive energi uppdelat i varor, tjänster och livsmedel
Årlig procentuell förändring



Anm. Inom parentes anges vikter i KPIX.

Källor: SCB och Riksbanken

till andra halvåret 2007. Det vill säga trots uppgången var priset på oljeprodukter ändå lägre än samma period året innan, vilket på så vis drog ned den allmänna inflationstakten. På samma sätt har de stora svängningarna i elpriser under senare år bidragit till att hålla nere inflationstakten under helåret 2007. Det kan vara värt att påpeka att under 2006 hade energiprisutvecklingen motsatt effekt, det vill säga de bidrog till att hålla upp inflationen.

Rensar man bort energipriser från KPIX återstår cirka 90 procent av KPIX. Den årliga ökningstakten i detta mått på underliggande inflation, KPIX exklusive energi, var under 2007 i genomsnitt 1,5 procent, en ökning med 0,9 procentenheter från 2006 (se tabell 1). Bakom denna utveckling låg snabbare prisökningar på både varor, tjänster och livsmedel (se diagram 13). Fram till slutet av 2005 fanns en trend nedåt i prisökningstakten i dessa komponenter i KPIX – under 2004 och 2005 föll till och med priserna på livsmedel och varor exklusive energi och livsmedel. Därefter har priserna åter börjat stiga i en allt snabbare takt. Särskilt livsmedelspriserna steg under 2007, framförallt under slutet av året. Detta förklaras bland annat av att de internationella råvarupriserna för livsmedel ökade kraftigt under andra halvan av 2007. Flera faktorer bidrog till denna uppgång, till exempel högre energi- och gödningsmedelspriser, låga lagernivåer och brist på vissa grödor.⁹

Utvecklingen av inflationsförväntningarna

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

Om inflationsförväntningarna är stabila och ligger nära inflationsmålet på ett par års sikt kan det tolkas som att allmänheten har förtroende för att Riksbanken ska uppnå sitt mål. Ett högt förtroende för inflationsmålet ökar möjligheten för penningpolitiken att ta hänsyn till andra faktorer än inflationen, såsom tillväxt och sysselsättning.

Det är viktigt för Riksbanken att följa utvecklingen av inflationsförväntningarna då de också kan ge viktig information om den framtida inflationen. Om inflationsförväntningarna avviker från målet kan de bli självuppfyllande. Om till exempel hushållen tror att inflationen kommer att stiga kan de kräva större löneökningar som i sin tur kan göra att företagen tar ut högre priser som kompensation för de högre lönerna. Detta kan leda till en uppåtgående spiral där

⁹ För en utförligare analys av de ökade livsmedelspriserna, se fördjupningen "Stigande livsmedelspriser" i Penningpolitisk rapport 2008:1.

högre inflation leder till högre inflationsförväntningar som leder till högre inflation och så vidare. Man har dock kunnat se att till exempel inflationsförväntningarna som redovisas i Konjunkturinstitutets enkät Hushållsbarometern (tidigare kallad Hushållens inköpsplaner, HIP) inte har varit självuppfyllande på detta sätt under 1990-talet och 2000-talet.¹⁰

Diagram 14 visar förväntningarna under 2007 på inflationen två år framåt, det vill säga för 2009, hos penningmarknadens aktörer, arbetsgivar- och arbetstagarorganisationer samt inköpschefer i handeln och industrin. Förväntningarna hos dessa grupper har varierat en del under året men totalt sett har inflationsförväntningarna ökat under 2007. På ett par års sikt ligger förväntningarna på inflationen mellan 2 och drygt 2,5 procent. Detta skiljer sig inte mycket från Riksbankens egen prognos för inflationen två år framåt.

I diagram 15 visas hushållens förväntningar på inflationen om 12 månader och inflationsutfallet. Av diagrammet framgår att hushållens inflationsförväntningar ligger ganska väl förankrade kring 2 procent. Men när inflationen har varit låg en period justeras förväntningarna ned och tvärtom när inflationen har varit hög.¹¹

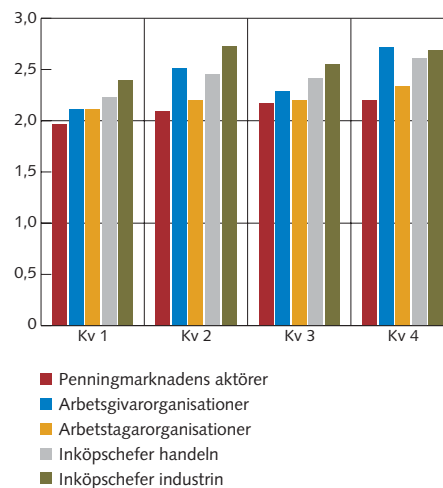
Utvecklingen av produktionen och sysselsättningen

Konjunkturuppgången i den svenska ekonomin fortsatte under 2007, men uppgången mattades jämfört med åren före. Vid sammanställningen av detta underlag hade ännu inte nationalräkenskaperna för fjärde kvartalet 2007 publicerats och det fanns därmed ingen information om BNP-utfallet för helåret 2007. Statistiken för årets tre första kvartal, liksom konjunkturindikatorer för det fjärde kvartalet, pekar enligt Riksbankens bedömning i Penningpolitisk rapport 2008:1 mot en BNP-ökning under 2007 på omkring 2,5 procent. Det är en förhållandevis stark utveckling men likväl betydligt lägre än den genomsnittliga ökningen på cirka 3,8 procent under perioden 2004-2006 (se diagram 5 i kapitel 1).

Värt att notera i detta sammanhang är att Statistiska centralbyrån i samband med publiceringen av nationalräkenskaperna för tredje kvartalet 2007 även reviderade BNP-beräkningarna sedan 1993. Bland annat infördes bättre metoder att mäta offentlig produktion, utrikeshandel med tjänster och vissa investeringar. Revideringen innebär att BNP-tillväxten under 2000-talet i genomsnitt reviderades upp. Utvecklingen har alltså varit starkare än vad Riksbanken och andra bedömare har kunnat utgå från i sina tidigare prognoser.

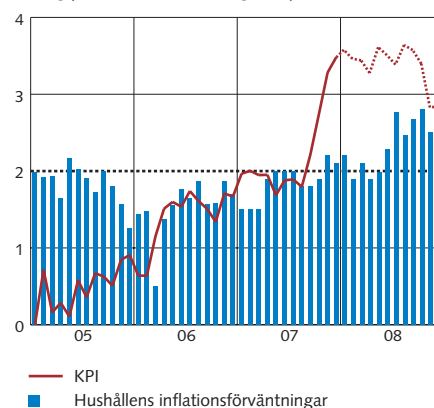
Konjunkturuppgången under 2007 visade sig också på arbetsmarknaden. Antalet sysselsatta ökade med 2,4 procent under 2007. Antalet personer i arbetskraften fortsatte också att öka under året.

Diagram 14. Olika aktörers inflationsförväntningar under 2007 för 2009
Procent



Källa: Prospera Reseach AB

Diagram 15. Faktisk inflation och hushållens inflationsförväntningar på ett års sikt
Årlig procentuell förändring och procent



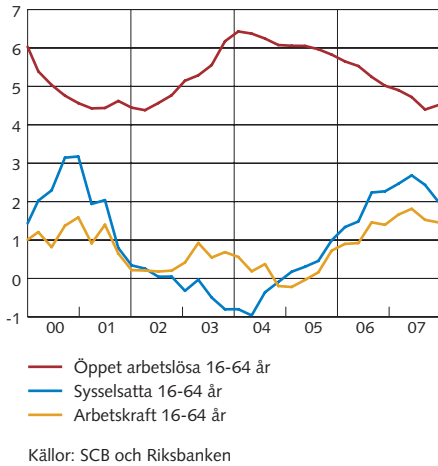
Anm. Staplarna har förskjutits framåt 12 månader för att motsvara den tidpunkt som inflationsförväntningarna avser. Den svarta streckade linjen visar inflationsmålet. Streckad röd linje avser Riksbankens prognos i PPR 2008:1.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

¹⁰ Se fördjupningen "Hushållens inflationsförväntningar" i Penningpolitisk rapport 2007:3.

¹¹ Läs mer om inflationsförväntningarna i fördjupningen "Hushållens inflationsförväntningar" i Penningpolitisk rapport 2007:3.

Diagram 16. Sysselsatta, arbetskraft och öppet arbetslösa
Årlig procentuell förändring och procent av arbetskraften, säsongrensade data



Ökningstakten var 1,6 procent. Även om arbetskraften alltså ökade förhållandevis mycket ökade sysselsättningen ännu snabbare. Arbetslösheten minskade därmed under året. Den öppna arbetslösheten minskade från 5,4 procent 2006 till 4,6 procent 2007 (se diagram 16).¹²

Utvecklingens drivkrafter – en modellbaserad analys

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

Att en modell är en "jämviktsmodell" betyder att den bygger på väl etablerad nationalekonomisk teori och att resultatet förutsätter att marknadsmekanismerna, efter en störning, skapar balans mellan utbud och efterfrågan på alla de marknader som finns med i modellen – alltså en "allmän" jämvikt.¹³ Moderna allmänna jämviktsmodeller utgår normalt från vissa bestämda antaganden om de ekonomiska motiven bakom individers och organisationers beteenden. Enskilda individer och hushåll vill maximera sin "nytta" över sin livscykel och företagen antas maximera nuvärdet av alla sina framtida vinster. Det rationella beteendet innebär också att individerna och företagen bygger sitt handlande på så bra prognoser om framtiden som det står i deras makt att göra. De har vad man kallar för rationella förväntningar.

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

En historisk analys i Ramses visar att en av de viktigaste orsakerna till att inflationen varit låg under en längre tid i Sverige är att produktiviteten ökat oväntat snabbt. Analysen visar vad inflationen och BNP-tillväxten hade varit, enligt modellen, om produktiviteten ökat i mer normal takt och inte så kraftigt som under senare år. För att kunna beräkna en sådan alternativ utveckling måste modellen först ge svar på vilka de främsta drivkrafterna varit bakom de senaste årens ekonomiska utveckling. I Ramses finns det ett tjugotal sådana drivkrafter, eller störningar som de kallas på ekonomspråk. Om ekonomin inte hade drabbats av några störningar någonsin skulle inflationen enligt modellen vara 2 procent per år, reporäntan 4,25 procent och

¹² Diagrammet liksom utfallet för 2007 gäller den gamla definitionen och avser åldersgrupperna 16-64 år.

¹³ Ramses har också inbyggda trögheter för exempelvis anpassningen av priser, löner och kapitalstock. Det innebär att ekonomins utfall kan avvika från långsiktig jämvikt under en längre period.

tillväxten i BNP skulle vara 2,25 procent, det vill säga utvecklas i linje med de långsiktiga antagandena i modellen.

