

# Redogörelse för penningpolitiken

2017





## Redogörelse för penningpolitiken 2017

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

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

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

Redogörelsen för penningpolitiken 2017 går att ladda ned i pdf-format på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se) där det också finns mer information om Riksbanken.

# Penningpolitiken i Sverige

## PENNINGPOLITISK STRATEGI

- Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har preciserat detta som att den årliga förändringen av konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) ska vara 2 procent.
- Samtidigt som penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas flexibel inflationsmålspolitik. Det innebär inte att Riksbanken gör avkall på att inflationsmålet är överordnat.
- Det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen och realekonomin. Därför vägleds penningpolitiken av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Riksbanken publicerar bland annat en bedömning av hur reporäntan kommer att utvecklas framöver. Denna så kallade räntebana är en prognos, inte ett löfte.
- Vid varje penningpolitiskt beslutstillfälle gör direktionen en bedömning av vilken bana för reporäntan och eventuellt vilka andra kompletterande åtgärder som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. Avvägningen handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen runt inflationsmålet och stabiliseringen av realekonomin.
- Det finns inget generellt svar på frågan hur snabbt Riksbanken siktar på att föra tillbaka inflationen till 2 procent om den avviker från målet. En snabb återgång kan i vissa lägen få effekter på produktion och sysselsättning som inte är önskvärda, medan en långsam återgång kan försvaga trovärdigheten för inflationsmålet. I allmänhet har strävan varit att penningpolitiken anpassas så att inflationen förväntas vara någorlunda nära målet om två år.
- För att illustrera att inflationen inte kommer att vara exakt 2 procent varje månad används ett variationsband som sträcker sig mellan 1 och 3 procent, vilket fångar cirka tre fjärdedelar av de historiska månadsutfallen av KPIF-inflationen. Riksbanken strävar hela tiden efter att inflationen ska nå 2 procent oavsett om den i utgångsläget ligger innanför eller utanför variationsbandet.
- I Riksbankens uppdrag ingår enligt riksbankslagen även att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Risker förknippade med utvecklingen på de finansiella marknaderna vägs in i de penningpolitiska besluten. När det gäller att förebygga en obalanserad utveckling av tillgångspriser och skuldsättning spelar dock framför allt ett väl fungerande regelverk och en effektiv tillsyn en central roll. Penningpolitiken är enbart ett komplement.
- I vissa lägen, som under den finansiella krisen 2008–2009, kan reporäntan och räntebanan behöva kompletteras med andra åtgärder för att främja den finansiella stabiliteten och säkerställa att penningpolitiken får genomslag på ett effektivt sätt.
- Riksbanken strävar efter att dess kommunikation ska vara öppen, saklig, begriplig och aktuell. Det gör det lättare för ekonomins aktörer att fatta bra ekonomiska beslut. Penningpolitiken blir också lättare att utvärdera.

