



## Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2014–2016

---

### Sammanfattning

Utskottet redovisar sin årligt återkommande utvärdering av penningpolitiken och föreslår att riksdagen godkänner vad utskottet sagt om penningpolitiken för perioden 2014–2016.

Utskottet konstaterar att Riksbanken fortsatte att föra en historiskt sett extremt expansiv penningpolitik under 2016 för att få upp inflationen mot inflationsmålet. Utskottet konstaterar också att inflationen och inflationsförväntningarna fortsatte att stiga under 2016 efter en svag uppgång 2015, bl.a. till följd av stigande energipriser. Inflationen låg däremot fortfarande en bra bit under inflationsmålet på 2 procent och långt under målet för hela utvärderingsperioden 2014–2016. Utskottet konstaterar dock att tillväxttakten i den svenska ekonomin fortfarande är hög till följd av den expansiva penningpolitiken samtidigt som arbetslösheten gått ned ytterligare.

Utskottet välkomnar Riksbankens analys över penningpolitikens effekter i redogörelsen för penningpolitiken 2016. Den tillför viktig information om penningpolitikens genomslag i ekonomin. Analysen skulle enligt utskottet vinna ytterligare på att kompletteras med en analys av penningpolitikens fördelningseffekter.

# Innehållsförteckning

Utskottets förslag till riksdagsbeslut .....	3
Redogörelse för ärendet .....	4
Finansutskottets utvärderingar av penningpolitiken .....	4
Förutsättningarna för penningpolitiken .....	4
Riksbankens penningpolitiska strategi .....	5
Utskottets överväganden .....	7
Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2014–2016 .....	7
Sammanfattning av Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2016 .....	7
Externa bedömningar av penningpolitiken under utvärderingsperioden .....	20
Utskottets ställningstagande .....	24

## Tabeller

Tabell 1 Penningpolitiken under 2014–2015 .....	8
Tabell 2 Penningpolitiken under 2016 .....	10
Tabell 3 Inflationen i Sverige under utvärderingsperioden .....	13
Tabell 4 Produktion och sysselsättning i Sverige under utvärderingsperioden .....	14

## Diagram

Diagram 1 Inflationen i Sverige under utvärderingsperioden .....	12
Diagram 2 Inflationförväntningar .....	12
Diagram 3 Resursutnyttjandet i den svenska ekonomin .....	14
Diagram 4 Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosbedömares KPI-prognoser för 2016 .....	16
Diagram 5 Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosbedömares BNP-prognoser för 2016 .....	17
Diagram 6 Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosbedömares prognoser över reporäntan i slutet av 2016 .....	18

# Utskottets förslag till riksdagsbeslut

## **Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2014–2016**

Riksdagen godkänner det som utskottet anför om penningpolitiken för perioden 2014–2016.

Stockholm den 18 maj 2017

På finansutskottets vägnar

*Fredrik Olovsson*

Följande ledamöter har deltagit i beslutet: Fredrik Olovsson (S), Monica Green (S), Maria Plass (M), Ingela Nylund Watz (S), Oscar Sjöstedt (SD), Jörgen Andersson (M), Ingemar Nilsson (S), Emil Källström (C), Janine Alm Ericson (MP), Jan Ericson (M), Marie Granlund (S), Dennis Dioukarev (SD), Niklas Karlsson (S), Fredrik Schulte (M), Mathias Sundin (L), Håkan Svenneling (V) och Larry Söder (KD).

# Redogörelse för ärendet

## Finansutskottets utvärderingar av penningpolitiken

Finansutskottet har sedan den nya riksbankslagen trädde i kraft 1999 och Riksbanken fick en självständig ställning i förhållande till riksdagen och regeringen genomfört årliga utvärderingar av penningpolitiken. Sedan 2007 redovisas dessa i ett separat betänkande.

Detta betänkande innehåller utvärderingen av penningpolitiken för perioden 2014–2016. Utvärderingen bygger bl.a. på Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2016 och på andra externa bedömningar av den svenska penningpolitiken under den aktuella perioden. Riksbankens redogörelse är den första av två skriftliga rapporter som Riksbanken enligt riksbankslagen årligen ska lämna till finansutskottet. Chefen för Riksbankens penningpolitiska avdelning Marianne Nessén informerade utskottet om förändringar i redogörelsen den 12 januari 2017, och riksbankschef Stefan Ingves informerade om redogörelsens innehåll den 30 mars 2017.

Utskottets öppna utfrågningar med riksbankschefen och en av de fem vice riksbankscheferna är andra viktiga delar i utskottets granskning av penningpolitiken. Sedan 2017 hålls öppna utfrågningar två gånger per år, en i mars och en i september. Protokollet från den öppna utfrågning som hölls i mars 2017 finns publicerat i Rapporter från riksdagen 2016/17:RFR13.

Sedan mitten av 00-talet genomför utskottet även en extern och oberoende utvärdering av penningpolitiken vart fjärde år. Hittills har tre externa utvärderingar genomförts. Den första genomfördes av Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin (2006/07:RFR1), den andra av Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet (2010/11:RFR5) och den tredje av Marvin Goodfriend och Mervyn King (2015/16:RFR6).

Goodfriends och Kings utvärdering av penningpolitiken 2010–2015 behandlades av utskottet och riksdagen i juni 2016 (bet. 2015/16:FiU41). Riksdagen beslutade att uppmana regeringen att tillsätta en parlamentarisk utredning av det penningpolitiska ramverket och riksbankslagen (1988:1385). Regeringen tillsatte Kommittén om översyn av det penningpolitiska ramverket och riksbankslagen i december 2016 (Fi 2016:15). Samtidigt utsågs den förra generaldirektören Mats Dillén till kommitténs ordförande.

## Förutsättningarna för penningpolitiken

Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Enligt lagens förarbeten ska Riksbanken också, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken för att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning. I januari 1993 beslutade dåvarande riksbanksfullmäktige att den operativa penningpolitiken

skulle bedrivas utifrån ett inflationsmål. Målet började formellt att gälla den 1 januari 1995 och gäller än i dag. Målet är att inflationen, mätt som årlig procentuell förändring av konsumentprisindex (KPI), ska vara 2 procent.

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

## Riksbankens penningpolitiska strategi

I de penningpolitiska rapporterna och redogörelsen för penningpolitiken redovisar Riksbanken grundstenarna i den strategi som banken använder för att nå målet för penningpolitiken. Strategin presenteras kortfattat i punkterna nedan:

- Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken preciserar detta som ett mål för inflationen som innebär att den årliga förändringen av KPI ska vara 2 procent.
- Samtidigt som penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken för att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera produktionen och sysselsättningen runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas en flexibel inflationsmålspolitik. Det innebär inte att Riksbanken gör avkall på att inflationsmålet är överordnat.
- Det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen och realekonomin. Därför vägleds penningpolitiken av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Riksbanken publicerar bl.a. en bedömning av hur reporäntan kommer att utvecklas framöver.
- Vid varje penningpolitiskt beslutstillfälle gör direktionen en bedömning av vilken bana för reporäntan och eventuellt vilka andra kompletterande åtgärder som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. Avvägningen handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen runt inflationsmålet och stabiliseringen av realekonomin.
- Det finns inget generellt svar på frågan hur snabbt Riksbanken siktar på att föra tillbaka inflationen till 2 procent om den avviker från målet. En snabb återgång kan i vissa lägen få effekter på produktionen och sysselsättningen som inte är önskvärda, medan en långsam återgång kan försvaga trovärdigheten för inflationsmålet. I allmänhet har strävan varit att penningpolitiken anpassas så att inflationen förväntas vara någorlunda nära målet om två år.

- I Riksbankens uppdrag ingår enligt riksbankslagen även att främja ett säkert och effektivt betalningsväsen. Risker förknippade med utvecklingen på de finansiella marknaderna vägs in i räntebesluten. När det gäller att förebygga en obalanserad utveckling av tillgångspriser och skuldsättning spelar dock framför allt ett väl fungerande regelverk och en effektiv tillsyn en central roll. Penningpolitiken är enbart ett komplement.
- I vissa lägen, som under finanskrisen 2008–2009, kan reporäntan och räntebanan behöva kompletteras med andra åtgärder för att främja den finansiella stabiliteten och säkerställa att penningpolitiken får genomslag på ett effektivt sätt.
- Riksbanken strävar efter att dess kommunikation ska vara öppen, saklig, begriplig och aktuell. Det gör det lättare för ekonomins aktörer att fatta bra ekonomiska beslut. Penningpolitiken blir också lättare att utvärdera.