Efter att Ramses beräknat vilka drivkrafter som förklarar den historiska utvecklingen kan man göra experimentet att ta bort en drivkraft och låta modellen visa hur till exempel inflationen hade utvecklats i frånvaro av denna drivkraft. Genom att göra denna analys för var och en av de olika drivkrafterna i modellen och jämföra med inflationsutfallet kan man få en uppfattning om vilken eller vilka drivkrafter som varit av störst betydelse för att inflationen utvecklats som den gjort.

En sådan analys tyder på att en hög produktivitetstillväxt, till följd av bland annat en snabb teknisk utveckling, bidrog till att inflationen blev låg från 2004 till 2006. I diagram 17 illustreras det faktiska inflationsutfallet och vad inflationen mätt med KPIX skulle ha varit enligt modellen om produktiviteten istället hade utvecklats i linje med ett långsiktigt historiskt mönster. Analysen visar att den underliggande inflationen då istället skulle ha varit cirka 1 procentenhet högre under 2005 och 2006 (jämför den blå linjen i diagram 17 med den röda linjen för KPIX-utfallet). Den starka produktivitetstillväxten har enligt modellen också bidragit till att BNP har vuxit snabbare än vad den annars skulle ha gjort. Under samma tidsperiod skulle BNP-tillväxten ha blivit cirka 0,8 procentenheter lägre än vad den faktiskt blev (se diagram 18).

Under 2007 har dock tillväxten i produktiviteten avtagit och den har varit lägre än normalt. Det innebär att KPIX, enligt modellen, blev drygt 0,2 procentenheter högre än vad den annars skulle ha varit mot slutet av 2007. Den låga tillväxten i produktiviteten har också påverkat BNP-tillväxten. Om tillväxten i produktiviteten inte hade varit så låg, skulle BNP ha vuxit med cirka 4 procent istället för i genomsnitt 3 procent för de tre första kvartalen under 2007.

Tabell 1. Inflationsutfall 2005,2006 och 2007

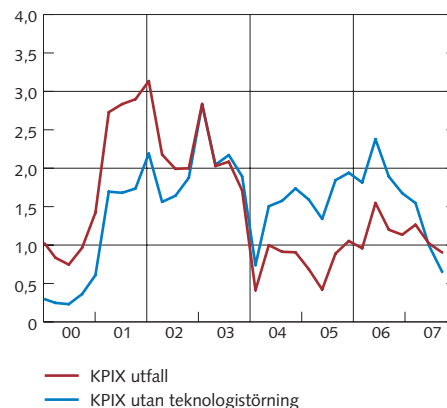
Årlig procentuell förändring

	Årsgenomsnitt		
	2005	2006	2007
KPI	0,5	1,4	2,2
KPIX	0,8	1,2	1,2
KPIX exkl energi	0,4	0,6	1,5

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 17. Produktivitetsscenario, KPIX beräknat med långsiktig produktivitetstillväxt jämfört med utfall för KPIX

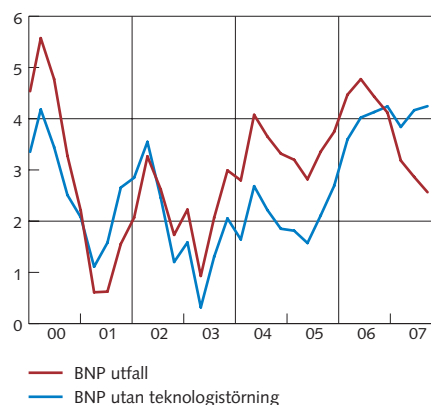
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 18. Produktivitetsscenario, tillväxten i BNP beräknat med långsiktig produktivitetstillväxt jämfört med utfall för tillväxten i BNP

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



Källor: SCB och Riksbanken

■ KAPITEL 3 – Om att utvärdera penningpolitik

Utvärderingar av penningpolitiken är viktiga. Riksbanken har givits en självständig ställning och därmed är en god insyn och regelbundna utvärderingar nödvändiga för att behålla legitimiteten för Riksbankens verksamhet. Att penningpolitiken har ett folkligt stöd är grundläggande för att den

ska fungera väl. Utvärderingar av penningpolitiken är även centrala för att Riksbanken ska kunna utveckla den penningpolitiska analysen på bästa sätt, vilket är en viktig del i Riksbankens strävan att hålla en hög kompetens.

Penningpolitikens mål och möjligheter

De krav som ställs på penningpolitiken och som är utgångspunkten för en utvärdering bör baseras på vad som faktiskt kan åstadkommas med penningpolitiken. Penningpolitiken kan säkra en inflation som över ett antal år är väl i linje med inflationsmålet. Penningpolitiken kan även bidra till att *stabilisera* utvecklingen av produktion och sysselsättning. Såväl tidigare erfarenheter som ekonomisk teori har visat att penningpolitiken däremot inte kan användas för att åstadkomma en bestående högre nivå på sysselsättning eller tillväxt i ekonomin. Detta var till exempel ett av skälen till att man i arbetet med riksbankslagen kom fram till att det skulle vara olämpligt för Riksbanken att utöver målet om prisstabilitet ha ett explicit mål för till exempel BNP-tillväxt eller sysselsättning.

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

Med facit i hand

Kring inflationsmålet på 2 procent har Riksbanken formulerat ett toleransintervall på plus/minus 1 procentenhet. Ett av syftena med denna formulering är att poängtera att penningpolitiken inte har en sådan precision att det går att garantera att priserna i ekonomin vid varje tidpunkt är exakt 2 procent högre än ett år tidigare. Penningpolitik bedrivs under stor osäkerhet. För det första är det svårt att i utgångsläget fastställa vilket tillstånd ekonomin befinner sig i. Det beror bland annat på att statistiken över den ekonomiska utvecklingen publiceras med en viss eftersläpning och kan revideras i efterhand. För det andra är det osäkert hur lång tid det tar för penningpolitiken att verka och hur stor effekt penningpolitiska förändringar har på ekonomin. För det tredje, under den tid det tar för förändringar av styrräntan att få full effekt på inflationen och produktionen hinner ekonomin påverkas av nya och oväntade händelser. Den inflation och produktion som observeras kommer därför att ha påverkats av händelser som inte varit möjliga att förutse när de penningpolitiska besluten togs.

Att utvärdera penningpolitiken med facit i hand är därför inte helt enkelt. En mer direkt jämförelse av utfall och de prognoser besluten

baserades på bör kompletteras med en diskussion om analysen och räntebesluten var rimliga givet den information som fanns tillgänglig vid beslutstillfällena.

Inte bara inflationen

För Riksbanken står inflationsmålet i centrum då penningpolitiken formuleras. Men hur snabbt ska målet nås om inflationen avviker från målet på grund av någon störning? Normalt inriktas Riksbankens penningpolitik på att uppnå inflationsmålet inom två år. Ett skäl till det är att penningpolitiken verkar med fördröjning. Ett annat är att Riksbanken genom att sikta på den horisonten kan bidra till att dämpa fluktuationerna i realekonomin (BNP-tillväxt, arbetslöshet, sysselsättning och så vidare) samtidigt som trovärdigheten för inflationsmålet bevaras. Anta att en störning, till exempel en betydande höjning av oljepriset, har medfört att inflationen drivits upp samtidigt som produktionen dämpats kraftigt. Om penningpolitiken i ett sådant fall inriktas på att höja räntan kraftigt för att snabbt få ned inflationen till målet riskerar det att ske på bekostnad av utvecklingen av produktionen som då dämpas ytterligare. Genom att inte ha ambitionen att föra tillbaka inflationen till målet så fort som möjligt skapas ett utrymme att bedriva penningpolitiken så att svängningarna i realekonomin dämpas. För Riksbanken innebär en väl avvägd penningpolitik i normalfallet att inflationen är nära inflationsmålet inom två år samtidigt som inflationen och den reala ekonomin inte uppvisar alltför stora svängningar.¹⁴

För att kunna utvärdera den penningpolitik som har bedrivits under ett visst år är det viktigt att också tänka på dessa avvägningar. Även om ett specifikt år utvärderas blir det nödvändigt att studera inflationsförloppet tidigare år för att få en bild av utgångsläget för penningpolitiken. Att inflationen har tillåtits avvika från målet kan bero på att penningpolitiken har varit illa utformad. Men det kan också ha varit en del av en medveten strategi från Riksbankens sida för att också kunna balansera utvecklingen av produktion och sysselsättning. Riksbanken bör då tydligt ha hänvisat till sådana överväganden i sin kommunikation.

Penningpolitik baseras på prognoser

Normalt tar det tid innan inflation, produktion, sysselsättning med mera reagerar på förändringar av centralbankens styrränta. Effekten kommer gradvis och hur lång tid det tar innan den största effekten av penningpolitiken uppnåtts är svårt att mäta exakt. En vanlig uppskattning är att den största effekten kommer inom två år. Därför måste en effektiv inflationsmålspolitik bygga på prognoser för den ekonomiska utvecklingen, trots att sådana prognoser alltid är osäkra.

Eftersom penningpolitiken baseras på prognoser, blir prognosernas träffsäkerhet en viktig del i en utvärdering av penningpolitiken. En naturlig utgångspunkt för en utvärdering är således att jämföra utfäl-

¹⁴ En beskrivning av Riksbankens strategi finns i skriften *Penningpolitiken i Sverige* som finns tillgänglig via Riksbankens hemsida.

let för inflationen det år utvärderingen avser med de prognoser för inflationen Riksbanken gjorde upp till två år tidigare. De prognoserna låg till grund för de räntebeslut som fattades då, beslut som alltså påverkade inflationen under det år som utvärderas.

Vad är en bra prognos?

Vilka krav kan ställas på en centralbanks prognoser? Svaret är inte helt självklart. Praktiskt prognosarbete är förknippat med ett antal svårigheter varav många bottnar i den naturliga osäkerheten i prognoserna. Ekonomin påverkas ständigt av oväntade störningar som inte går att förutsäga. Det gör att prognoserna alltid kommer att slå mer eller mindre fel. Att analysera hur träffsäker en prognos är ett enskilt år ger på så vis begränsad information. Ett stort prognosfel kan indikera att prognosen var dålig men det kan också vara en följd av att en störning inträffade som inte gick att förutse. En fingervisning om det var på det sättet kan man få genom att jämföra prognoserna med andra prognosmakares prognoser.

Ett rimligt krav är att en centralbanks prognoser i genomsnitt inte har sämre träffsäkerhet än motsvarande prognoser från andra konjunkturbedömare. Är centralbankens prognoser systematiskt sämre hade det uppenbarligen varit möjligt att göra bättre bedömningar. Det innebär också att det fanns bättre information tillgänglig som centralbanken hade kunnat utnyttja i sitt beslutsunderlag.