## BESLUTSPROCESSEN

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

## PRESENTATION AV PENNINGPOLITISKT BESLUT

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

# Innehåll

## **KAPITEL 1** – Måluppfyllelse 5

Den ekonomiska utvecklingen och inflationen under 2017 5

Fortsatt god BNP-tillväxt men inbromsning på bostadsmarknaden 7

**FÖRDJUPNING** – Förklaringar till den stigande inflationen 10

## **KAPITEL 2** – Penningpolitiken 2017 14

Penningpolitiken i korthet 14

KPIF blir målvariabel och variationsband införs 16

Utmaningar och avvägningar i penningpolitiken 16

Penningpolitiska beslut 2017 19

**FÖRDJUPNING** – Den negativa reporäntan och kompletterande penningpolitiska åtgärder 21

## **KAPITEL 3** – Riksbankens prognoser och penningpolitik de senaste åren 26

Riksbankens prognoser 2015–2016 26

Riksbankens prognoser för 2017 jämfört med andra bedömares 29

Slutsatser om prognoserna och penningpolitiken de senaste åren 31

**FÖRDJUPNING** – Riksbankens utvecklingsarbete 32



## KAPITEL 1 – Måluppfyllelse

Riksbanken har under flera år bedrivit en mycket expansiv penningpolitik för att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Politiken har bidragit till att tillväxten varit hög, sysselsättningen ökat, arbetslösheten minskat och inflationen stigit. Under 2017 var inflationen tillbaka nära målet. Mätt med KPIF uppgick inflationen till 2,0 procent i genomsnitt, medan den mätt med KPI var 1,8 procent. Även de långsiktiga inflationsförväntningarna låg kring 2 procent under året. Måluppfyllelsen var därmed god. Det har dock tagit lång tid och krävts en mycket låg reporänta och omfattande tillgångsköp för att bidra till detta.

### Den ekonomiska utvecklingen och inflationen under 2017

#### KPIF-inflationen var i genomsnitt på målet 2017

Den expansiva penningpolitiken de senaste åren har bidragit till att den svenska ekonomin fortsatt att utvecklas väl. Såväl KPIF-inflationen som mått på den underliggande inflationen har ökat trendmässigt sedan 2014 och låg 2017 i genomsnitt nära målet (se diagram 1:1 och tabell 1:1).<sup>1</sup>

Inflationen mätt med KPIF uppgick till 2,0 procent i genomsnitt 2017, att jämföra med 1,4 procent 2016. Inflationen var därmed i genomsnitt på målet, eftersom KPIF sedan september 2017 inte bara är den operativa målvariabeln utan även den formella (se kapitel 2). Även KPI-inflationen och inflationen med energipriser borträknade (KPIF exklusive energi) steg markant från 2016 till 2017.

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

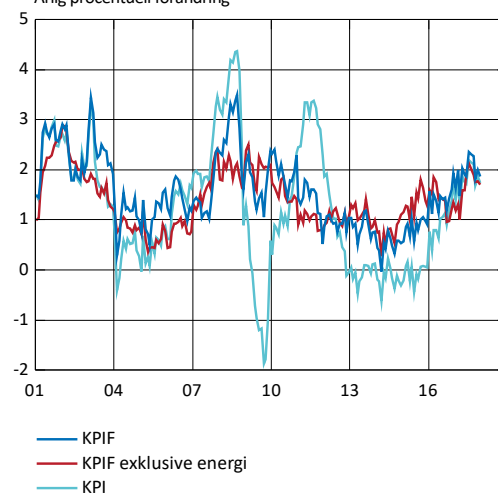
	2015	2016	2017
KPIF	0,9	1,4	2,0
KPIF exklusive energi	1,4	1,4	1,7
KPI	0,0	1,0	1,8

Källa: SCB

Riksbanken har under flera år bedrivit en mycket expansiv penningpolitik för att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet, med historiskt låg reporänta och stora köp av statsobligationer. Ett resultat av denna politik är att de mer långsiktiga inflationsförväntningarna – som var bekymmersamt låga under 2014 och 2015 – har stigit (se diagram 1:2 och diagram 1:5). Mot slutet av 2016 låg dessa inflationsförväntningar åter mycket nära 2procent och de förblev där under 2017. Den politik som Riksbanken har bedrivit har således bidragit till att förtroendet för inflationsmålet har kunnat upprätthållas.