# Utskottets överväganden

## Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2014–2016

### Utskottets förslag i korthet

Riksdagen godkänner vad utskottet sagt om penningpolitiken för perioden 2014–2016.

Utskottet konstaterar att Riksbanken fortsatte att föra en extremt expansiv penningpolitik under 2016 för att få upp inflationen mot inflationsmålet. Utskottet konstaterar också att inflationen och inflationsförväntningarna fortsatte att stiga under 2016, bl.a. till följd av stigande energipriser. Däremot låg inflationen fortfarande en bra bit under inflationsmålet på 2 procent under 2016 och långt under målet för hela utvärderingsperioden 2014–2016. Utskottet konstaterar dock att resursutnyttjandet i ekonomin fortsatt att stiga till följd av den expansiva penningpolitiken samtidigt som arbetslösheten gått ned ytterligare.

Utskottet välkomnar Riksbankens analys över penningpolitikens effekter i redogörelsen för penningpolitiken 2016. Den tillför viktig information om penningpolitikens genomslag i ekonomin. Analysen skulle enligt utskottet vinna ytterligare på att kompletteras med en analys av penningpolitikens fördelningseffekter.

## Sammanfattning av Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2016

### Penningpolitiken under perioden

#### *Penningpolitiken 2014–2015*

Som framgår av tabell 1 lade Riksbanken om den penningpolitiska kursen under 2014. Från att tidigare ha hållit reporäntan kring 1 procent för att bl.a. motverka skuldupbyggnaden hos hushållen sänkte Riksbanken reporäntan relativt snabbt för att få upp inflationen mot inflationsmålet och hejda en ytterligare nedgång i inflationsförväntningarna. Tillväxten i omvärlden var låg, framför allt i euroområdet, och den internationella inflationen utvecklades svagare än de flesta prognosmakare hade räknat med, bl.a. på grund av sjunkande energipriser. Samtidigt förbättrades den svenska konjunkturen successivt till följd av en hög hushållskonsumtion och stigande bostadsinvesteringar.

I början av sommaren 2014 sänkte Europeiska centralbanken (ECB) sin reporänta samtidigt som banken annonserade att penningpolitiken skulle vara

expansiv under en lång tid framöver. Riksbanken följde efter och sänkte under sommaren reporäntan med 0,5 procent för att bl.a. förhindra en förstärkning av kronan och ett därmed ytterligare tryck nedåt på den svenska inflationen.

**Tabell 1 Penningpolitiken under 2014–2015**

*Procent, miljarder kronor*

<b>Beslut</b>	<b>Reporänta</b>	<b>Köp av obligationer</b>	<b>Köp av obligationer, ackumulerat</b>
2014-02-12	0,75		
2014-04-08	0,75		
2014-07-02	0,25		
2014-09-03	0,25		
2014-10-27	0,00		
2014-12-15	0,00		
2015-02-11	-0,10	10	10
2015-03-18	-0,25	30	40
2015-04-28	-0,25	50	90
2015-07-01	-0,35	45	135
2015-09-02	-0,35	–	135
2015-10-27	-0,35	65	200
2015-12-14	-0,35	–	200

Källa: Riksbanken.

Under hösten 2014 dämpades både det internationella och det svenska inflationstrycket ytterligare, och mot slutet av året sänkte Riksbanken reporäntan till då historiskt låga 0 procent. Vid sitt sista möte för året, i december, bedömde Riksbanken att reporäntan skulle ligga kvar på 0 procent fram till andra halvåret 2016. Banken meddelade samtidigt att man förberedde andra åtgärder för att göra penningpolitiken ännu mer expansiv för att få upp inflationen och inflationsförväntningarna mot inflationsmålet.

I början av 2015 annonserade ECB att den planerade att göra penningpolitiken i euroområdet ännu mer expansiv genom köp av obligationer. För att motverka en förstärkning av kronan och en ytterligare nedgång i den svenska inflationen beslutade direktionen att sänka reporäntan till -0,1 procent i februari 2015, den första negativa reporäntan i svensk ekonomisk historia. Direktionen beslutade samtidigt att börja köpa statsobligationer för 10 miljarder kronor för att göra penningpolitiken mer expansiv. Vid ett extrainsatt penningpolitiskt möte i mars konstaterade Riksbanken att kronan stärkts i snabb takt gentemot euron till följd av ECB:s mycket omfattande köp av obligationer. För att begränsa kronförstärkningen beslutade direktionen att sänka reporäntan till -0,25 procent samtidigt som köpen av statsobligationer utökades med 30 miljarder kronor.

Under våren 2015 kom signaler om att den svenska inflationen sakta började stiga. Osäkerheten om den internationella konjunkturen och inflationsutvecklingen var dock fortfarande stor, även om den svenska ekonomin växte i god takt och arbetslösheten minskade. Under våren och sommaren beslutade direktionen att sänka reporäntan till -0,35 procent och



öka köpen av statsobligationer med ytterligare sammanlagt 95 miljarder kronor för att minska risken för en starkare krona och säkerställa att inflationen fortsatte att stiga mot målet.

Under hösten 2015 växte osäkerheten om styrkan i återhämtningen i världsekonomin. Prognoserna över den internationella tillväxten och inflationen skrevs ned. Vid sitt penningpolitiska möte i oktober beslutade direktionen att utöka obligationsköpen med ytterligare 65 miljarder kronor till sammanlagt 200 miljarder kronor. Strax efter Riksbankens möte meddelade ECB att den tänkte utöka köpen av obligationer ytterligare samtidigt som den sänkte sin inlåningsränta. Riksbanken beslutade dock vid sitt sammanträde i december att hålla penningpolitiken oförändrad. Efter sammanträdet stärktes kronan mot flertalet valutor, och i slutet av december meddelade Riksbanken att den hade beredskap för att intervensera på valutamarknaden för att förhindra en fortsatt förstärkning av kronan och motverka en nedgång i inflationen.

### *Penningpolitiken 2016*

I likhet med 2015 präglades penningpolitiken under 2016 av osäkerhet om världskonjunkturen och den låga internationella inflationen och en mycket expansiv penningpolitik runt om i världen, även om den amerikanska centralbanken höjde sin styrränta i slutet av 2015. Den höga svenska tillväxten under framför allt 2015 hade bidragit till att resursutnyttjandet börjat närma sig en normal nivå och inflationen hade börjat stiga, även om uppgången var ryckig och långsam.

För att motverka förstärkningen av kronan i slutet av 2015 och början av 2016 beslutade direktionen vid två extrainsatta möten i januari att öka beredskapen för interventioner på valutamarknaden. Mandatet att intervensera förlängdes löpande under 2016, men utnyttjades aldrig eftersom kronan till skillnad från förväntningarna försvagades under året.

Inför årets första ordinarie sammanträde i februari hade utfallen av inflationen varit låga, och Riksbanken bedömde att inflationen under 2016 skulle bli lägre än vad den tidigare hade räknat med. Det riskerade att förlänga perioden med låg inflation och försvaga förtroendet för inflationsmålet. Som framgår av tabell 2 beslutade direktionen att sänka reporäntan med 0,15 procentenheter till -0,5 procent för att säkerställa den stigande trenden i inflationen.

I mars 2016 beslutade ECB att sänka sina styrräntor och ytterligare utöka sina redan betydande köp av obligationer. ECB:s åtgärder riskerade att på kort sikt bidra till en snabb förstärkning av kronan, vilket skulle kunna dämpa den svenska tillväxten och inflationsuppgången. Vid sitt möte i april beslutade därför direktionen att utöka obligationsköpen med 45 miljarder kronor till sammanlagt 245 miljarder kronor.

**Tabell 2 Penningpolitiken under 2016***Procent, miljarder kronor*

<b>Beslut</b>	<b>Reporänta</b>	<b>Köp av obligationer</b>	<b>Köp av obligationer, ackumulerat</b>	<b>Mandat för intervention på valutamarknaden</b>
2016-01-04	-0,35	–	200	Ja, beslut till 19/1
2016-01-19	-0,35	–	200	Ja, beslut till 10/2
2016-02-10	-0,50	–	200	Ja, beslut till 5/6
2016-04-20	-0,50	45	245	–
2016-07-05	-0,50	–	245	Ja, beslut till 14/2 2017
2016-09-06	-0,50	–	245	–
2016-10-26	-0,50	–	245	–
2016-12-21	-0,50	30	275	–

Källa: Riksbanken.