För att kunna säga något mer definitivt om träffsäkerheten hos prognoser krävs en lång undersökningsperiod. Ekonomin utsätts ständigt för slumpmässiga störningar som gör att prognoser slår fel. Över en lång period tar sådana prognosfel ut varandra och i genomsnitt bör bra prognoser därför inte över- eller underskatta den faktiska utvecklingen. För kortare perioder kan det vara mer intressant att studera enskilda prognosfel mer i detalj för att försöka analysera vad dessa berodde på. En sådan analys är värdefull, men det går alltså inte att på basis av en sådan dra några slutsatser om den generella prognosförmågan. Analyser av kortare perioder behöver därför kompletteras med utvärderingar av längre perioder.¹⁵

Träffsäkerhet är visserligen en mycket viktig faktor, men det krävs även annat för att en prognos ska vara bra i penningpolitiska sammanhang. En bra prognos för till exempel inflationen bör vara inbördes konsistent med prognoserna för andra storheter och drivkrafterna bakom prognosen bör förklaras på ett begripligt sätt. Varför ser prognosen ut som den gör? Vad är det för mekanismer som driver utvecklingen? För att en prognos ska fungera som en del i beslutsunderlaget för praktisk penningpolitik krävs även dessa egenskaper.

Slutligen, för måluppfyllelse i penningpolitiken räcker det inte med bra prognoser. Det krävs också att de penningpolitiska beslut som fattas med dessa prognoser som underlag är väl avvägda givet den information som finns tillgänglig vid beslutstillfället.

¹⁵ För en sådan utvärdering av Riksbankens prognoser se M. Andersson m.fl. "En utvärdering av Riksbankens prognosförmåga", *Penning- och valutapolitik*, Nr 3, 2007, Sveriges riksbank.

■ KAPITEL 4 – Prognoserna 2005-2007

Årsgenomsnittet för inflationen mätt med KPI blev 2,2 procent 2007. Det var nära de prognoser för inflationen 2007 som Riksbanken gjorde under utvärderingsperioden. Även prognoserna för den underliggande inflationen (mätt med KPIX) 2007 var relativt träffsäkra. Däremot underskattade Riksbanken styrkan i konjunkturuppgången under perioden vilket till stor del förklaras av att styrkan i produktivtetsutvecklingen underskattades, framförallt 2006. De prognoser för BNP-tillväxten 2007 som gjordes från mitten av 2005 till mitten av 2006 ser däremot ut att ha varit relativt träffsäkra.

När Riksbankens penningpolitik ska utvärderas är en naturlig utgångspunkt att jämföra utfallen för inflationen idag med de prognoser som Riksbanken gjorde för upp till två år sedan. De prognoserna låg till grund för de räntebeslut som fattades då. Fokus i denna utvärdering riktas främst mot utfallet 2007. Det är därför till största delen prognoserna för 2007 som gjordes 2005-2006 som analyseras i detta kapitel. Men Riksbanken studerar också prognoserna för 2007 som gjordes under 2007. Även om det tar tid innan den fulla effekten av penningpolitik kommer, har räntebeslut som fattats i början av ett år en viss effekt på utvecklingen redan under det året. Därför kan prognoserna gjorda samma år trots allt vara intressanta att analysera.

En begränsning vid en analys av dessa prognoser är att nationalräkenskaperna för det fjärde kvartalet 2007 inte fanns tillgängliga när detta underlag sammanställdes. Därmed fanns inte heller något utfall för BNP-tillväxten 2007.

Antagandet om reporäntans utveckling

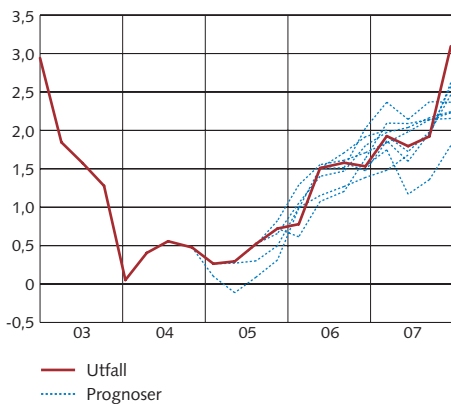
En svårighet vid tidigare analyser av Riksbankens prognoser har varit att prognoserna baserades på antagandet att reporäntan skulle vara oförändrad under prognosperioden. Det var inte särskilt realistiskt eftersom reporäntan i normala fall faktiskt ändras under prognosperioden vilket påverkar inflationen. Därmed var det svårt att få en exakt uppfattning om hur träffsäkra Riksbankens prognoser för inflationen egentligen var.

Från och med den tredje inflationsrapporten 2005 ändrades därför prognosmetoden. Prognoserna i huvudscenariot baserades istället på hur marknadsaktörerna trodde att reporäntan skulle utvecklas under prognosperioden. Mer exakt baserades de på antagandet att reporäntan utvecklades i linje med de så kallade implicita terminräntorna.

En av fördelarna med antagandet att reporäntan utvecklas i linje med marknadsaktörernas förväntningar är att det normalt sett är mer realistiskt än antagandet att reporäntan är konstant.¹⁶ Det blir då lättare att utvärdera Riksbankens prognoser eftersom de till exempel blir enklare att jämföra med andra prognoser. Samtidigt är det viktigt att komma ihåg att prognoserna baserade på marknadsaktörernas

¹⁶ Se fördjupningsruta "Metodförändringar i Riksbankens prognosarbete" i Inflationsrapport 2005:1.

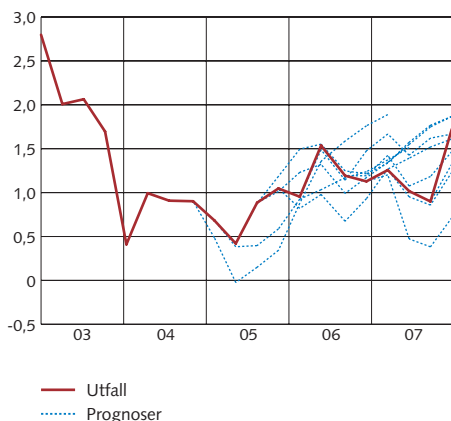
Diagram 19. KPI-prognoser
Årlig procentuell förändring



Anm. De streckade linjerna visar de prognoser som presenterades i alla inflations- och penningpolitiska rapporter 2005-2007.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 20. KPIX-prognoser
Årlig procentuell förändring



Anm. De streckade linjerna visar de prognoser som presenterades i alla inflations- och penningpolitiska rapporter 2005-2007.

Källor: SCB och Riksbanken

förväntningar om reporäntans utveckling inte nödvändigtvis var de prognoser Riksbanken ansåg vara mest sannolika. Riksbanken kanske gjorde en annan bedömning, även om skillnaden i normala fall inte var så stor. Från och med den första penningpolitiska rapporten 2007 började Riksbanken publicera prognoser baserade på direktionens egen bedömning av reporäntans framtida utveckling.¹⁷

Prognoserna 2005-2007 – en översiktsbild

Diagram 19-22 visar Riksbankens prognoser för förändringar i KPI respektive KPIX, BNP och antalet sysselsatta under perioden 2005-2007. Diagrammen visar den faktiska utvecklingen (den röda heldragna linjen) och de prognoser för utvecklingen mellan 2005 och 2007 som Riksbanken gjorde i varje inflations- respektive penningpolitisk rapport under perioden (de streckade linjerna).

Den första prognosen är alltså den som presenterades i Inflationsrapport 2005:1 och gäller utvecklingen från det första kvartalet 2005 till det första kvartalet 2007, det vill säga två år framåt. Den andra prognosen är den som gjordes i Inflationsrapport 2005:2 och gäller på motsvarande sätt utvecklingen från och med andra kvartalet 2005 till och med andra kvartalet 2007. De prognoser som gjordes under 2006 sträckte sig visserligen till och med 2008 men eftersom den relevanta perioden i detta underlag är 2005-2007 inkluderas bara prognoserna till och med det fjärde kvartalet 2007 i diagrammen. Det innebär att den sista prognosen, den som gjordes i Penningpolitisk rapport 2007:3, endast gäller fjärde kvartalet 2007.

Att urskilja enskilda prognoser i diagrammen är svårt men heller inte nödvändigt. Diagrammen är mer tänkta att ge en övergripande bild av hur Riksbankens bedömningar har förändrats och hur väl prognoserna förutsett den faktiska utvecklingen. Som framgår av diagrammen är det inte lätt att göra träffsäkra prognoser för enskilda kvartal, speciellt på längre horisonter. Prognosfelen för enskilda kvartal kan vara stora. Dessa fel tar till viss del ut varandra vilket gör att prognosfelet för genomsnittet av alla prognoser över ett år inte nödvändigtvis behöver bli så stort.

I diagrammen jämförs prognoserna med faktiska utfall. En svårighet är att utfallet för BNP-tillväxten kan ändras eftersom nationalräkenskaperna revideras över tiden. Det är därför inte uppenbart vilka utfall Riksbanken ska jämföra prognoserna med. Ska det vara de nationalräkenskaper som publicerades direkt efter prognoserna gjordes, eller de nationalräkenskaper som gäller i dagsläget då historiken har ändrats? I diagram 19-22, liksom i detta underlag i stort, har Riksbanken använt den senaste statistiken som jämförelse.

Diagram 19 visar prognoserna för KPI-inflationen, mätt som den procentuella förändringen av KPI ett kvartal jämfört med samma kvartal året före. KPI-inflationen har ökat trendmässigt och prognoserna

¹⁷ Se Irma Rosenberg, "Riksbanken inför egen räntebana", tal, 17 januari 2007.

gjorda från och med mitten av 2005 har fångat denna utveckling väl. Motsvarande diagram för KPIX, diagram 20, visar att detta mått på den underliggande inflationen inte ökat på samma trendmässiga sätt. KPIX-inflationen har legat på en nivå mellan 1 och 1,5 procent under 2006-2007. Riksbankens prognoser har hållit sig ungefär kring denna nivå men KPIX-inflationen 2007 överskattades något.

Av diagram 21 framgår att Riksbankens generella bedömning har varit att BNP-tillväxten skulle öka fram till första halvan av 2006 och därefter mattas något. Den bedömningen visade sig stämma väl med den faktiska utvecklingen. Däremot underskattade Riksbanken hur stark uppgången av ökningstakten i BNP skulle bli i de prognoser som gjordes fram till mitten av 2006. Dessa prognoser var mer träffsäkra vad gäller utvecklingen under 2007. Prognoserna som gjordes i slutet av 2006 och början av 2007 var däremot för optimistiska vad gäller utvecklingen av BNP-tillväxten 2007.¹⁸

Diagram 22 visar att prognoserna gjorda i början av 2005 förhållandevis träffsäkert kunde förutse hur snabbt antalet sysselsatta skulle öka till och med början av 2006. Från mitten av 2006 och under hela 2007 ökade de däremot betydligt snabbare än vad Riksbanken förutså i de prognoser som gjordes från 2005 fram till början av 2007.