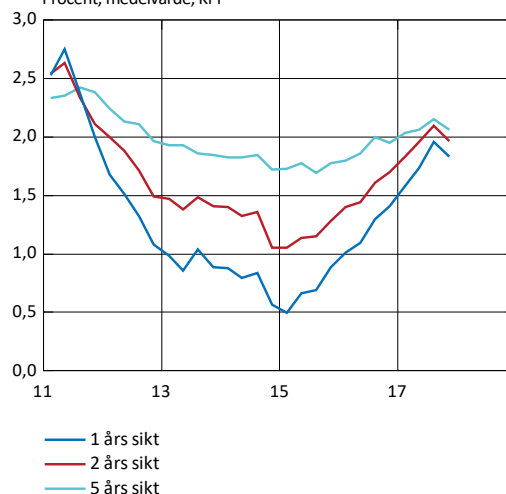
<sup>1</sup> Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att "upprätthålla ett fast penningvärde". Riksbankens tolkning av detta mål är att inflationen ska vara låg och stabil. Mer precist är Riksbankens mål att hålla inflationen mätt med KPIF kring 2 procent per år. Riksbanken och andra centralbanker som har ett inflationsmål bedriver ofta inflationsmålspolitiken på ett flexibelt sätt. Det innebär att man samtidigt som man försöker uppnå inflationsmålet också tar hänsyn till hur realekonomin utvecklas.

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



Källa: SCB och Riksbanken

Diagram 1:2. Inflationsförväntningar bland samtliga tillfrågade aktörer  
Procent, medelvärde, KPI



Anm. Tillfrågade aktörer är arbetsmarknadens parter, inköpschefer och penningmarknadens aktörer.

Källa: TNS Sifo Prospera



### Expansiv penningpolitik under lång tid

För att sätta in utvecklingen under 2017 i ett sammanhang är det bra att ge en tillbakablick. Detta är också motiverat av att utvecklingen för inflationen och realekonomin 2017 påverkades av den penningpolitik som bedrevs åren dessförinnan.

Den svenska ekonomin har i ett internationellt perspektiv utvecklats väl efter den globala finanskrisen 2008–2009 (se diagram 1:3). Trots detta har inflationen i Sverige legat under inflationsmålet längre än i många andra länder (se diagram 1:4).

Under 2014 fanns det tecken på att aktörer i ekonomin började ifrågasätta om Riksbanken skulle kunna uppnå en inflation på 2 procent. Detta tog sig bland annat uttryck i att medelvärdet av de långsiktiga inflationsförväntningarna bland penningmarknadens aktörer började sjunka allt längre under målet (se diagram 1:5). Det snabba fallet i medianen av aktörernas inflationsförväntningar, som länge varit exakt på målet, illustrerar på ett tydligare sätt förändringen och allvaret i situationen under 2014. Den faktiska inflationen hade då under lång tid varit lägre än 2 procent (se diagram 1:1). I den allmänna debatten började Riksbankens möjligheter att få inflationen tillbaka på målet ifrågasättas.

Penningpolitiken under 2014 och 2015 fokuserade därför allt mer på att föra inflationen och inflationsförväntningarna tillbaka till 2 procent. Reporäntan sänktes med 0,5 procentenheter i juli 2014 till 0,25 procent och vidare till noll i oktober. I början av 2015 var inflationen fortsatt mycket låg och inflationsförväntningarna utvecklades på ett bekymmersamt sätt. Reporäntan sänktes ytterligare under 2015 och början av 2016 till –0,5 procent. Riksbanken började dessutom köpa statsobligationer i stor omfattning och förklarade sig beredd att, om så skulle behövas, intervensera på valutamarknaden för att motverka en alltför snabb förstärkning av kronan.

I sina penningpolitiska beslut har Riksbanken de senaste åren behövt väga in att många andra centralbanker har fört en mycket expansiv politik. Det gäller inte minst den Europeiska centralbanken (ECB), som även den tillämpat en politik med negativ styrränta och omfattande tillgångsköp. Om Riksbanken skulle hållit en alltför hög reporänta, eller avstått från tillgångsköp, hade det funnits en risk för att kronan skulle ha stärkts snabbt och kraftigt. Detta skulle i sin tur ha resulterat i att den redan låga svenska inflationen skulle ha fallit ytterligare och det skulle därmed ha blivit ännu svårare att uppnå målet och förankra förväntningarna.