Under sommaren ökade osäkerheten om den internationella utvecklingen, bl.a. till följd av att det brittiska folket i slutet av juni röstade för att lämna EU. Direktionen tryckte vid sitt möte i juli på behovet av en fortsatt mycket expansiv penningpolitik, men beslutade att lämna reporäntan oförändrad. Till följd av den ökade osäkerheten valde dock direktionen att skjuta fram den förväntade tidpunkten för en kommande räntehöjning till andra halvåret 2017.

Under hösten visade det sig att utfallen av inflationen var svagare än förväntat. Riksbanken reviderade sina inflationsprognoser och bedömde att det skulle ta längre tid än vad man tidigare beräknat för inflationen att nå inflationsmålet. Vid sitt möte i oktober beslutade direktionen att lämna reporäntan oförändrad men sköt fram tidpunkten för en framtida räntehöjning ytterligare, till i början av 2018. Direktionen uttalade också att sannolikheten för att reporäntan skulle sänkas ytterligare hade höjts under de senaste månaderna och att det fanns en hög beredskap för att göra penningpolitiken ännu mer expansiv om utvecklingen skulle hota inflationsuppgången.

I december beslutade ECB att förlänga sitt program för obligationsköp med ytterligare nio månader, vilket ökade oron för att kronan skulle förstärkas trots att den hade försvagats en del under hösten. För att ytterligare stödja inflationsuppgången och minska risken för snabb förstärkning av kronan beslutade direktionen vid sitt decembermöte att utöka köpen av obligationer med ytterligare 30 miljarder kronor till sammanlagt 275 miljarder kronor.

*De penningpolitiska besluten och reservationerna under 2016*

I punkterna nedan sammanfattas besluten och reservationerna vid direktionens penningpolitiska möten under 2016.

- Mötet den 4 januari. Direktionen beslutade att ge riksbankschefen och vice riksbankschefen mandat att intervensera på valutamarknaden som en kompletterande penningpolitisk åtgärd. Vice riksbankschef Martin Flodén reserverade sig mot beslutet med motiveringen att valutainterventioner inte var ett lämpligt verktyg för att göra penningpolitiken mer expansiv.

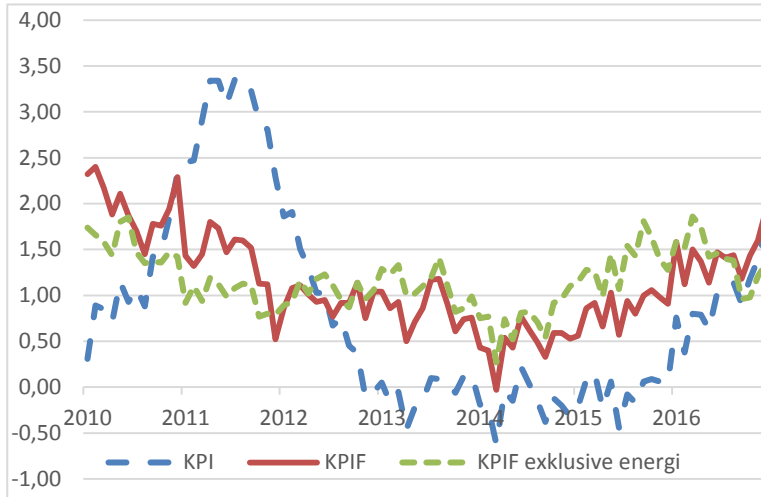
- Mötet den 19 januari. Direktionen beslutade att förlänga mandatet för valutainterventioner. Vice riksbankschef Martin Flodén reserverade sig mot beslutet med samma motivering som tidigare.
- Mötet i februari. Reporäntan sänktes med 0,15 procentenheter till -0,5 procent, och prognoserna över inflationsutvecklingen reviderades ned. Direktionen beslutade också att återinvestera räntebetalningar och återbetalningar i den obligationsportfölj som Riksbanken börjat köpa under 2015. Mandatet för valutainterventioner förlängdes. Vice riksbankscheferna Martin Flodén och Henry Ohlsson reserverade sig mot räntesänkningen och förordade en oförändrad reporänta. Martin Flodén reserverade sig även mot beslutet att förlänga interventionsmandatet med samma motivering som tidigare.
- Mötet i april. Reporäntan lämnades oförändrad. Direktionen beslutade dock att köpa statsobligationer för ytterligare 45 miljarder kronor. Vice riksbankschef Cecilia Skingsley reserverade sig mot beslutet att köpa mer obligationer med motiveringen att hon förordade en oförändrad penningpolitik.
- Mötet i juli. Reporäntan lämnades oförändrad, och prognosen för kommande räntehöjning flyttades fram. Mandatet för valutainterventioner förlängdes till februari 2017. Vice riksbankschef Martin Flodén reserverade sig mot beslutet att förlänga interventionsmandatet med samma motivering som tidigare.
- Mötet i september. Reporäntan lämnades oförändrad på -0,5 procent.
- Mötet i oktober. Reporäntan lämnades oförändrad. Prognosen för kommande räntehöjning flyttades fram till början av 2018.
- Mötet i december. Reporäntan lämnades oförändrad samtidigt som direktionen beslutade att öka köpen av statsobligationer med 30 miljarder kronor till sammanlagt 275 miljarder kronor. Vice riksbankscheferna Martin Flodén, Henry Ohlsson och Cecilia Skingsley reserverade sig mot beslutet att utöka obligationsköpen. Flodén menade att köpen borde öka med endast 15 miljarder kronor, medan Ohlsson och Skingsley motsatte sig köpen eftersom de ansåg att penningpolitiken inte behövde göras mer expansiv i det nuvarande ekonomiska läget.

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

Riksbankens mål är att inflationen mätt enligt konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent. Penningpolitiken ska också stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken att nå en hållbar tillväxt och en hög sysselsättning. Det sista ska enligt Riksbankens penningpolitiska strategi nås genom att Riksbanken strävar efter att stabilisera produktionen och sysselsättningen runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor.

**Diagram 1 Inflationen i Sverige under utvärderingsperioden**

Procent



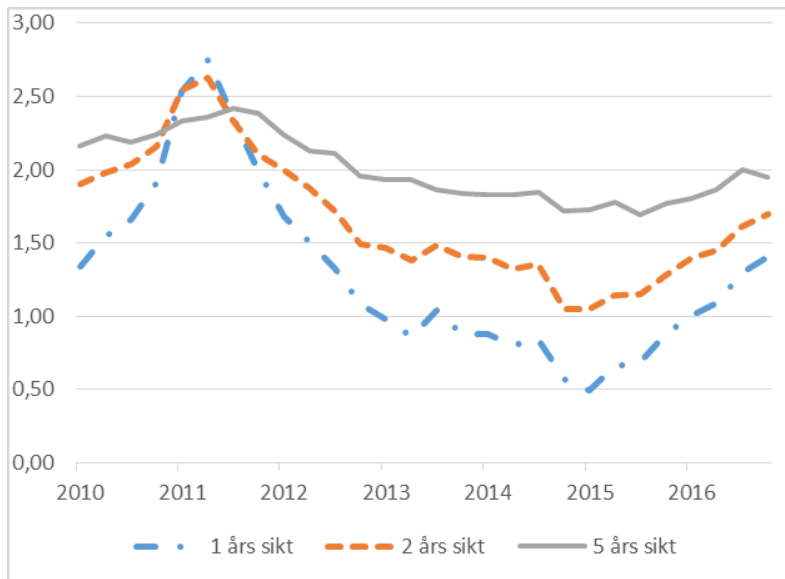
Källa: Riksbanken.

*Inflationsmålet*

Under utvärderingsperioden 2014–2016 förde Riksbanken en historiskt sett extremt expansiv penningpolitik för att få upp den låga svenska inflationen till inflationsmålet och öka allmänhetens förtroende för inflationsmålet.

**Diagram 2 Inflationsförväntningar**

Procent



Källa: Riksbanken.