Om prognoserna och hur de ändrats

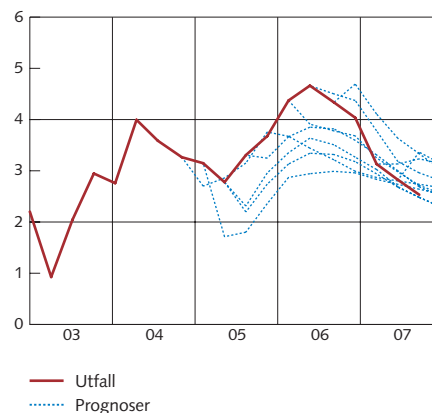
Inflationsprognoserna

I början av 2005 såg ny statistik ut att peka mot att konjunkturen, både i omvärlden och i Sverige, gått in i en lugnare fas jämfört med 2004. Riksbankens bedömde att tillväxten ändå skulle vara relativt stark framöver och att resursutnyttjandet skulle stiga. Sysselsättningen i Sverige hade visserligen utvecklats något svagare än väntat men det fanns tecken på att arbetsmarknaden var på väg att vända.

I den första inflationsrapporten 2005 justerade Riksbanken ned prognosen för inflationen. Det berodde inte på någon avgörande förändring i bedömningen av konjunktursiktterna utan på ett antal specifika faktorer: låga importpriser på grund av ett ökat internationellt konkurrenstryck, prispress i den inhemska livsmedelsbranschen och lägre hyreshöjningar. Riksbanken bedömde att inflationen skulle bli fortsatt låg under 2005 och sedan stiga i takt med att kostnadstrycket ökade. Bedömningen var att den underliggande inflationen skulle vara ungefär i linje med målet på ett par års sikt (se tabell 2 i slutet av kapitlet). Men inflationen skulle vara fortsatt låg under en stor del av prognosperioden.

I samband med den andra inflationsrapporten 2005 visade ny statistik för nationalräkenskaperna att tillväxten i ekonomin blivit betyd-

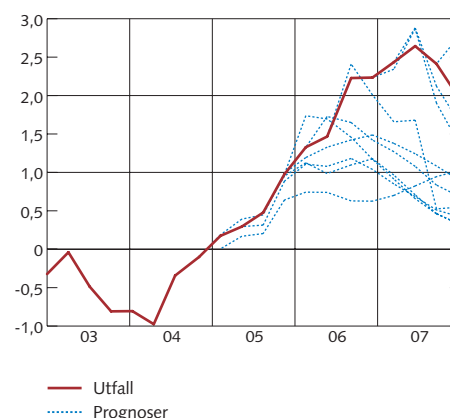
Diagram 21. BNP-prognoser
Årlig procentuell förändring



Anm. De streckade linjerna visar de prognoser som presenterades i alla inflations- och penningpolitiska rapporter 2005-2007.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 22. Prognoser för antalet sysselsatta
Årlig procentuell förändring



Anm. De streckade linjerna visar de prognoser som presenterades i alla inflations- och penningpolitiska rapporter 2005-2007.

Källor: SCB och Riksbanken

¹⁸ Eftersom det är en viss eftersläpning i publiceringen av utfall för nationalräkenskaper är det på motsvarande sätt en eftersläpning i prognoserna i diagram 21. Då till exempel den sista inflationsrapporten 2006 publicerades i oktober hade det inte publicerats något utfall för nationalräkenskaperna det tredje kvartalet ännu. Så trots att rapporten publicerades i det fjärde kvartalet gjordes en prognos för det tredje kvartalet.

ligt svagare än väntat under det första kvartalet. Riksbanken bedömde att det rörde sig om en tillfällig svacka och att konjunkturuppgången skulle fortsätta. Prognoserna för både KPI och den underliggande inflationen justerades ned som ett resultat av att resursutnyttjande och kostnadstryck bedömdes vara lägre än tidigare beräknat.

Inflationsprognosen justerades upp något i den tredje inflationsrapporten 2005 och i och med det var prognosen för KPI-inflationen 2007 i linje med vad inflationen slutligen blev. Prognosen ändrades inte mycket i senare rapporter (förutom i Penningpolitisk rapport 2007:1, se avsnittet "Jämförelse med andra prognosmakare" nedan) (se tabell 2). Prognoserna för den underliggande inflationen ändrades inte så mycket från och med den andra inflationsrapporten 2005, men till skillnad från KPI-prognoserna överskattade däremot dessa utvecklingen 2007 något, med cirka 0,3-0,4 procentenheter, till och med mitten av 2006. De prognoser för inflationen 2007 som gjordes under utvärderingsperioden var således relativt träffsäkra.

Prognoserna för realekonomin

Riksbankens bedömning att konjunktursvackan i början av 2005 skulle bli kortvarig visade sig vara riktig. Svackan visade sig dessutom enligt reviderad statistik inte ha varit så djup som statistiken först tydde på. Det mycket svaga tillväxttalet för första kvartalet 2005 som publicerades inför årets andra inflationsrapport i juni 2005 fick Riksbanken, liksom många andra bedömare, att justera ned prognoserna för BNP-tillväxten 2006 kraftigt. Det ledde till att tillväxten underskattades. Prognoserna justerades successivt upp i takt med att ny statistik indikerade att styrkan i konjunkturutvecklingen fortsatte. Men inte förrän i mitten av 2006 speglade prognoserna hur kraftig konjunkturuppgången skulle komma att bli (se tabell 2).

Trots att BNP-tillväxten 2006 visade sig bli högre än i Riksbankens prognoser blev den underliggande inflationen 2007 något lägre än i de prognoser som gjordes under samma period. Anledningen till att det är intressant att göra kopplingen mellan prognoserna för BNP-tillväxten 2006 och inflationen 2007 är att produktionens utveckling påverkar inflationen med en viss eftersläpning via bland annat kostnadstrycket i ekonomin. En av de främsta anledningarna till att produktionen ökade kraftigt samtidigt som prisökningarna hölls nere var att produktiviteten ökade snabbt.¹⁹ Riksbanken underskattade ökningstakten i produktiviteten 2006, liksom BNP-tillväxten fram till den tredje inflationsrapporten 2006 (se tabell 3 på sista sidan). Den höga produktivitetstillväxten gjorde att produktionen kunde öka snabbt utan att företagens arbetskraftskostnader per producerad enhet – enhetsarbetskostnaderna – ökade särskilt mycket. Eftersom Riksbanken underskattade produktivitetstillväxten överskattades enhetsarbetskostnaden 2006 (se tabell 3 på sista sidan).

Vad gäller prognoserna för BNP-tillväxten 2007 verkar de prognoser som Riksbanken gjorde från mitten av 2005 och fram till mit-

¹⁹ Se avsnittet "Utvecklingens drivkrafter – en modellbaserad analys" i kapitel 2.

ten av 2006 ha varit relativt träffsäkra.²⁰ Prognoserna som gjordes från slutet av 2006 till och med den sista penningpolitiska rapporten 2007 ser däremot ut att ha överskattat utvecklingen 2007. I den sista prognosen som publicerades under 2007, vilket var prognosen i den penningpolitiska uppföljningen som presenterades i december, reviderades prognosen för BNP-tillväxten 2007 ned med en halv procentenhet. Den främsta anledningen till detta var att ny statistik visade att BNP-utvecklingen under årets tredje kvartal blivit betydligt svagare än väntat. Statistiken för årets två första kvartal hade dessutom reviderats ned betydligt, vilket innebar att konjunkturförloppet under året såg annorlunda ut än tidigare statistik visat.

Produktiviteten bromsade in kraftigt under året. Att produktivitetstillväxten så småningom skulle dämpas var många prognosmakare, däribland Riksbanken, eniga om men inbromsningen under 2007 kom hastigare och var större än alla förutsett. Riksbanken reviderade gradvis ned prognoserna för produktivitetstillväxten 2007 under året (se tabell 3 på sista sidan).

Jämförelse med andra prognosmakare

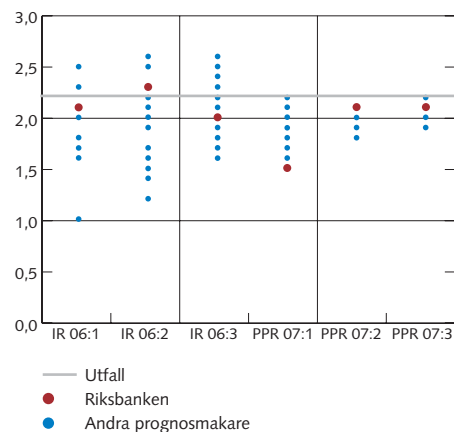
Jämförelse av inflationsprognoser

Diagram 23 visar prognoserna för den genomsnittliga KPI-inflationen 2007 som olika prognosmakare gjorde under 2006 och 2007.²¹ Diagrammet jämför inte samtliga KPI-prognoser som olika prognosmakare gjorde under året utan endast prognoserna som var aktuella vid de tillfällen Riksbanken publicerade rapporter.

Diagrammet tolkas på följande sätt: varje punkt representerar en viss prognos för inflationen 2007 som publicerades av någon prognosmakare vid rapporttillfället. Riksbankens prognos representeras av en röd punkt. Antalet prognosmakare är ungefär detsamma vid varje prognostillfälle, men antalet punkter i diagrammet kan bli färre om flera prognosmakare har samma prognos vid ett visst tillfälle. Det faktiska utfallet för KPI-inflationen 2007 representeras av den heldragna linjen i diagrammet.

Diagram 23 visar att det var en förhållandevis stor spridning på de prognoser för KPI-inflationen 2007 som gjordes under 2006. Vid det första rapporttillfället 2006 var till exempel skillnaden mellan den högsta och lägsta prognosen ungefär 1,5 procentenheter. Riksbankens prognoser tillhörde de mer träffsäkra under perioden. Riksbanken gjorde dock ett större prognosfel än övriga bedömare i början av 2007 då inflationsprognosen för KPI reviderades ned förhållandevis mycket.

Diagram 23. Prognoser för KPI-inflationen 2007 vid olika tidpunkter, Riksbanken och andra prognosmakare
Årsgenomsnitt

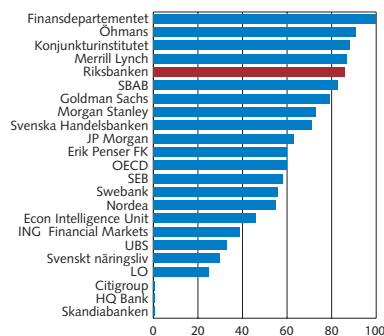


Anm. Se fotnot 21.