### Priserna för de flesta komponenter i KPIF ökade snabbare 2017

För att återgå till utvecklingen 2017 så var alltså inflationstakten mätt med KPIF under året i genomsnitt 2,0 procent. Detta är högre än den genomsnittliga inflationstakten under 2000–2016 som var 1,5 procent (se

### Fördelarna med ett inflationsmål på 2 procent

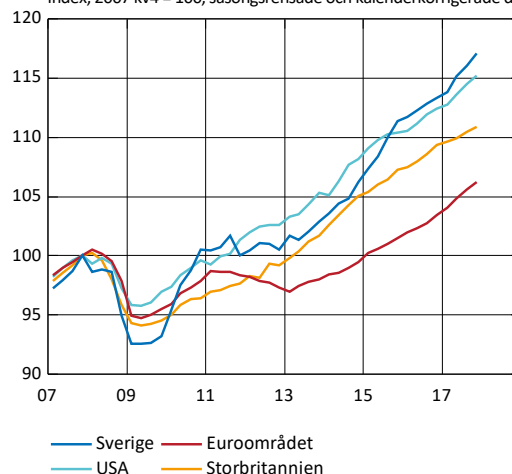
I samband med att inflationsmålspolitiken introducerades 1993 beslutade Riksbanken att nivån på inflationsmålet skulle vara 2 procent. Ett väldefinierat mål som kunde utgöra ett tydligt ankare för pris- och lönebildningen ansågs nödvändigt för att bryta med den tidigare utvecklingen med hög och varierande inflation, och skapa förutsättningar för en gynnsammare ekonomisk utveckling framöver. När ekonomins aktörer har en gemensam bild av hur priserna kommer att utvecklas i framtiden blir det lättare att planera långsiktigt.

En fördel med att målet är 2 procent och inte lägre är att lönebildningen kan försämrans när den genomsnittliga inflationen är alltför låg. Anledningen är att det i praktiken har visat sig svårt att sänka nominella löner. Om inflationen i genomsnitt är låg och de nominella lönerna inte kan sänkas blir det svårt att anpassa reallönerna mellan olika företag och branscher. I förlängningen kan detta medföra både högre arbetslöshet och en sämre produktivitetsutveckling i ekonomin. Med en viss underliggande inflation mildras dessa problem.

En annan fördel med målet på 2 procent, som varit särskilt tydlig under senare år, är att en mycket låg genomsnittlig inflation gör det svårare för penningpolitiken att motverka lågkonjunkturer. Om inflationen i genomsnitt är låg kommer även den nominella räntan att i genomsnitt bli låg. Ju lägre räntan är i ett normalläge, desto mindre utrymme finns det att sänka den tills den når sin nedre gräns, även om det inte är uppenbart var den gränsen går. Detta innebär att möjligheten att göra penningpolitiken mer expansiv via sänkningar av styrräntan blir begränsad och kompletterande penningpolitiska åtgärder kan bli nödvändiga. Även med ett mål på 2 procent har flera centralbanker tvingats sänka sin styrränta så långt det bedömts vara möjligt och ligga kvar där under lång tid. Med ett lägre mål hade perioden med styrräntan vid nedre gränsen blivit ännu längre.

Diagram 1:3. BNP-utvecklingen i Sverige och i omvärlden

Index, 2007 kv4 = 100, säsongrensade och kalenderkorrigerade data



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



tabell 1:2). Vidare steg tjänstepriserna, som har den största vikten i KPIF, med 2,4 procent, vilket var väsentligt mer än genomsnittet sedan 2000 (se även fördjupningen "Förklaringar till den stigande inflationen"). Även priserna på livsmedel, som under 2016 ökade relativt måttligt, steg snabbare 2017 och ungefär i linje med det historiska genomsnittet. Andra varupriser brukar vanligtvis sjunka och gjorde så också 2017, till skillnad från 2016. Komponenten som mäter värdet på hushållens bostäder (som SCB benämner kapitalstock) ökade kraftigt vilket återspeglar stigande bostadspriser men även en metodförändring då bostadsrätter inkluderas i index från 2017.<sup>2</sup>

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

	Vikt (procent)	2000–2016	2016	2017
Tjänster	44,5	1,8	2,0	2,4
Varor	26,9	-0,5	0,0	-0,7
Livsmedel	18,0	1,8	1,1	2,1
Energi	7,0	3,4	1,4	5,8
Kapitalstock	3,6	4,9	5,8	9,4
KPIF	100	1,5	1,4	2,0

Anm. Vikterna är de som gällde för 2017.