Som framgår av diagram 1 har politiken varit lyckad i den meningen att inflationen oavsett inflationsmått börjat stiga efter de mycket låga nivåerna under 2013 och 2014. Uppgången har också medfört att både de korta och de långsiktiga inflationsförväntningarna i samhället stigit upp mot 2-procentsnivån efter att successivt ha sjunkit sedan 2012, vilket indikerar att allmänhetens förtroende för att Riksbanken ska klara inflationsmålet har ökat (se diagram 2).

Som framgår av tabell 3 steg priserna mätt enligt KPI med i genomsnitt 1 procent under 2016, samtidigt som priserna mätt enligt det underliggande inflationsmålet KPIF, dvs. KPI rensat för effekterna av Riksbankens ränteändringar, steg med 1,4 procent. Som redovisades ovan är det visserligen en uppgång med 1 procent respektive 0,5 procent jämfört med 2015, men inflationen hamnade ändå en bra bit under inflationsmålet på 2 procent under 2016, oavsett vilket mått på inflationen som används. Sett över hela utvärderingsperioden 2014–2016 uppgick KPI- och KPIF-inflationen till i genomsnitt 0,3 respektive 0,9 procent per år, vilket även det är rejält under inflationsmålet och en följd av bl.a. den låga internationella tillväxten och det låga internationella inflationstrycket.

Inflationsuppgången under 2016 berodde till stor del på att priserna på energi, t.ex. råolja, återigen började stiga efter att ha fallit granska kraftigt sedan mitten av 2014. Inflationen rensat för såväl effekterna av Riksbankens ränteändringar som energipriserna, dvs. KPIF exklusive energi i tabell 3, steg med 1,4 procent under 2016, vilket är oförändrat jämfört med utvecklingen under 2015. Eftersom energipriser snabbt kan förändras innebär detta enligt Riksbanken att det finns en osäkerhet om styrkan och uthålligheten i inflationsuppgången under 2016.

**Tabell 3 Inflationen i Sverige under utvärderingsperioden**

*Procent*

	KPI	KPIF	KPIF exkl. energi
2014	-0,2	0,5	0,7
2015	0,0	0,9	1,4
2016	1,0	1,4	1,4
Genomsnitt	0,3	0,9	1,2

Källa: Riksbanken.

### *Den realekonomiska utvecklingen*

Den mycket expansiva penningpolitiken bidrog till att den svenska ekonomin fortsatte att växa starkt under 2016. Som framgår av tabell 4 ökade BNP med 3,3 procent efter den mycket kraftiga uppgången under 2015 på 4,1 procent. I likhet med 2015 var den svenska tillväxten under 2016 högre eller t.o.m. betydligt högre än i USA, Storbritannien och euroområdet. Sett över hela utvärderingsperioden 2014–2016 växte den svenska ekonomin med i genomsnitt 3,3 procent per år, jämfört med t.ex. 2,2 procent i USA och 1,6 procent i euroområdet.

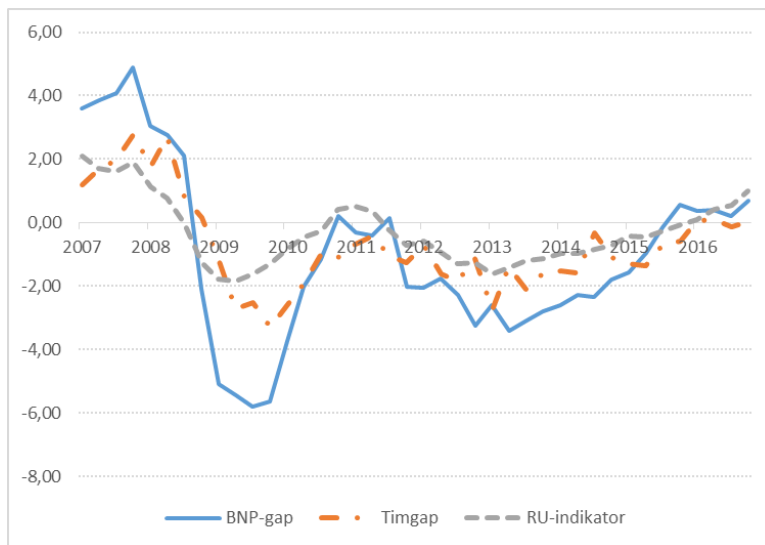
**Tabell 4 Produktion och sysselsättning i Sverige under utvärderingsperioden***Årlig procentuell förändring*

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

Källa: Riksbanken.

I takt med den stigande tillväxten har den svenska arbetsmarknaden fortsatt att förbättras. Antalet sysselsatta och antalet arbetade timmar ökade i en hög takt även under 2016 samtidigt som andelen arbetslösa sjönk från 7,4 procent 2015 till 6,9 procent 2015.

Ett annat viktigt sammanfattande mått på den realekonomiska utvecklingen är resursutnyttjandet i ekonomin. Det finns inget entydigt mått på resursutnyttjandet, utan som framgår av diagram 3 använder Riksbanken olika mått och indikatorer för att bedöma nivån på utnyttjandet. Två av dessa indikatorer är det s.k. BNP-gapet och timgapet som mäter BNP:s och arbetade timmars avvikelser från en långsiktig trend. En tredje indikator är Riksbankens egen s.k. RU-indikator, som sammanfattar enkätinformation och arbetsmarknadsdata.

**Diagram 3 Resursutnyttjandet i den svenska ekonomin***Procent respektive standardavvikelse*

Källa: Riksbanken.

Som framgår av diagram 3 visar alla tre måtten att resursutnyttjandet i ekonomin stigit under de senaste åren och att utnyttjandet var normalt eller något högre än normalt under 2016. I redogörelsen räknar Riksbanken med att resursutnyttjandet kommer att fortsätta att stiga under de närmaste åren och att

det är nödvändigt för att inflationen inom ett rimligt tidsperspektiv ska nå upp till inflationsmålet.

### **Vilka blev effekterna av den expansiva penningpolitiken?**

I ett avsnitt i redogörelsen analyserar Riksbanken effekterna av den historiskt expansiva penningpolitiken med en negativ reporänta och omfattande köp av statsobligationer. Riksbankens övergripande slutsats är att de finansiella förhållandena i ekonomin blivit mer expansiva. Flertalet räntor är lägre och kronan svagare än vad som skulle ha varit fallet om Riksbanken inte fört en starkt expansiv penningpolitik. Penningpolitiken har dock bidragit till att bostadspriserna och hushållens skuldsättning stigit något mer än vad som annars skulle ha varit fallet på grund av det generellt låga ränteläget i både Sverige och omvärlden. I punkterna nedan redovisas några av effekterna av den förda penningpolitiken.

- De korta marknadsräntorna har sjunkit med 0,7–0,8 procentenheter sedan 2015. Obligationsräntan (med en löptid på tio år) har gått ned med 0,3–0,4 procentenheter under de senaste två åren.
- Bankerna har valt att inte införa negativa inlåningsräntor, vilket innebär att hushållens inlåningsräntor i genomsnitt legat kvar kring 0 procent. Utlåningsräntorna till hushållen sjönk framför allt i början av 2015, men har därefter varit ungefär oförändrade.
- Utlåningsräntorna till företag har sjunkit mer än nedgången i reporäntan.
- Kronan hade varit betydligt starkare om inte Riksbanken fört en kraftigt expansiv penningpolitik och inflationen hade varit lägre. Vid slutet av 2016 var kronan t.o.m. något svagare än i slutet av 2014.
- Den negativa räntan har inte lett till att företag och hushåll tagit ut mer kontanter. De svenska bankernas lönsamhet har varit hög under de senaste åren, trots farhågorna om att negativa räntor skulle minska deras lönsamhet.
- Den negativa räntan har inte skapat ekonomisk oro eller dämpat den inhemska efterfrågan. Den inhemska efterfrågan har i stället varit en viktig drivkraft bakom de senaste årens relativt höga svenska tillväxt, och olika mätningar visar att förtroendet för den ekonomiska utvecklingen är högt bland hushåll och företag.
- Den negativa räntan (och låga räntor i allmänhet) har i viss utsträckning ökat risktagandet i ekonomin. Flera tillgångspriser, i synnerhet bostadspriserna, har stigit kraftigt, och hushållens skulder har ökat i takt med bostadspriserna. Enligt Riksbanken är det dock en trend som funnits i många år, och som sannolikt främst beror på obalanser på bostadsmarknaden.
- De omfattande köpen av statsobligationer innebär att Riksbanken innehar ca 40 procent av den utestående stocken av nominella statsobligationer. Enligt Riksbanken tyder flera indikatorer på att köpen endast har haft en begränsad inverkan på likviditeten på obligationsmarknaden. Riksbanken

hänvisar också till Riksgäldskontorets bedömning att statsobligationsmarknaden fungerar tillfredsställande, även om Riksbankens köp bidragit till en lägre aktivitet på marknaden.