Källor: Consensus Economics Inc., Finansdepartementet, LO, SCB och Riksbanken.

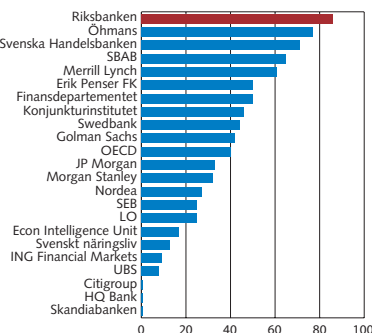
20 Vid sammanställandet av detta underlag fanns bara statistik för de tre första kvartalen 2007.

21 Materialet bygger på den sammanställning av prognoser från olika prognosmakare som görs av Consensus Economics Inc., vilket bland annat inkluderar Riksbanken, Konjunkturinstitutet och svenska och utländska banker. Utöver detta har prognoser gjorda av Finansdepartementet, LO och några internationella organisationer inkluderats. Consensus-materialet inkluderar inte prognoser gjorda för utvecklingen två år framåt. Därför görs ingen jämförelse av de prognoser för inflationen 2007 som gjordes under 2005.

Diagram 24. Rangordning av KPI-prognoser, 50% Procent

Anm. Vid varje tillfälle en konjunkturbedömare, t.ex. Riksbanken, gör en prognos jämförs den prognosen med andra bedömares prognoser vid det tillfället. Alla gånger prognosen tillhör de 50 procent mest träffsäkra summeras och delas med det totala antalet prognoser bedömarens gjort. Staplarna i diagrammet illustrerar denna andel (i procent) för var och en av bedömarena. I detta specifika fall visar alltså stapeln för Riksbanken att banken i drygt 80 procent av gångerna haft en prognos som varit bland de 50 procent mest träffsäkra.

Källor: Consensus, Finansdepartementet, LO och Riksbanken

Diagram 25. Rangordning av KPI-prognoser, 25% Procent

Anm. Vid varje tillfälle en konjunkturbedömare, t.ex. Riksbanken, gör en prognos jämförs den prognosen med andra bedömares prognoser vid det tillfället. Alla gånger prognosen tillhör de 25 procent mest träffsäkra summeras och delas med det totala antalet prognoser bedömarens gjort. Staplarna i diagrammet illustrerar denna andel (i procent) för var och en av bedömarena. I detta specifika fall visar alltså stapeln för Riksbanken att banken i drygt 80 procent av gångerna haft en prognos som varit bland de 25 procent mest träffsäkra.

Källor: Consensus, Finansdepartementet, LO och Riksbanken

Att Riksbanken justerade ned inflationsprognoserna i början av 2007 hängde framförallt samman med hur energipriserna utvecklades. Prognosen för KPIX exklusive energi reviderades bara marginellt och den prognosen visade sig stämma relativt väl med det faktiska utfallet (se tabell 3 på sista sidan). Energipriserna hade under en tid fallit och Riksbankens bedömning var att detta skulle få en förhållandevis stor effekt på KPI-inflationen. Som konstaterats i ett tidigare avsnitt bidrog mycket riktigt energipriserna till att hålla ned inflationen under 2007, men inte i den utsträckning Riksbanken trodde i början av året. I Penningpolitisk rapport 2007:1 betonades dock att de kraftiga svängningarna i energipriserna som hade ägt rum innebar att inflationsutvecklingen på kort sikt var mycket osäker. I den andra penningpolitiska rapporten 2007 korrigerades inflationsprognoserna återigen uppåt till en nivå som visade sig vara i linje med utfallet för året.

Diagram 24 och 25 jämför träffsäkerheten i prognoser för KPI-inflationen 2007 som gjordes under perioden 2006-2007 av olika prognosmakare.²² Diagram 24 visar att Riksbankens prognoser tillhörde de 50 procent mest träffsäkra prognoserna drygt 80 procent av gångerna. Diagram 25 visar på motsvarande sätt resultat om beräkningarna görs för en träffsäkerhet som är större än 75 procent av övriga bedömares prognoser. Av diagrammet framgår att Riksbankens prognoser tillhörde de 25 procent mest träffsäkra prognoserna drygt 80 procent av gångerna.²³

Riksbankens prognoser för KPI-inflationen 2007 var således jämförelsevis träffsäkra under 2006 och 2007. Det är emellertid viktigt att poängtera att det inte går att dra några slutsatser om prognosförmåga generellt av dessa resultat. Det är endast prognoserna för ett visst år som jämförs här och antalet prognoser från respektive prognosmakare är litet.²⁴

22 Materialet bygger på samma material som diagram 23. En skillnad är att i beräkningarna bakom diagram 24 och 25 har alla prognoser som publicerades under året använts, inte bara de prognoser som publicerades samtidigt som Riksbankens rapporter.

23 Riksbankens resultat är detsamma i diagram 24 och 25, det vill säga alla gånger Riksbankens prognos var bland de 50 procent mest träffsäkra var den också bland de 25 procent mest träffsäkra. Andra bedömares prognoser tillhörde ibland de 50 procent mest träffsäkra men inte de 25 procent mest träffsäkra. Det förklarar skillnaden i resultat mellan diagram 24 och 25.

24 Se M. Andersson m.fl. "En utvärdering av Riksbankens prognosförmåga", *Penning- och valutapolitik*, Nr 3, 2007, Sveriges riksbank.

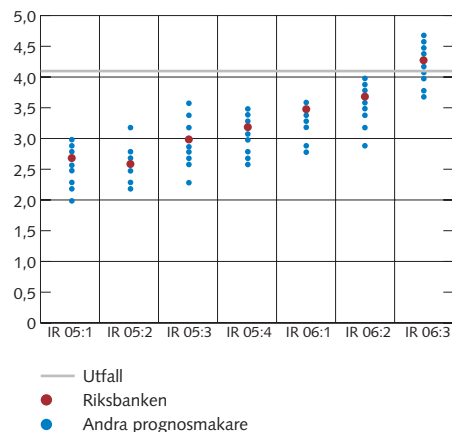
Jämförelse av prognoser för BNP-tillväxten

Diagram 26 och 27 illustrerar de prognoser för BNP-tillväxten 2006 respektive 2007 som gjordes av olika prognosmakare under utvärderingsperioden. Diagrammen är konstruerade på motsvarande sätt som diagram 23 ovan.

Av diagram 26 framgår att Riksbankens prognoser för BNP-tillväxten 2006 tillhörde mitten av fältet av prognoser under 2005 och 2006. Av sammanställningen av prognoser framgår också att styrkan i BNP-tillväxten överraskade samtliga prognosmakare. Ett talande exempel är att till och med den prognosmakare som hade den högsta tillväxtprognosen för 2006 fortfarande underskattade det slutliga utfallet för BNP-tillväxten i början av 2006.

I diagram 27 illustreras prognoserna för BNP-tillväxten 2007. Riksbankens bedömning i Penningpolitisk rapport 2008:1 är att BNP-tillväxten 2007 var 2,5 procent. Om utfallet visar sig hamna nära den prognosen är det tydligt från diagram 27 att prognoserna som gjordes under 2006 är mer centrerade kring utfallet än prognoserna som gjordes under 2007. Riksbankens prognoser låg i mitten av fältet i början av 2006 och verkar alltså ha varit relativt träffsäkra. Majoriteten av prognosmakarna justerade upp sina prognoser i början av 2007. Alla ser ut att ha överskattat BNP-utfallet. Till en del förklaras det av att tillväxttalen för första halvåret justerades ned med 0,3 procentenheter i samband med att statistiken för tredje kvartalet publicerades. Även Riksbanken justerade alltså upp prognosen under 2007 men av diagrammet framgår att Riksbanken från mitten av året inte var lika optimistisk om utvecklingen som andra bedömare.

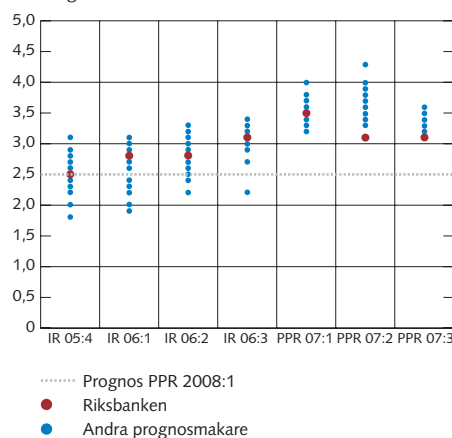
Diagram 26. Prognoser för BNP-tillväxten 2006 vid olika tidpunkter, Riksbanken och andra prognosmakare
Årsgenomsnitt



Anm. Riksbankens prognoser för IR05:1 och IR05:2 är de prognoser som gjordes under antagandet att reporäntan följer de så kallade implicita terminräntorna. Se fotnot 21.

Källor: Consensus Economics Inc., Finansdepartementet, LO, SCB och Riksbanken

Diagram 27. Prognoser för BNP-tillväxten 2007 vid olika tidpunkter, Riksbanken och andra prognosmakare
Årsgenomsnitt



Anm. Se fotnot 21.

Källor: Consensus Economics Inc., Finansdepartementet, LO, SCB och Riksbanken

Tabell 2. Inflationsprognoser 2005, 2006, 2007

Årsgenomsnitt

	IR05:1	IR05:1	IR05:2	IR05:2	IR05:3	IR05:4	IR06:1	IR06:2	IR06:3	PPR07:1	PPR07:2	PPR07:3	PPUdec07	UTFALL
KPI 2007	2,1*	2,4	1,8*	1,9	2,1	2,1	2,1	2,3	2,0	1,5	2,1	2,1	2,2	2,2
KPIX 2007	2,0*	1,9	1,6*	1,6	1,6	1,6	1,5	1,6	1,3	0,7	1,1	1,1	1,2	1,2
BNP-tillväxt 2006	3,2	2,7	2,7	2,6	3,0	3,2	3,5	3,7	4,3	4,5	4,2	4,2	4,1	4,1
BNP-tillväxt 2007	2,8	2,3	2,7	2,4	2,5	2,5	2,8	2,8	3,1	3,5	3,1	3,1	2,6	

Anm. * Tolvmånaderstal.

Prognossiffrorna i gråmarkerade fält är huvudscenariot i rapporterna IR05:1 och IR05:2 vilka bygger på antagandet att reporäntan är konstant under prognosperioden. Prognossiffrorna i vitt fält för IR05:1 och IR05:2 bygger på antagandet att reporäntan utvecklas i linje med ett 15-dagars genomsnitt av de så kallade implicita terminräntorna. Prognossiffrorna från IR05:3, IR05:4, IR06:1, IR06:2 och IR06:3 bygger på antagandet att reporäntan utvecklas i linje med ett 15-dagars genomsnitt av de så kallade implicita terminräntorna, som i dessa rapporter var huvudscenariot. Prognossiffrorna från PPR07:1, PPR07:2, PPR07:3 och PPU:dec bygger på antagandet att reporäntan utvecklas i linje med Riksbankens reporänteprogno som presenterades i respektive rapport.