Källa: SCB

## Fortsatt god BNP-tillväxt men inbromsning på bostadsmarknaden

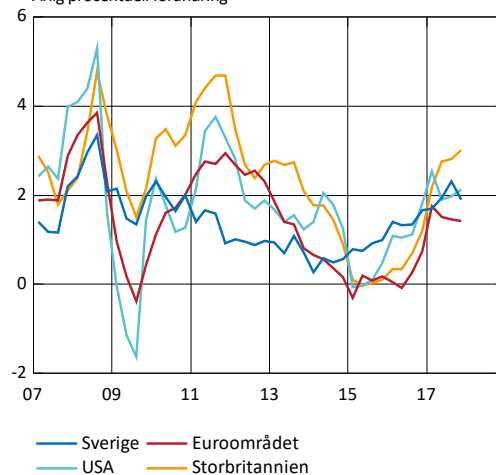
Den svenska ekonomin utvecklades väl under 2017 (se tabell 1:3). BNP växte med 2,4 procent, vilket visserligen var långsammare än under 2016, men i linje med ett historiskt genomsnitt, som är drygt 2 procent sedan 1980. Även i ett internationellt perspektiv var utvecklingen i Sverige god. Tillväxten var exempelvis i paritet med den i euroområdet och något högre än i USA (se diagram 1:6).

Läget på arbetsmarknaden har förbättrats mer eller mindre kontinuerligt sedan början av 2013, med stigande sysselsättningsgrad och sjunkande arbetslöshet. Under 2017 fortsatte arbetskraftsdeltagandet att öka, liksom sysselsättningsgraden, och arbetslösheten sjönk ytterligare något till i genomsnitt 6,7 procent (se diagram 1:7 och tabell 1:3). Det starka konjunkturläget gör att efterfrågan på arbetskraft är stor och det har blivit allt svårare för företagen att rekrytera kvalificerad personal. Detta väntas påverka den lokala lönebildningen och medföra stigande löneökningar utöver de centrala avtalen. Men trots att aktiviteten i ekonomin har blivit allt högre och arbetslösheten har sjunkit har lönerna inte ökat i den takt man skulle förvänta sig med tanke på det historiska sambandet mellan löner och konjunkturläge.<sup>3</sup>

<sup>2</sup> Kapitalstocksindex mäter förändringen i anskaffningsvärdet på hushållens bostadsstock och var tidigare ett relativt trögrörligt mått. Från och med 2017 ingår dock även bostadsrätter i beräkningen av kapitalstocken, vilket gör att kapitalstocksindexet nu växer i något snabbare takt än tidigare. Se vidare marginalruta "Små direkta effekter av bostadspriser på KPIF", Penningpolitisk rapport december 2017.

<sup>3</sup> För mer detaljer kring detta, se fördjupningen "Stark konjunktur men dämpade löneökningar" i Penningpolitisk rapport juli 2017.

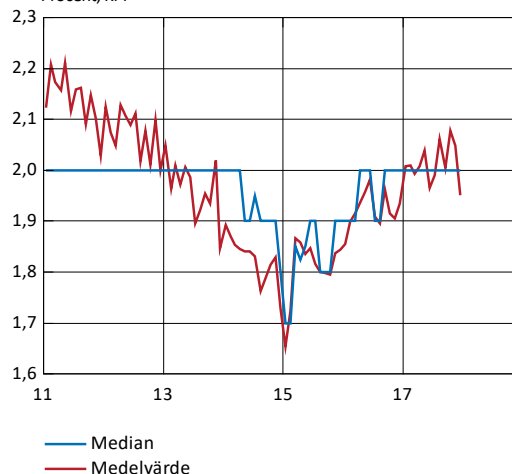
**Diagram 1:4. Inflationen i Sverige och i omvärlden**  
Årlig procentuell förändring



Anm. För Sverige visas KPIF, för euroområdet HIKP. Övriga avser KPI.