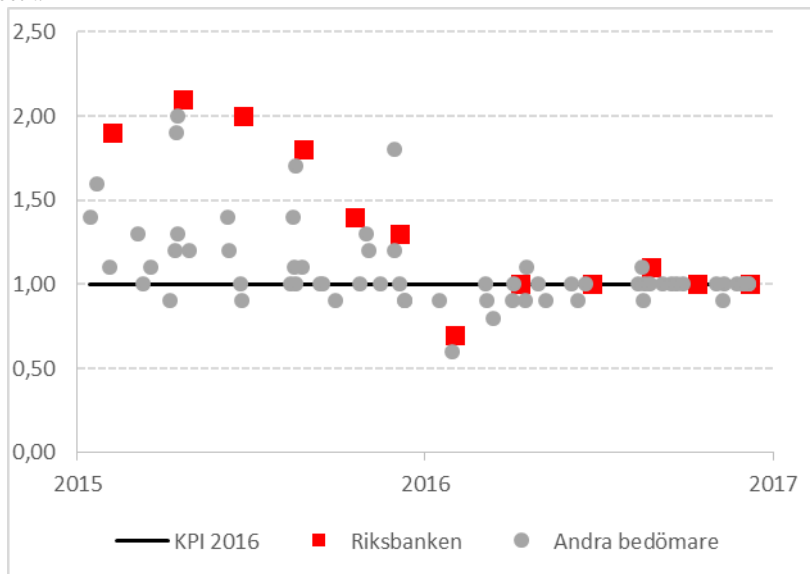
### Hur bra var Riksbankens prognoser?

Som framgår av diagram 4 var Riksbanken den som under 2015 mest överskattade KPI-utvecklingen under 2016. De flesta andra bedömare räknade med att KPI-inflationen skulle hamna en bra bit under inflationsmålet. Riksbanken bedömde däremot under större delen av 2015 att KPI-inflationen skulle ligga kring 2 procent under 2016, vilket kan jämföras med utfallet på 1 procent.

Under senare delen av 2015 började Riksbanken justera ned sina prognoser, och under i stort sett hela 2016 låg både Riksbanken och övriga bedömare nära utfallet, och spridningen mellan bedömningarna var relativt liten. Prognoserna över KPI-inflationen under 2015 och 2016 visar ungefär samma mönster, dvs. Riksbankens prognoser för 2016 låg över övriga bedömares prognoser under 2015, men under 2016 låg samtliga, inklusive Riksbanken, mycket nära utfallet på 1,4 procent.

**Diagram 4 Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosbedömares KPI-prognoser för 2016**

Procent



Källa: Riksbanken.

En delförklaring till Riksbankens överskattning av inflationen under 2016 är att Riksbanken under 2015 hade en mer positiv bild av styrkan i den svenska konjunkturer än övriga bedömare. Riksbanken räknade redan i början av 2015 med att BNP skulle stiga med ca 3,3 procent, vilket sedan blev det faktiska utfallet, se diagram 5. Flertalet övriga bedömare räknade i inledningen av 2015

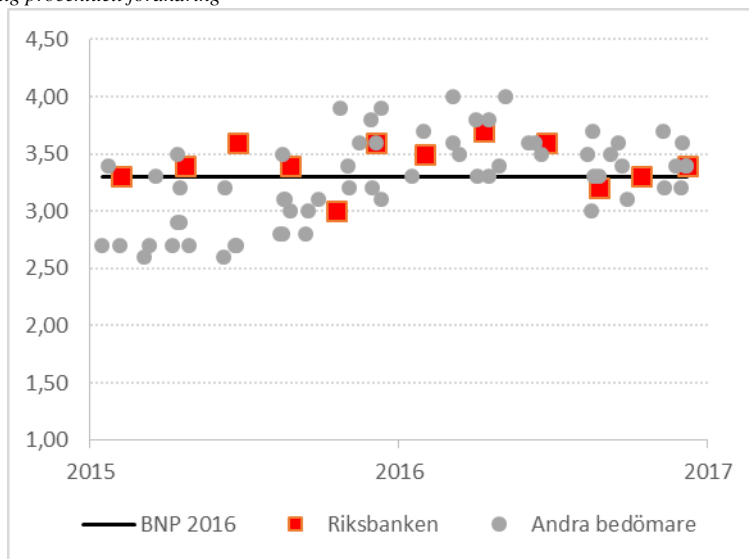


med att BNP-tillväxten under 2016 skulle hamna en bra bit under eller kring 3 procent. I likhet med inflationsprognoserna justerades BNP-prognoserna löpande under 2015, och under 2016 låg i stort sett samtliga bedömare relativt nära utfallet, med viss tendens till överskattning av tillväxten. Från Riksbankens horisont blev alltså inflationen överraskande låg under 2016 med tanke på att man räknade med en relativt hög aktivitet i den svenska ekonomin. För flertalet övriga bedömare blev tillväxten under 2016 överraskande hög eftersom man förutsåg ett fortsatt lågt inflationstryck under 2016.

Eftersom Riksbanken räknade med både en högre inflation och en högre tillväxt i den svenska ekonomin under 2016 än övriga bedömare räknade Riksbanken i början av 2015 också med att reporäntan under 2016 skulle ligga högre än vad övriga bedömare förutsåg. Som framgår av diagram 6 räknade Riksbanken i början av 2015 med att reporäntan i slutet av 2016 skulle ligga kring 0,5 procent medan övriga förväntade sig en reporänta kring noll eller något under noll. Utfallet blev -0,5 procent, vilket samtliga bedömare räknade med under större delen av 2016.

### Diagram 5 Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosbedömares BNP-prognoser för 2016

Årlig procentuell förändring

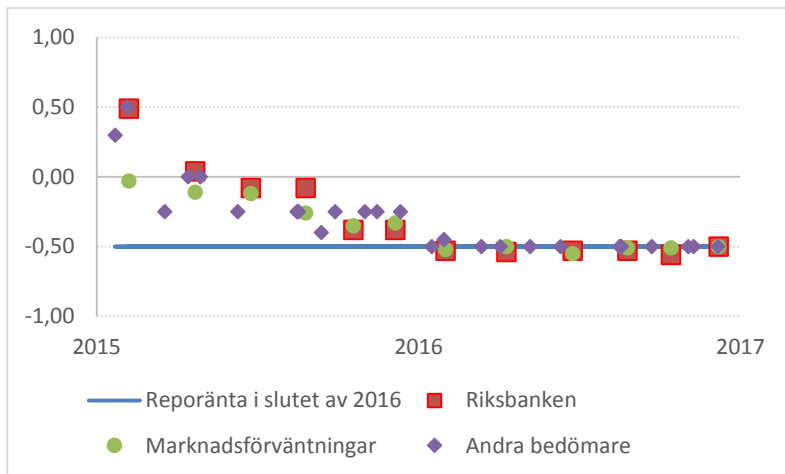


Källa: Riksbanken.

Enligt Riksbankens redogörelse visar en genomgång av prognoserna de senaste tio åren att Riksbanken gjort relativt träffsäkra prognoser över realekonomiska variabler som t.ex. BNP- och arbetslöshetsutveckling, medan banken har varit mindre träffsäker när det gäller att bedöma inflationsutvecklingen, då särskilt KPI-utvecklingen.

### Diagram 6 Jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosbedömares prognoser över reporäntan i slutet av 2016

Årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken.