Källor: SCB och Riksbanken

Efter sänkningen i mitten av 2005 höll Riksbanken reporäntan oförändrad resten av året. I början av 2006 började Riksbanken höja räntan och fortsatte med detta under 2006-2007. För penningpolitiken har avvägningen under perioden varit i vilken takt reporäntan borde höjas med tanke på den låga inflationen i utgångsläget, den fortsatta konjunkturuppgången och risken för en alltför snabb ökning av inflationen längre fram. Riksbanken bedömde under perioden att

reporäntan borde höjas i en takt som bidrog till att inflationen gradvis steg upp mot målet. Det skulle samtidigt innebära att inflationen under en relativt lång period var låg. En sådan penningpolitik bedömde Riksbanken skulle bidra till att KPI-inflationen under 2007 hamnade runt 2 procent och KPIX-inflationen runt 1,5 procent, vilket visade sig stämma relativt väl med utfallet.²⁵

Beslut under 2005

Oförändrad ränta i början av året

Under början av 2005 tydde den information som kom in på att konjunkturuppgången fortsatte ungefär som tidigare väntat. Tillväxten såg ut att ha mattats något, men bedömdes ändå bli stark. Någon vändning på arbetsmarknaden syntes ännu inte men prognoser om god tillväxt talade för att sysselsättningen skulle börja öka längre fram. Inflationen var låg men eftersom resursutnyttjandet bedömdes stiga var det rimligt att räkna med att inflationen gradvis skulle stiga.

Det fanns samtidigt flera faktorer, bland annat ett lågt resursutnyttjande i utgångsläget, som talade för att inflationen skulle vara låg under en stor del av den kommande tvåårsperioden. Det fanns vidare tecken på att ett hårt konkurrenstryck såväl i omvärlden som på den svenska marknaden dämpade inflationen mer än vad Riksbanken tidigare trott. I Sverige gällde det i synnerhet i den inhemska livsmedelsbranschen. Prispressen väntades bidra till att inflationen blev fortsatt låg under en stor del av prognosperioden. Samtidigt bedömde Riksbanken att den expansiva ekonomiska politiken skulle ge en betydande stimulans till ekonomin. Det låga ränteläget hade bidragit till att hushållens upplåning och huspriserna ökade snabbt. Sammantaget talade det för en viss försiktighet i räntepolitiken och reporäntan lämnades oförändrad på 2 procent vid de penningpolitiska sammanträdena i januari och mars.

Vid det penningpolitiska sammanträdet i april konstaterade direktionens ledamöter att osäkerheten om styrkan i konjunkturuppgången blivit större. Ett oväntat högt oljepris och signaler om en svagare utveckling inom euroområdet talade för att konjunkturuppgången i världsekonomin skulle bli svagare än i tidigare prognoser. Den svenska varuexporten och industriproduktionen verkade också öka mindre än väntat och arbetsmarknaden var fortsatt svag. Samtidigt tydde det mesta på att konsumtion och investeringar ökade ungefär enligt prog-

²⁵ Sist i kapitlet finns en sammanställning av alla reporäntebeslut 2005-2007 inklusive reservationer mot besluten.

noserna. Inflationsutsikterna bedömdes sammantaget vara ungefär desamma som tidigare och reporäntan lämnades därför oförändrad även i april.

Räntesänkning i juni

I juni sänktes reporäntan med 0,5 procentenheter till 1,5 procent. Ny statistik visade att ekonomin vuxit betydligt långsammare än väntat under det första kvartalet. Inbromsningen var bred och omfattade såväl exporten som konsumtionen. Det mesta talade visserligen för att det rörde sig om en tillfällig svacka i konjunkturen, men den svaga utvecklingen under det första kvartalet innebar att tillväxtprognosen på kort sikt reviderades ned kraftigt. Liksom tidigare bedömde banken att resursutnyttjandet och det inhemska kostnadstrycket skulle stiga, men nu från en lägre nivå än väntat. Samtidigt hade oljepriset fortsatt att stiga och växelkursen hade försvagats under det första halvåret. Det talade för en något högre inflation på kort sikt, trots att tillväxten var svagare. Sammantaget pekade dock de olika faktorerna mot en lägre inflation på lite längre sikt än tidigare väntat. Att hushållen lånade i snabb takt samtidigt som bostadspriserna steg ingav fortsatt viss oro för att penningpolitiken kanske var för expansiv. Men den svagare efterfrågan och det faktum att inflationen nu väntades ligga under målet även på två års sikt vägde tyngre. Slutsatsen blev därför att det fanns skäl att sänka räntan.

Oförändrad reporänta under andra halvåret

Under andra halvåret kom flera tecken på att konjunkturuppgången tagit ny fart. Reviderad statistik visade också att svackan i början av året varit mindre djup än vad som tidigare framkommit, även om tillväxtprognoserna från början av året fortfarande såg ut att ha varit för optimistiska. Det kom även indikationer på att läget på arbetsmarknaden var på väg att förbättras. En mer expansiv ekonomisk politik, till följd av både den lägre räntan och de finanspolitiska planer som presenterades i budgetpropositionen för 2006, talade också för att tillväxten skulle bli något högre än i tidigare bedömningar. Inflationen väntades fortsätta att öka till följd av bland annat ett stigande resursutnyttjande i Sverige och omvärlden men Riksbanken bedömde att inflationen skulle stiga i ganska måttlig takt. Reporäntan lämnades därför oförändrad i både augusti och oktober.

I december konstaterade Riksbanken att den statistik som kommit in visade att utvecklingen var något starkare än väntat och att tillväxtutsikterna därför var mindre osäkra än tidigare. Inflationen hade stigit men var fortfarande låg och liksom tidigare bedömde Riksbanken att inflationen skulle öka, men i måttlig takt. Räntan lämnades därför oförändrad även i december. Direktionen påpekade att riskerna för en högre inflation nu var större än riskerna för lägre inflation och att det inte kunde uteslutas att reporäntan kunde behöva höjas mer under vintern och våren än vad marknadsräntorna antydde.

Reaktioner på Riksbankens penningpolitik under 2005

I den tredje inflationsrapporten 2005 baserade Riksbanken för första gången prognoserna i huvudscenariot på marknadsaktörernas förväntningar som de avspeglades i de så kallade implicita terminsräntorna.²⁶ Till skillnad från det tidigare antagandet om konstant reporänta byggde prognoserna nu på ett antagande där reporäntan kunde variera under prognosperioden. Fokus riktades på så vis mer naturligt mot ränteutvecklingen under hela prognosperioden och inte bara på det aktuella räntebeslutet.

De marknadsförväntningar som prognoserna i den tredje rapporten 2005 baserades på visas i diagram 28. Direktionen kommenterade denna utveckling av de implicita terminsräntorna i pressmeddelandet i samband med räntebeslutet. Bedömningen var att en sådan utveckling av räntan skulle ge en rimlig utveckling av inflationen de närmast kommande åren. Som en reaktion på detta föll en del räntor något och vissa aktörer förändrade sina penningpolitiska förväntningar för det kommande året i linje med direktionens bedömning av den framtida utvecklingen.

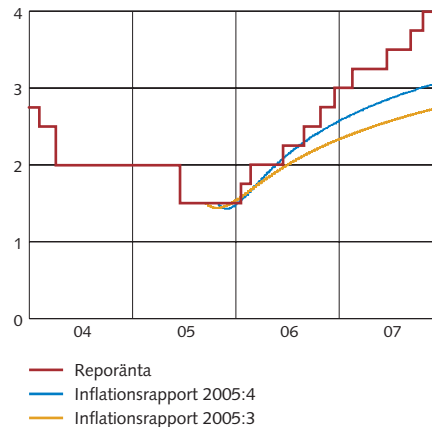
När räntebeslutet och den fjärde inflationsrapporten publicerades i december 2005 fick det stor uppmärksamhet på de finansiella marknaderna. Direktionen bedömde vid det tillfället att reporäntan kanske skulle behöva höjas mer under kommande halvår än vad marknadsräntorna antydde (se diagram 28). Uttalandet fick relativt stora effekter på ränte- och valutamarknaden. Den allmänna tolkningen var att Riksbanken ändrat tonläge men åsikterna hos olika marknadsaktörer gick isär om varför så skett. Debatten efter räntebeslutet kom att handla en hel del om vilka implicita terminsräntor direktionen uttalat sig om – de som prognoserna baserats på eller de som gällde vid tidpunkten för uttalandet.

Beslut under 2006

Räntehöjningar i januari och februari

I början av 2006 bedömde Riksbanken att konjunkturuppgången skulle fortsätta under året, men därefter mattas något efterhand. Situationen på arbetsmarknaden tycktes också ha ljusnat. Men eftersom produktiviteten samtidigt ökade snabbt bedömde Riksbanken att kostnadstrycket ändå skulle bli dämpat. Inflationen var låg men väntades öka och på ett par års sikt vara nära målet. Bedömningen förutsatte att Riksbanken höjde reporäntan i början av året och att höjningarna sedan fortsatte gradvis i linje med förväntningarna på de finansiella marknaderna. Av dessa skäl beslutade direktionen att höja reporäntan med 0,25 procentenheter vid de penningpolitiska sammanträdena både i januari och i februari. I februari noterade direktio-

Diagram 28. Reporänteutfall och implicita terminsräntor 2005
Procent

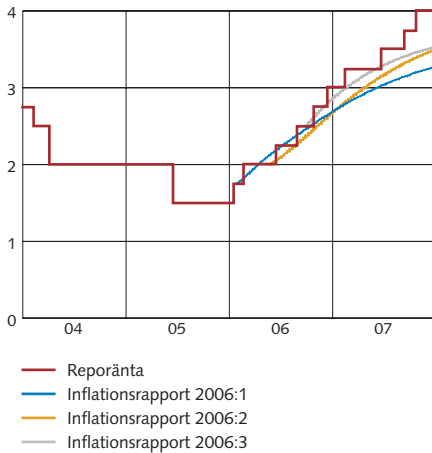


Anm. De implicita terminsräntorna är de 15-dagars genomsnitt som prognoserna för huvudscenariot i Inflationsrapport 2005:3 och 2005:4 bygger på.

Källa: Riksbanken

²⁶ Se kapitel 4.

Diagram 29. Reporänteutfall och implicita terminräntor 2006
Procent



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

Källa: Riksbanken

nen att reporäntan kanske skulle kunna höjas i något långsammare takt framöver jämfört med den utveckling av räntan som prognoserna byggde på (se diagram 29).