Källor: Bureau of Labour Statistics, Eurostat, Office for National Statistics, U.S. Department of Labor and SCB

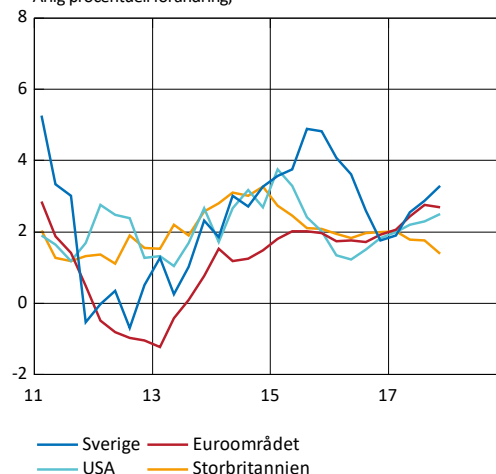
**Diagram 1:5. Inflationförväntningar bland penningmarknadens aktörer, 5 års sikt**  
Procent, KPI



Anm. Medianen visar det inflationsvärde som har lika många mätvärden över som under sig. Till skillnad från medelvärdet är medianvärdet inte känsligt för extremvärden.

Källa: TNS Sifo Prospera

**Diagram 1:6. BNP-tillväxt i Sverige och i omvärlden**  
Årlig procentuell förändring,



Anm. Säsongrensad data, för Sverige och Euroområdet är data även kalenderkorrigerad.

Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Office for national statistics and SCB

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

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2015	2016	2017
BNP	4,5	3,2	2,4
Arbetade timmar	1,5	2,7	1,2
Sysselsatta	1,4	1,5	2,3
Arbetskraften 15–74 år	0,8	1,0	2,0
Arbetslöshet	7,4	6,9	6,7

Anm. Arbetslöshet avser procent av arbetskraften.

Källa: SCB

### Resursutnyttjandet var högre än normalt 2017

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

Den sammantagna bilden av de olika måtten är att resursutnyttjandet var högre än normalt under 2017 (se diagram 1:8). Riksbanken bedömer att resursutnyttjandet kommer att fortsätta att vara högre än normalt de kommande åren och att detta är nödvändigt för att under denna period få inflationen att vara i linje med målet.

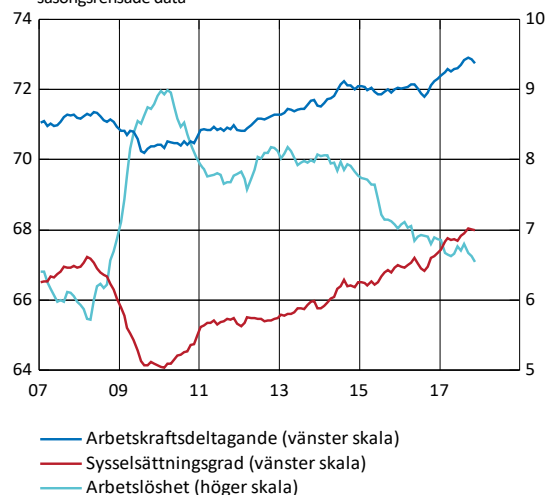
### Hushållens skulder har fortsatt att öka

Det låga ränteläget och den allt starkare konjunkturen har bidragit till en fortsatt ökning i bostadspriserna och hushållens skulder. Detta är en utveckling som pågått mer eller mindre kontinuerligt i tjugo års tid. Riksbanken har sedan lång tid tillbaka pekat på problemen med stigande skulder och bostadspriser. Problemen på bostadsmarknaden är i grunden strukturella och reporäntan är inte ett lämpligt verktyg för att försöka åtgärda dem. Det har dessutom varit nödvändigt att inrikta penningpolitiken på att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet (se vidare kapitel 2).