### Riksbankens arbete med anledning av Goodfriends och Kings utvärdering

I den utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015 som Marvin Goodfriend och Mervyn King genomförde på uppdrag av finansutskottet (2015/16:RFR6) fanns ett antal rekommendationer riktade till Riksbanken. Bland annat uppmanade utvärderarna Riksbanken att utvärdera bankens erfarenheter av reporäntebanan, dvs. publiceringen av Riksbankens ränteprognoser, och analysera de stora avvikelserna mellan marknadens förväntningar och Riksbankens ränteprognoser. Utvärderarna uppmanade även Riksbanken att ompröva sina metoder för att ta fram prognoser för både världsekonomin och räntorna i omvärlden. Utvärderarna ansåg också att Riksbanken borde komplettera protokollen från de penningpolitiska mötena med protokoll från tidigare beredningsmöten där direktionen diskuterar prognoser och penningpolitik. I en mer allmänt riktad rekommendation uppmanar utvärderarna att målvariabeln i inflationsmålet ersätts med KPIF i stället för dagens målvariabel KPI.

I redogörelsen redovisar Riksbanken hur man arbetat med de olika rekommendationerna. Arbetet sammanfattas kort nedan.

#### Utvärdering av ränteprognoserna

Arbetet med att analysera olika aspekter av ränteprognoserna har pågått under hösten 2016 och våren 2017. Slutsatserna från utvärderingen kommer att publiceras under 2017. Riksbanken har också fört diskussioner med andra centralbanker om ränteprognoser och, i början av maj 2017 höll Riksbanken

en konferens om s.k. forward guidance, vilket inkluderar prognoser över reporäntans utveckling.

### *Prognosmetoder*

Prognosmetoderna prövas löpande enligt Riksbanken. I slutet av 2015 gjordes en utvärdering av Riksbankens omvärldsprognoser 2007–2015. Utvärderingen visade att Riksbanken i likhet med andra tenderade att överskatta BNP-tillväxten och styrräntorna under perioden. Riksbankens träffsäkerhet när det gällde omvärldsutvecklingen låg nära genomsnittet för samtliga undersökta bedömare. Enligt Riksbanken har bankens prognoser över utvecklingen i omvärlden förbättrats sedan finanskrisen.

Goodfriend och King kritiserade Riksbanken för att vara alltför modellberoende i sin prognosverksamhet. För att undersöka modellernas inflytande har Riksbanken analyserat sina prognoser för perioden 2006–2016. Enligt Riksbanken visar analysen på motsatsen, dvs. att det direkta bidraget från modellerna varit relativt litet i de medellångsiktiga prognoserna och att prognoserna i stället till stor del varit baserade på bedömningar (studien finns publicerad i Riksbankens tidskrift Penning- och valutapolitik 2017:19).

### *Protokollen*

Att protokollföra olika berednings- och prognosmöten skulle enligt Riksbanken vara mycket svårt och bidra till att göra prognosprocessen onödigt formaliserad. Sedan det penningpolitiska mötet i juli 2016 har dock Riksbanken kompletterat det penningpolitiska protokollet med information om de diskussioner som direktionen fört under prognosprocessen.

### *Byte av målvariabel*

Riksbanken har under det gångna året diskuterat och analyserat frågan om målvariabeln och intervall kring målvariabeln. En studie som analyserade olika för- och nackdelar med olika variabler och intervall presenterades i september 2016. I studien konstaterades bl.a. att de breda inflationsmåten KPIF och det EU-harmoniserade indexet för konsumentpriser (HIKP) var de mest naturliga alternativen till KPI om ett byte av målvariabel skulle göras. I studien diskuterades också två typer av intervall – toleransintervall och målintervall. Enligt studien var ett toleransintervall att föredra. Ett målintervall skulle innebära att inflationsmålet skulle definieras som ett intervall och inte som ett specifikt värde. Det skulle riskera att inflationsmålet blev otydligt och försvåra bl.a. lönebildningen.

Riksbanken förde under hösten 2016 rundabordssamtal om studien med finansmarknadsaktörer, myndigheter och arbetsmarknadens parter. Riksbanken har även begärt in synpunkter från akademiker.

Riksbanken kommer under maj 2017 att publicera ett konkret förslag om målvariabeln och intervall. Förslaget kommer därefter att skickas ut på remiss till olika intressenter i det svenska samhället.

## Externa bedömningar av penningpolitiken under utvärderingsperioden

### Konjunkturinstitutet

#### *Konjunkturläget 2014*

I Konjunkturläget mars 2014 konstaterade Konjunkturinstitutet (KI) att både den internationella och den svenska inflationen var mycket låga och fallande. Att den reala ekonomin utvecklades ungefär som förväntat samtidigt som prognoserna över inflationen justerades ned talade enligt KI för att penningpolitiken borde bli ännu mer expansiv. Annars riskerade inflationsförväntningarna i ekonomin att falla ytterligare. KI ansåg att Riksbanken borde sänka reporäntan redan vid sitt nästa penningpolitiska möte i april. Det skulle göra att inflationen närmade sig inflationsmålet i en snabbare takt och öka trovärdigheten för inflationsmålet. KI ansåg liksom tidigare att det inte var motiverat att låta utformningen av penningpolitiken påverkas av hushållens skuldsättning.

I Konjunkturläget juni 2014 konstaterade KI att Riksbanken hållit reporäntan oförändrad på 0,75 procent under våren. KI räknade med att banken skulle sänka med 0,5 procentenheter vid sitt sammanträde i juli till följd av den mycket låga inflationen och de svaga inflationsutsikterna. KI bedömde också att Riksbanken skulle fortsätta att lägga viss vikt vid hushållens skuldsättning när den utformade penningpolitiken.

I Konjunkturläget december 2014 konstaterade KI att Riksbanken under sommaren och hösten sänkt reporäntan till 0 procent och samtidigt signalerat att räntan inte skulle komma att höjas förrän inflationen var nära 2 procent. KI räknade med att det skulle dröja till slutet av 2016 innan Riksbanken började höja reporäntan. Reporäntan skulle sedan stiga gradvis till 0,75 procent i slutet av 2017, vilket var en långsammare uppgång i reporäntan än vad Riksbanken räknade med. Det berodde bl.a. på att KI förväntade sig en långsammare uppgång i inflationen under 2015 och 2016 än vad Riksbanken gjorde.

#### *Konjunkturläget 2015*

I Konjunkturläget mars 2015 konstaterade KI att Riksbanken nu helt fokuserade på inflationen och inflationsmålet. KI konstaterade också att Riksbanken under februari och mars 2015 sänkt reporäntan med ytterligare 0,25 procentenheter till -0,25 procent samtidigt som banken beslutat att köpa statsobligationer för sammanlagt 40 miljarder kronor. KI bedömde att Riksbanken skulle sänka reporäntan med ytterligare 0,15 procentenheter under första halvåret 2015 till följd av den fortsatt låga inflationen, de låga inflationsförväntningarna och riskerna för en starkare kronkurs. KI räknade med att inflationen skulle vara låg under 2015 och börja stiga mer markant under 2016. Inflationsmålet förväntades nås först 2017.

I Konjunkturläget juni 2015 räknade KI med att Riksbanken under hösten skulle sänka reporäntan till -0,4 procent för att motverka en förstärkning av

kronan och snabbare få upp inflationen. KI bedömde att reporäntan därefter skulle vara oförändrad fram till slutet av 2016.

I Konjunkturläget december 2015 konstaterade KI att Riksbanken under hösten sänkt reporäntan till -0,35 procent och att banken beslutat att köpa obligationer för sammanlagt 200 miljarder kronor. KI konstaterade att en starkare krona riskerade att dämpa uppgången i inflationen. KI menade dock att den risken borde minska framöver i takt med att den förbättrade tillväxten och det höga resursutnyttjandet bidrog till en högre inflationstakt. Riksbanken förväntades lämna reporäntan oförändrad fram till slutet av 2016. Inflationen bedömdes stiga mot inflationsmålet under 2017 för att överstiga målet under 2018 och 2019.