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

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

Fortsatta räntehöjningar under resten av året

I juni 2006, i den andra inflationsrapporten för året, bedömde direktionen att det var dags att åter höja räntan med 0,25 procentenheter. Ny statistik indikerade att uppgången i konjunkturen fortsatte. Både tillväxten och sysselsättningen såg ut att öka lite snabbare framöver. Samtidigt hade energipriserna stigit mer än väntat vilket fick Riksbanken att justera upp inflationsprognosen för den närmaste tiden. På sikt visade prognoserna att inflationen skulle stiga mot målet ungefär som i tidigare bedömningar om Riksbanken gradvis höjde reporäntan. Direktionen noterade vid detta tillfälle att det var möjligt att det fanns behov av något fler räntehöjningar under det närmaste året än vad marknadsaktörerna förväntat sig under den senaste tiden (se diagram 29).

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

denna effekt så småningom klingat av bedömde Riksbanken att inflationen åter skulle stiga.

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

Reaktionerna på Riksbankens penningpolitik under 2006

Till skillnad från i december 2005 var reaktionerna små vid räntebeslutet i februari 2006, trots att direktionen noterade i pressmeddelandet rörande räntebeslutet att reporäntan kanske skulle kunna höjas i något långsammare takt framöver jämfört med den ränteutveckling prognoserna byggde på (se diagram 29). Strax före räntebeslutet hade dock överraskande låg månadsstatistik för KPI publicerats vilket lett till att marknadsaktörerna redan justerat ned sina förväntningar om den framtida utvecklingen av reporäntan.

Under vintern 2005/2006 fanns det en viss osäkerhet hos vissa marknadsaktörer om dateringen på de implicita terminsräntor som direktionen förhöll sig till vid räntebesluten. Efter ett tal och det räntebeslut som togs i april upplevdes kommunikationen från Riksbanken som tydligare.²⁷ Direktionens uttalande i juni att det var möjligt att det fanns behov av något fler räntehöjningar under det närmaste året än vad marknadsaktörerna förväntat sig under den senaste tiden fick framförallt de långa räntorna att stiga och marknadsaktörer justerade upp sina prognoser för räntan. De rapporter och räntebeslut som togs under resten av 2006 gav inte upphov till några större överraskningar.

Beslut under 2007

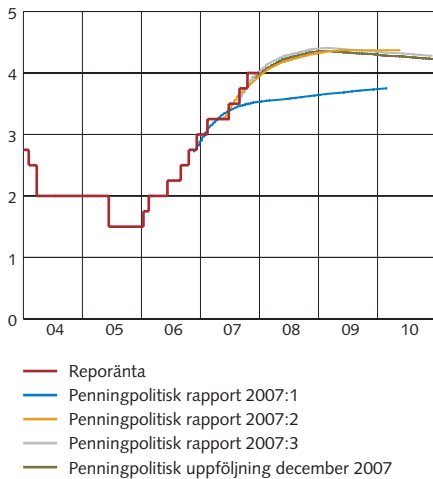
Räntehöjning i februari och prognos om ytterligare ett par höjningar

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

I februari presenterade Riksbanken för första gången en egen ränteprognois. Enligt prognosen behövde reporäntan höjas ett par gånger under det första halvåret för att inflationen skulle hamna på målet och den realekonomiska utvecklingen bli balanserad (se diagram 30). Vid det penningpolitiska sammanträdet i februari beslutade direktionen därför att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 3,25 procent.

²⁷ Se Irma Rosenberg, "Riksbanken och inflationsmålspolitiken – det nya ränteantagandets betydelse", tal, 19 april 2006.

Diagram 30. Reporänteprognoser vid olika tillfällen 2007
Procent



Källa: Riksbanken

Oförändrad ränta under våren men reviderad bedömning av framtida räntor

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

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

Räntehöjning i juni och uppjusterad ränteprognos

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

Det ökade kostnadstrycket och den starka konjunkturen gjorde att Riksbanken höjde reporäntan med 0,25 procentenheter till 3,5 procent. Beslutet var i linje med den prognos för räntan som lagts fast i februari. Men samtidigt justerade direktionen upp prognosen för räntebanan de kommande åren (se diagram 30). Direktionen bedömde att reporäntan borde ligga kring 4 procent i slutet av året och sedan följas av ytterligare en eller ett par höjningar de kommande åren.

Ökad osäkerhet under hösten men räntehöjningar i linje med tidigare bedömning

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

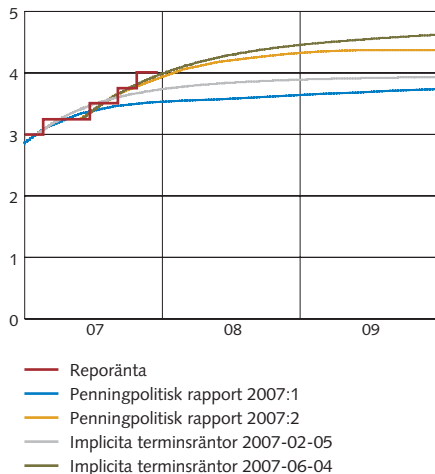
Den nya informationen om den svenska ekonomin tydde alltså på att inflationstrycket var lite starkare än väntat och att prognosen för reporäntan därför borde justeras upp något. Å andra sidan hade osäkerheten ökat betydligt om styrkan i tillväxten i omvärlden. Detta berodde på den finansiella oro som under sommaren 2007 hade brutit ut i spåren av krisen på den amerikanska bolånemarknaden. Riksbanken bedömde att det kunde dämpa utvecklingen något även i den svenska ekonomin.

Sammantaget var slutsatsen i september och oktober ändå att reporäntan skulle behöva höjas i ungefär samma takt som direktionen räknade med i juni. Reporäntan höjdes därför med 0,25 procentenheter både i september och i oktober (se diagram 30). Under sista kvartalet tilltog osäkerheten om utvecklingen i omvärlden till följd av den finansiella oron. Den svenska tillväxten såg också ut att bromsa in snabbare än väntat. Den finansiella oron gjorde att skillnaderna ökade mellan räntor på lån mellan banker och räntor på statspapper. Det ledde till att lånekostnaderna steg för företag och hushåll, vilket väntades dämpa efterfrågan. Samtidigt blev inflationen högre än väntat. Läget fortsatte alltså att vara svårbedömt med krafter som drog åt olika håll. Reporäntan lämnades oförändrad och ränteprognosen var i stort sett oförändrad i december.

Reaktionerna på Riksbankens penningpolitik och ränteprognoser under 2007

I den första penningpolitiska rapporten som publicerades i februari 2007 baserade Riksbanken för första gången prognoserna på en egen bedömning av reporäntans framtida utveckling. Den prognos som presenterades pekade på att reporäntan bara skulle behöva höjas måttligt de kommande åren (se diagram 31). Det överraskade en del ekonomiska bedömare och marknadsaktörer som själva justerat upp sina egna ränteprognoser i samband med en allmän ränteuppgång i omvärlden (se diagram 31). Reaktionerna blev därför förhållandevis stora. Räntorna sjönk och kronan försvagades. Men mot bakgrund

Diagram 31. Reporänteutfall, reporänteprognoser och implicita terminräntor vid vissa tidpunkter under 2007
Procent



Anm. Implicita terminräntor är uträknade på basis av instrumentet Forward Rate Agreements (FRA), som avspeglar marknadens förväntningar på framtida korträntor.

Källa: Riksbanken

av den skillnad som fanns mellan Riksbankens och andra bedömares prognoser var räntenedgången ändå ganska begränsad. Även efteråt låg den implicita terminräntekurvan kvar över Riksbankens ränteprognos. En anledning var att vissa marknadsaktörer gjorde en annan bedömning av konjunkturläget och dess effekter på inflationstrycket. De trodde att Riksbanken så småningom skulle behöva revidera bedömningen av inflationstrycket och höja sin prognos för räntan. Det fanns dock relativt stora skillnader mellan olika bedömare och vissa låg nära Riksbankens syn på de ekonomiska utsikterna och behovet av räntehöjningar.

I den andra rapporten i juni justerade Riksbanken upp prognosen för reporäntans utveckling (se diagram 31). Ny statistik visade bland annat att arbetsmarknaden blivit stramare och löneavtalen högre än väntat. Bedömningen var därför att det ökade kostnadstrycket innebar att reporäntan behövde höjas mer framöver än i den förra prognosen. Återigen blev marknadsreaktionerna på Riksbankens prognos förhållandevis stora. Denna gång steg räntorna jämförelsevis mycket och kronan stärktes kraftigt. Riksbankens prognos för utvecklingen av räntan på kort sikt skilde sig inte särskilt mycket från marknadens förväntningar. Däremot låg de implicita terminräntorna över Riksbankens prognos för räntan på längre sikt. Trots detta steg räntorna både på kort och på lång sikt när Riksbanken publicerade sin prognos. Storleken på marknadsreaktionerna kan delvis förklaras av att räntorna steg i omvärlden. Sannolikt hade också marknadsaktörer förväntat sig att Riksbanken skulle publicera en lägre ränteprognos.

Riksbankens prognos för reporäntan som presenterades i den tredje rapporten i oktober överensstämde väl med prognoserna hos andra bedömare och reaktionerna på publiceringen var relativt små. Vid det penningpolitiska mötet i december publicerades för första gången en Penningpolitisk uppföljning. När denna uppföljning, som inkluderade en ny ränteprognos, presenterades sjönk räntorna något.

Under året riktades viss kritik mot Riksbanken, bland annat för att några av prognoserna överraskat marknaden. Kritiken gällde även de förändringar av den penningpolitiska kommunikationen som direktionen genomförde under våren 2007, framförallt publiceringen av en egen ränteprognos och beslutet att endast ge signaler om den framtida penningpolitiken i samband med penningpolitiska möten.²⁸ Ledamöter i Riksbankens direktion kommenterade detta i tal och poängterade att motiven till de genomförda förändringarna varit att bli ännu mer öppna och tydliga med hur penningpolitiken bedrivs. De betonade samtidigt att detta kommer att ta en viss tid för alla parter att anpassa sig till och att kommunikationen mellan parterna kommer att bli allt bättre allteftersom erfarenheten av den nya ordningen ökar. För att bli ännu tydligare i kommunikationen och tillgodose behovet av mer information beslutade direktionen i september att börja publicera ränteprognoser i samband med varje penningpolitiskt möte.²⁹

²⁸ Se Irma Rosenberg, "Förändringar i den penningpolitiska kommunikationen", pressmeddelande nr 22, 11 maj 2007.

Bedömning av penningpolitiken

I stora drag såg Riksbanken under 2005 och 2006 framför sig en fortsatt konjunkturuppgång där kostnadstryck och resursutnyttjande skulle öka efterhand. Inflationstrycket bedömdes trots detta vara fortsatt lågt på grund av att ett antal faktorer höll tillbaka inflationen. En viktig sådan faktor var den snabbt stigande produktiviteten.