Under slutet av året vände bostadspriserna nedåt för första gången sedan 2011. Utvecklingen på bostadsmarknaden ökar osäkerheten i Riksbankens prognoser. Riksbankens bedömning är dock att bostadspriserna stabiliseras och framöver ökar i mer måttlig takt än tidigare. Den mer dämpade prisutvecklingen på bostadsmarknaden bidrar till att minska ökningstakten i hushållens skuldsättning.

**Diagram 1:7. Arbetskraft, sysselsättning och arbetslöshet**

Procent av befolkningen respektive procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongsrensade data

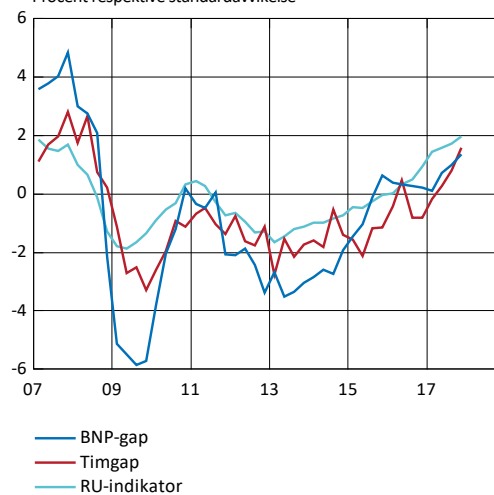


Anm. Tre månaders glidande medelvärde.

Källa: SCB

**Diagram 1:8. BNP- och timgap samt RU-indikator**

Procent respektive standardavvikelse



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

Källor: SCB och Riksbanken

### **Ingen överhettning i löner och priser**

Sammanfattningsvis har Riksbankens expansiva penningpolitik bidragit till en hög tillväxt, stigande sysselsättning och stigande inflation. I debatten framförs ibland att aktiviteten i ekonomin är så hög att den expansiva ekonomiska politiken riskerar att leda till överhettning i priser och löner. Riksbankens bedömde visserligen under 2017 att resursutnyttjandet var högre än normalt, men det fanns få tecken på att löner och priser generellt riskerade att stiga för snabbt.<sup>4</sup> För framför allt lönerna gällde snarast det motsatta. Det betyder dock inte att riskerna med den höga aktiviteten i den svenska ekonomin kan ignoreras och det finns därför fortsatt anledning att noga analysera såväl resursutnyttjandet som bostads- och bolånemarknaden samt hushållens skuldsättning.

---

<sup>4</sup> Se fördjupningen "Är aktiviteten i den svenska ekonomin för hög?" i Penningpolitisk rapport oktober 2017.

## FÖRDJUPNING – Förklaringar till den stigande inflationen

Inflationen har stigit sedan 2014 och under 2017 var genomsnittet för KPIF-inflationen på målet. Ett flertal faktorer har bidragit till detta. Ett allt starkare konjunkturläge, bland annat understött av en expansiv penningpolitik, har gjort det lättare för företagen att höja sina priser. Ett par faktorer som tidigare bidrog till att pressa ned inflationen i Sverige, till exempel en svag och osäker omvärldskonjunktur och ovanligt låga energipriser, har hållit tillbaka inflationen i allt mindre grad. Även försvagningar av kronans växelkurs under perioden har bidragit till uppgången i inflationen.

### Stigande inflation sedan 2014

Av kapitel 1 framgick att inflationen har ökat trendmässigt sedan 2014 och under 2017 var genomsnittet för KPIF-inflationen 2,0 procent, det vill säga på målet (se diagram 1:9 och tabell 1:1 i kapitel 1). Den trendmässiga uppgången har skett mot bakgrund av en allt starkare konjunkturutveckling och allt högre aktivitet i den svenska ekonomin.