### *Konjunkturläget 2016*

I Konjunkturläget mars 2016 konstaterade KI att Riksbanken sänkte reporäntan till -0,5 procent i februari till följd den överraskande låga inflationen i slutet av 2015 och början av 2016 och oron för att trovärdigheten för inflationsmålet skulle minska ytterligare. KI konstaterade också att riksbankschefen och vice riksbankschefen fått mandat att intervensera på valutamarknaden för att förhindra att en alltför stark krona dämpade uppgången i inflationen. KI bedömde dock att behovet av en svag krona skulle minska framöver när det högre resursutnyttjandet i ekonomin skulle bidra till ökad inflation. KI bedömde också att Riksbanken skulle hålla reporäntan oförändrad på -0,5 procent till sommaren 2017. Då skulle KPIF-inflationen uppgå till ca 1,5 procent och nå 2 procent första halvåret 2018 samtidigt som resursutnyttjandet i ekonomin skulle vara högt. KI förväntade sig att räntan därefter skulle höjas successivt och nå en nivå på 2,5 procent i slutet av 2020.

I Konjunkturläget juni 2016 konstaterade KI att inflationen succesivt börjat stiga till följd av bl.a. den mycket expansiva penningpolitiken, vilket försvagat kronan och drivit upp importpriserna. Den höga aktiviteten i den svenska ekonomin förväntades höja inflationen ytterligare under andra halvåret 2016 och under 2017. Sammantaget bedömde dock KI att KPIF-inflationen skulle nå 2 procent först 2018. I likhet med vid bedömningen i mars räknade KI med att Riksbanken skulle hålla reporäntan oförändrad till sommaren 2017. Avgörande var enligt KI det låga globala ränteläget. Skulle Riksbanken höja reporäntan tidigare och snabbare skulle kronan förstärkas mer, vilket skulle ge en lägre inflation, lägre inflationsförväntningar och minskad trovärdighet för inflationsmålet.

I Konjunkturläget december 2016 konstaterade KI att kronan utvecklats svagt under hösten samtidigt som råvarupriserna stigit. KI räknade dock med att genomslaget på inflationen skulle bli relativt begränsat. KPIF-inflationen bedömdes endast stiga från 1,4 procent under 2016 till 1,6 procent under 2017 och nå upp till inflationsmålet på 2 procent först 2020. KI räknade nu med att Riksbanken skulle hålla reporäntan oförändrad till tredje kvartalet 2018 på grund av lågkonjunkturen och den låga inflationen i omvärlden, framför allt i

Europa. Riksbanken förväntades höja reporäntan ungefär ett halvår innan ECB genomförde sin första höjning.

### **Internationella valutafonden**

#### *2014 års konsultation (avslutad augusti 2014)*

Internationella valutafonden (IMF) konstaterade att de svenska bostadspriserna hade börjat stiga igen och att det innebar en finansiell risk som även kunde sprida sig till de nordiska och baltiska grannländerna. I likhet med vid konsultationen 2013 efterlyste IMF makrotillsynsåtgärder för att dämpa skulduppbyggnaden och säkra den finansiella stabiliteten. Bristen på åtgärder ställde Riksbanken inför ett dilemma. En fortsatt hög och växande skuldsättning skulle kunna tvinga Riksbanken att hålla uppe räntan i stället för att utforma penningpolitiken så att den stöder den kortsiktiga ekonomiska utvecklingen. IMF ansåg att den nuvarande räntenivån på 0,75 procent var en rimlig avvägning mellan inflation och finansiell risk. Om inflationsförväntningarna i ekonomin fortsatte att sjunka signifikant under 2 procent borde Riksbanken sänka räntan ytterligare, enligt IMF. I ett sådant läge skulle behovet av snabba makrotillsynsåtgärder bli ännu mer akut. Om man inte vidtog makrotillsynsåtgärder fanns det en uppenbar risk för att Riksbanken måste höja räntan tidigare än vad som annars hade varit nödvändigt för att begränsa den finansiella risken.

#### *2015 års konsultation (avslutad december 2015)*

IMF konstaterade att den svenska ekonomin utvecklades starkt, men att problemen på arbets- och fastighetsmarknaderna riskerade att begränsa uppgången. Fastighetspriserna och hushållens skulder fortsatte att stiga från en redan hög nivå, och IMF upprepade sina tidigare rekommendationer om makrotillsynsåtgärder för att begränsa skuldsättningen och reformer på bygg- och bostadsmarknaden för att möta obalansen på bostadsmarknaden. Det var speciellt viktigt nu när räntorna var extremt låga. Enligt IMF borde Sverige nu börja en process med att successivt reducera ränteavdragen för att minska obalansen på bostadsmarknaden. IMF konstaterade också att inflationen och inflationsförväntningarna hade börjat stiga under 2015 och att det var viktigt att inflationen nådde inflationsmålet på 2 procent. Riksbanken borde därför enligt IMF fortsätta med den starkt expansiva penningpolitiken och vara beredd att vidta ytterligare åtgärder om det skulle visa sig nödvändigt. Enligt IMF fanns det fortfarande utrymme för att sänka reporäntan och utöka obligationsköpen. Däremot menade IMF att interventioner på valutamarknaden för att försvaga kronan eller förhindra en kronförstärkning borde användas i sista hand, bl.a. på grund av Sveriges i utgångsläget starka bytesbalans.

### *2016 års konsultation (avslutad december 2016)*

IMF konstaterade att den svenska ekonomin utvecklats starkt till följd av bl.a. en expansiv ekonomisk politik. IMF räknade också med en fortsatt stabil men något lägre tillväxt under kommande år. En svagare utveckling i omvärlden och en fortsatt uppgång i fastighetspriserna och hushållens skuldsättning riskerade dock att leda till en lägre tillväxttakt. IMF upprepade återigen sina tidigare rekommendationer för att begränsa de svenska hushållens skuldsättning och ytterligare öka tillgången på bostäder och därmed dämpa de historiskt höga bostadspriserna. IMF välkomnade införandet av amorteringskrav men rekommenderade också någon form av belåningstak för de högst belånade hushållen. Enligt IMF borde Sverige också börja fasa ut hyreskontrollerna för att få ett bättre utnyttjande av fastighetsbeståndet och minska avdragsrätten för räntor för att bl.a. minska hushållens incitament att skuldsätta sig. IMF efterlyste också ökade resurser till Finansinspektionen (FI) och ett förtydligande av FI:s ansvar och befogenheter när det gäller s.k. makrotillsynsåtgärder. Vidare konstaterade IMF att den mycket expansiva penningpolitiken höjt inflationen och inflationsförväntningarna, men att den underliggande inflationen skulle närma sig inflationsmålet först under 2019. Riksbanken borde därför fortsätta att bedriva en starkt expansiv penningpolitik. En omläggning av penningpolitiken borde ske först när det fanns indikationer på en tydlig och hållbar uppgång i inflationstakten. Om uppgången i inflationen eller inflationsförväntningarna började avta borde Riksbanken vara beredd på att vidta ytterligare åtgärder. Interventioner på valutamarknaden för att försvaga kronan eller förhindra en kronförstärkning borde dock användas i sista hand.

## **OECD**

### *Sverigerapporten (mars 2015)*

Organisationen för ekonomiskt samarbete och utveckling (OECD) konstaterade i rapporten att den svenska inflationen legat under inflationsmålet sedan 2010 och att prognosmakarna, inklusive Riksbanken, ständigt överskattat inflationsutvecklingen. OECD konstaterade också att Riksbanken varit tveksam till att sänka reporäntan på grund av den höga skuldsättningen i hushållssektorn men att banken under hösten 2014 och vintern 2015 sänkt räntan till under noll och kompletterat med andra åtgärder för att förhindra en appreciering av kronan och stärka förtroendet för inflationsmålet. OECD rekommenderade Sverige att fortsätta med den expansiva penningpolitiken tills inflationen tydligt började stiga. För att ta hand om riskerna med den höga skuldsättningen borde Sverige fortsätta med makrotillsynsåtgärder, vilket ansågs särskilt viktigt när räntorna är mycket låga. Sverige borde också överväga att fasa ut ränteavdragen, enligt OECD.