Under andra hälften av 2005 höll Riksbanken reporäntan oförändrad. I början av 2006 började Riksbanken höja räntan och höjningarna fortsatte under 2006-2007. Den övergripande avvägningen under perioden handlade om i vilken takt reporäntan borde höjas med tanke på den låga inflationen i utgångsläget, den fortsatta konjunkturuppgången och risken för en alltför snabb ökning av inflationen längre fram.

Riksbanken bedömde att reporäntan borde höjas i en takt som bidrog till att inflationen gradvis steg mot målet på sikt. Inflationen väntades alltså ligga under målet under en relativt lång period innan den närmade sig målet. Riksbanken bedömde att en sådan politik skulle bidra till att inflationen 2007 hamnade runt 2 procent (mätt med KPI) och den underliggande inflationen runt 1,5 procent (mätt med KPIX). Inflationen 2007 utvecklades väl i linje med dessa prognoser. Med den förda penningpolitiken räknade Riksbanken med att tillväxten i ekonomin skulle vara fortsatt hög, vilket också visade sig bli fallet.

Att utvärdera penningpolitiken med facit i hand är vanskligt. Ekonomin påverkas ständigt av störningar som är svåra, eller till och med omöjliga att förutse. Ett exempel är energipriserna som svängt mycket under utvärderingsperioden och ömsom dämpat, ömsom pressat upp KPI- och KPIX-utfallen. En mer intressant fråga är därför om penningpolitiken varit väl avvägd givet den information som fanns tillgänglig vid de tillfällen då besluten om reporäntan fattades. Med den utgångspunkten och i ljuset av den ekonomiska utvecklingen 2005-2007 är det Riksbankens bedömning att penningpolitiken under 2005 och 2006 var väl avvägd. En liknande utvärdering av penningpolitiken under 2007 är för tidig att göra. En sådan kommer att finnas i nästa års underlag för utvärdering av penningpolitiken.

29 Se "Reporäntebana efter varje penningpolitiskt sammanträde", pressmeddelande nr 36, 7 september 2007.

Räntebeslut 2005

- 27 januari: Reporäntan lämnades oförändrad på 2,0 procent.
- 14 mars: Reporäntan lämnades oförändrad på 2,0 procent.
- 28 april: Reporäntan lämnades oförändrad på 2,0 procent.
- 20 juni: Reporäntan sänktes med 0,5 procentenheter till 1,5 procent.
- 23 augusti: Reporäntan lämnades oförändrad på 1,5 procent.
- 19 oktober: Reporäntan lämnades oförändrad på 1,5 procent.
- 1 december: Reporäntan lämnades oförändrad på 1,5 procent.
Vice riksbankscheferna Villy Bergström, Lars Nyberg och Eva Srejber reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde höjas med 0,25 procentenheter. De menade att tecknen på en stabil och varaktig konjunkturuppgång hade blivit fler och att det nu var önskvärt att inleda den gradvisa åtstramning av penningpolitiken de nu såg framför sig. Detta för att minska risken för att kronan skulle försvagas ytterligare till följd av stigande räntor i Europa och för att en räntehöjning skulle sända en signal till bostadsmarknaden om att nuvarande prisökningstakt inte var hållbar.

Räntebeslut 2006

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

Räntebeslut 2007

- 14 februari: Reporäntan höjdes med 0,25 procentenheter till 3,25 procent.
- 29 mars: Reporäntan lämnades oförändrad på 3,25 procent.
Vice riksbankschef Svante Öberg reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde höjas med 0,25 procentenheter och räntebanan revideras upp. Han menade att riskerna på uppsidan ökat betydligt sedan det penningpolitiska mötet i februari. Den reala utvecklingen hade varit starkare

- än prognosticerat, arbetsmarknaden hade fortsatt att förbättras i snabbare takt än förutsett och avtalsförhandlingarna såg ut att resultera i högre löner än beräknat.
- 3 maj: Reporäntan lämnades oförändrad på 3,25 procent.
Vice riksbankscheferna Svante Öberg och Lars Nyberg reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde höjas med 0,25 procentenheter och räntebanan revideras upp. De ansåg båda två att riskerna på uppsidan ökat betydligt sedan det penningpolitiska mötet i februari. Den ekonomiska utvecklingen var starkare, avtalsförhandlingarna såg ut att resultera i högre löner, finanspolitiken var mer expansiv och kreditexpansionen var fortsatt hög.
- 19 juni: Reporäntan höjdes med 0,25 procentenheter till 3,5 procent.
Vice riksbankschef Svante Öberg reserverade sig mot den penningpolitiska rapporten. Han menade att rapporten i och för sig är ett bra underlag för direktionens möte och instämde i stora drag i bilden av den ekonomiska utvecklingen de närmaste åren. Men Öbergs egen bedömning var att inflationstrycket skulle bli starkare de närmaste åren än enligt huvudscenariot i rapporten. Han menade att styrräntan därför troligen kommer att behöva höjas mer än enligt huvudscenariot.
- 6 september: Reporäntan höjdes med 0,25 procentenheter till 3,75 procent.
- 29 oktober: Reporäntan höjdes med 0,25 procentenheter till 4 procent.
Vice riksbankschef Svante Öberg reserverade sig mot den penningpolitiska rapporten. Han bedömde att utvecklingen på arbetsmarknaden skulle bli starkare och att löneökningarna skulle bli högre än enligt rapporten. Därmed skulle också inflationstrycket bli högre och behovet av att höja styrräntan större. Av den anledningen lutade sig Öberg mer åt den räntebana som redovisades i det alternativscenariot där lönerna steg mer och produktiviteten blev lägre än räntebanan i rapportens huvudscenariot.
- 18 december: Reporäntan lämnades oförändrad på 4 procent.
Vice riksbankschef Svante Öberg reserverade sig mot beslutet att lämna styrräntan oförändrad och ansåg att den borde höjas med 0,25 procentenheter. Han reserverade sig även mot den penningpolitiska uppföljningen samt mot den räntebana som redovisades i denna. Öberg bedömde att utvecklingen på arbetsmarknaden kommer att bli starkare och att inflationstrycket kommer att bli högre än i den penningpolitiska uppföljningen. De ekonomiska utsikterna talade enligt Öberg för en relativt hög styrränta 2008, med en eventuell sänkning längre fram om inflationstrycket dämpas.

42 **Tabell 3. Utfall och prognoser gjorda under 2005,2006 och 2007 för olika variabler.**
Årsgenomsnitt om inget annat anges

	IR05:1	IR05:1	IR05:2	IR05:2	IR05:3	IR05:4	IR06:1	IR06:2	IR06:3	PPR07:1	PPR07:2	PPR07:3	PPU:dec	UTFALL
BNP-tillväxt 2006	3,2	2,7	2,7	2,6	3,0	3,2	3,5	3,7	4,3	4,5	4,2	4,2	4,1	4,1
BNP-tillväxt 2007	2,8	2,3	2,7	2,4	2,5	2,5	2,8	2,8	3,1	3,5	3,1	3,1	2,6	
BNP OECD19 2006	2,8	2,8	2,6	2,6	2,4	2,4	2,5	2,8	3,2 ³⁾	3,2 ³⁾	3,2 ³⁾	3,0 ³⁾	3,0 ³⁾	3,0 ³⁾
BNP OECD19 2007	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6	2,5	2,5	2,5	2,6 ³⁾	2,7 ³⁾	2,6 ³⁾	2,5 ³⁾	2,7 ³⁾	
TCW ³⁾ 2007	122,5		123,2		124,4	125,4	124,5	126,5	125,4	124,0	124,8	124,9		125,2
Produktivitet i näringslivet 2006	2,3		2,3		2,7	2,7	2,8	2,6	3,3					3,4
Produktivitet i hela ekonomin 2007	2,1 ²⁾		2,1 ²⁾		2,5 ²⁾	2,5 ²⁾	2,6 ²⁾	2,5 ²⁾	1,9	1,7	1,0	0,1		
Lön i hela ekonomin 2007 (Timlön KL)	4,2 ²⁾		3,9 ²⁾		3,9 ²⁾	3,9 ²⁾	3,9 ²⁾	3,9 ²⁾	3,8	3,8	3,9	3,9		
Enhetsarbetskostnad i näringslivet 2006	2,1		1,9		1,1	1,1	1,0	0,2	-0,7					-0,1
Enhetsarbetskostnad i hela ekonomin 2007	2,2 ²⁾		1,9 ²⁾		1,8 ²⁾	1,8 ²⁾	1,7 ²⁾	2,9 ²⁾	2,9	2,8	4,2	4,8		
Sysselsatta 2006	1,4		0,7		1,1	1,1	1,5	1,7	1,9	1,9	1,9	1,8		1,8
Sysselsatta 2007	1,2		0,9		0,6	0,6	0,6	1,0	1,1	2,1	2,3	2,6		2,4
Öppen arbetslöshet 2006 ⁴⁾	4,4		4,9		5,0	5,0	5,0	5,5	5,4	5,4	5,4	5,4		5,4
Öppen arbetslöshet 2007 ⁴⁾	4,0		4,5		4,6	4,6	4,8	5,1	5,4	5,1	4,7	4,6		4,6
KPI 2007	2,1 ¹⁾	2,4	1,8 ¹⁾	1,9	2,1	2,1	2,1	2,3	2,0	1,5	2,1	2,1	2,2	2,2
KPIX 2007	2,0 ¹⁾	1,9	1,6 ¹⁾	1,6	1,6	1,6	1,5	1,6	1,3	0,7	1,1	1,1	1,2	1,2
KPIX exkl. energi 2007									1,3	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5

Anm. ¹⁾tolvmånaderstal, ²⁾i näringslivet, ³⁾hela OECD, ⁴⁾procent av arbetskraften, ⁵⁾växelkurs, index, 1992-11-19=100.

Prognossiffrorna i gråmarkerade fält är huvudscenariot i rapporterna IR05:1 och IR05:2 vilka bygger på antagandet om att reporäntan är konstant under prognosperioden. Prognossiffrorna i vitt fält för IR05:1 och IR05:2 bygger på antagandet att reporäntan utvecklas i linje med ett 15-dagars genomsnitt av de så kallade implicita terminräntorna. Prognossiffrorna från IR05:3, IR05:4, IR06.1, IR06:2 och IR06:3 bygger på antagandet att reporäntan utvecklas i linje med ett 15-dagars genomsnitt av de så kallade implicita terminräntorna, som i dessa rapporter var huvudscenariot. Prognossiffrorna från PPR07:1, PPR07:2, PPR07:3 och PPU:dec bygger på antagandet att reporäntan utvecklas i linje med Riksbankens reporänteprogno som presenterades i respektive rapport.

Källor: OECD, SCB och Riksbanken.

Sveriges riksbank
103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