### *Sverigerapporten (februari 2017)*

OECD konstaterade i rapporten att den svenska ekonomin växer starkt och att arbetslösheten sjunker, även om den fortfarande är relativt hög bland utlandsfödda. OECD konstaterade också att inflationen stigit sedan 2015 till följd av den tidigare svaga kronan och ett stigande kapacitetsutnyttjande i ekonomin, men att inflationen fortfarande ligger under inflationsmålet. OECD uppmanade Riksbanken att fortsätta den expansiva penningpolitiken men att gradvis minska stimulansen i takt med att inflationen stiger mot målet. Enligt OECD är dock valmöjligheterna begränsade så länge omvärlden fortsätter bedriva en starkt expansiv penningpolitik. OECD konstaterade också att huspriser och hushållens skulder stigit snabbt, vilket enligt OECD är en oroande utveckling. Realt sett är den svenska prisuppgången på bostäder en av de högsta i OECD-området. Att dämpa prisuppgången och hushållens skuldsättning är viktigt för att bevara tillväxten och den finansiella stabiliteten. För att minska skuldsättningen, öka utbudet av bostäder och förbättra fastighetsmarknaden rekommenderade OECD Sverige att bl.a. införa ett tak för hushållens skuldsättning, reformera fastighetsskatten, fasa ut avdragsrätten för räntor, lätta på hyresregleringen och förenkla reglerna för prospektering och byggande.

## Utskottets ställningstagande

Utskottet har granskat penningpolitiken under perioden 2014–2016. Granskningen omfattar hela perioden, men tyngdpunkten ligger på 2016. Utskottet har tidigare granskat utvecklingen under 2014 och 2015 i betänkandena 2014/15:FiU24 och 2015/16:FiU24.

### **Fortsatt extremt expansiv penningpolitik under 2016**

Utskottet konstaterar att Riksbanken fortsatte att föra en extremt expansiv penningpolitik under 2016 efter omläggningen av penningpolitiken 2014. Reporäntan sänktes till –0,5 procent samtidigt som direktionen beslutade att utöka köpen av statsobligationer med ytterligare 75 miljarder kronor, till sammanlagt 275 miljarder kronor. Det innebär att Riksbanken nu innehar ca 40 procent av den totala utestående stocken av nominella statsobligationer. Under 2016 ökade Riksbanken även beredskapen för att intervensera på valutamarknaden för att motverka en förstärkning av kronan. Direktionen flyttade också flera gånger fram tidpunkten för en framtida räntehöjning. Mot slutet av 2016 förväntade banken att den första räntehöjningen skulle komma i början av 2018.

Vidare konstaterar utskottet att de senaste årens penningpolitik till stor del är en följd av det mycket låga internationella inflationstrycket och den starkt expansiva och okonventionella penningpolitik som förts av centralbankerna runt om i världen, särskilt av centralbanken i euroområdet. I likhet med



slutsatserna i utvärderingen av penningpolitiken 2015 (bet. 2015/16:FiU24) konstaterar utskottet att Riksbankens handlingsalternativ för att få upp den låga svenska inflationen mot inflationsmålet har varit starkt begränsade.

### **... men inflationen ligger fortfarande under inflationsmålet**

Både den svenska och den internationella inflationen fortsatte att stiga i långsam takt under 2016, bl.a. på grund av att energipriserna vände uppåt efter att ha fallit under ett par års tid. Trots det låg den svenska inflationen en bra bit under inflationsmålet på 2 procent, oavsett vilket mått på inflationens utveckling som används. Det gäller i ännu högre grad om granskningen utvidgas till hela utvärderingsperioden 2014–2016. Mätt enligt KPI steg priserna med i genomsnitt 0,3 procent per år mellan 2014 och 2016. Mätt enligt KPIF och KPIF exklusive energi steg priserna med i genomsnitt 0,9 respektive 1,2 procent per år under samma period.

### **... däremot växer den svenska ekonomin starkt**

Även om inflationen fortfarande är låg och ligger under inflationsmålet konstaterar utskottet att den expansiva penningpolitiken i hög grad bidragit till att resursutnyttjandet i den svenska ekonomin stigit under de senaste åren samtidigt som arbetslösheten sjunkit. Sveriges BNP ökade med 3,3 procent under 2016 efter den höga tillväxten på drygt 4 procent under 2015. Det är en högre tillväxttakt än i t.ex. USA och betydligt högre än tillväxten i euroområdet. Arbetslösheten har under utvärderingsperioden gått ned med drygt 1 procentenhet, från 8 procent 2013 till 6,9 procent av arbetskraften 2016.

### **Effekter av den expansiva penningpolitiken**

I förra årets utvärdering efterlyste utskottet en diskussion om effekterna av den historiskt sett extremt expansiva och ovanliga penningpolitiken med negativ ränta och omfattande köp av obligationer.

Utskottet noterar att Riksbanken i årets redogörelse presenterar en analys av effekterna av den svenska penningpolitiken 2015–2016. Politiken har enligt Riksbanken fått avsedd effekt; ut- och inlåningsräntorna till hushåll och företag har sjunkit och kronan har utvecklats svagare än vad den annars skulle ha gjort. De negativa effekterna av minusräntan och obligationsköpen har varit relativt få; uttagen av kontanter har inte ökat, bankernas lönsamhet är fortsatt hög trots den negativa räntan, hushållens och företagets förtroende för den ekonomiska utvecklingen har inte påverkats negativt och köpen av obligationer har endast haft en begränsad inverkan på likviditeten på obligationsmarknaden. Enligt Riksbanken har dock tillgångspriserna, i synnerhet bostadspriserna, och hushållens skuldsättning stigit mer än vad som

annars skulle ha varit fallet, vilket ökat den finansiella risken i den svenska ekonomin.

Utskottet välkomnar analysen av penningpolitikens effekter. Den tillför viktig information om penningpolitikens genomslag i ekonomin. Analysen skulle enligt utskottet vinna ytterligare på att kompletteras med ett försök till en analys av penningpolitikens fördelningseffekter, vilka blivit allt viktigare i takt med att penningpolitiken fått ett större genomslag på samhällsekonomin.

Årets redogörelse skiljer sig en del från tidigare redogörelser. Riksbanken har koncentrerat innehållet i redogörelsen för att göra den mer lättillgänglig. Enligt utskottet är det bra att fokus i redogörelsen nu ligger på utformningen av penningpolitiken, uppfyllandet av målen och effekterna av politiken. Redogörelsen är den första av två skriftliga rapporter som Riksbanken årligen ska lämna till utskottet, och rapporten är en viktig del av utskottets årliga utvärdering av penningpolitiken. Från och med nästa år kommer utskottet att arrangera ett öppet seminarium om redogörelsen för att uppmärksamma och få igång en extern debatt om innehållet och slutsatserna i rapporten.

### **Goodfriends och Kings rekommendationer till Riksbanken**

I Marvin Goodfriends och Mervyn Kings utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015 (2015/16:RFR6) fanns ett antal rekommendationer riktade direkt till Riksbanken. Rekommendationerna handlade bl.a. om att Riksbanken borde utvärdera sina ränte- och omvärldsprognoser och att de penningpolitiska protokollen borde kompletteras med ytterligare information. I en mer allmänt inriktad rekommendation ansåg utvärderarna att målvariabeln i inflationsmålet borde bytas ut från dagens KPI till KPIF. I utskottets betänkande med anledning av utvärderingen (bet. 2015/16:FiU41) uppmanade utskottet Riksbanken att ta till sig av kritiken och grundligt utvärdera t.ex. erfarenheterna av bankens ränteprognoser.

Utskottet tycker att det är bra att Riksbanken i redogörelsen tydligt redovisar hur banken arbetat med rekommendationerna och hur man avser att gå vidare.

Till sist kan utskottet notera att det under 2016 började skönjas en viss oenighet i direktionen om utformningen av penningpolitiken. Oenigheten har främst handlat om hur expansiv politiken borde vara. Oenigheten har fortsatt under 2017. Vid besluten i december 2016 och april 2017 togs direktionens beslut om att utöka köpen av obligationer med hjälp av riksbankschefens utslagsröst. Tre vice riksbankschefer reserverade sig mot besluten.

Goodfriend och King kritiserade Riksbankens beslutsprocess i sin utvärdering. De hävdade bl.a. att protokollen från den utvärderade perioden 2010–2015 visade på en brist på respekt för olika uppfattningar, vilket hämmade den viktiga debatten om penningpolitikens utformning i direktionen och skadade Riksbankens anseende.

Utskottets genomgång av protokollen för 2016 visar enligt utskottet på en god och balanserad diskussion i direktionen. Olika uppfattningar stöts och

blöts på ett rimligt och väl avvägt sätt, vilket är en viktig del av och styrkan i beslutsprocessen. Protokollen visar samtidigt att direktionen har beslutsförmåga trots att det finns på marginalen skilda uppfattningar om vägen framåt.