Diagram 1:9. KPIF och variationsband  
Årlig procentuell förändring



Anm. Det rosa fältet visar Riksbankens variationsband och täcker ungefär tre fjärdedelar av utfallen sedan januari 1995. Variationsbandet är ett sätt att visa om avvikelser från inflationsmålet är ovanligt stora.

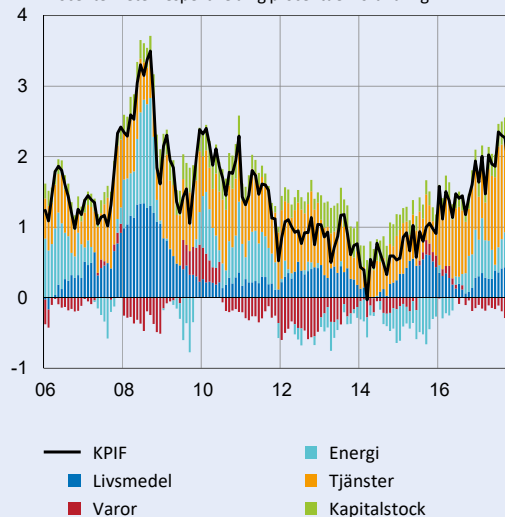
Källa: SCB och Riksbanken

### Tjänstepriserna har bidragit till inflationsuppgången

För att få en bättre förståelse för orsakerna bakom inflationsuppgången är det informativt att studera hur olika delindex i KPIF har utvecklats. Av diagram 1:10 framgår att tjänstepriserna har bidragit till uppgången i KPIF-inflationen och att bidraget var 2016 och 2017 större än åren innan.<sup>5</sup> En finare uppdelning visar att bland annat utrikes resor varit en betydande delkomponent bakom

ökningen av tjänstepriserna.<sup>6</sup> Men uppgången har varit bred i den meningen att den förklaras av flera komponenter än bara utrikes resor.

Diagram 1:10. Bidrag till KPIF  
Procentenheter respektive årlig procentuell förändring



Anm. Staplarna illustrerar respektive prisgrupps bidrag till ökningstakten i KPIF de senaste tolv månaderna. Bidragen kan tolkas som den årliga ökningstakten i varje grupp multiplicerat med gruppens vikt i KPIF.

Källor: SCB och Riksbanken

### Även andra priser har ökat

Energipriserna bidrog till uppgången i KPIF-inflationen under framför allt 2017 – under 2014 och 2015 var bidraget från energipriserna tvärtom negativt (se diagram 1:10). Energipriserna föll under ett antal år, så trots ökningen under 2017 är marknadspriserna på energi fortfarande inte särskilt höga i ett historiskt perspektiv. Även relativt kraftiga skatthöjningar den senaste tiden har bidragit till högre energipriser i konsumentledet.

Varupriserna har fallit under en lång period och har därmed bidragit till att hålla nere KPIF-inflationen i relativt

<sup>5</sup> Dock har det funnits variationer i ökningstakten i tjänstepriser under perioden (se kapitel 3).

<sup>6</sup> Utrikes resor är normalt en volatil post i KPIF. I januari 2017 ändrade SCB mätmetoden för priset på charterresor i konsumentprisindex. Den nya metoden följer rekommendationer från Eurostat och innebär huvudsakligen att priserna för resor som inte säljs under vissa perioder på året då inte heller påverkar index. Tidigare användes en metod som innebar att de resor som inte var i säsong (till exempel skidresor under sommarhalvåret) ingick i beräkningen av index för utrikesresor under

antagandet att deras priser inte förändrades. Det första året med den nya metoden (dvs. 2017) påverkade det nya säsongsmonstret den årliga förändringstakten i KPIF. Den maximala effekten av det nya säsongsmonstret bedöms ha varit 0,3 procentenheter i juli 2017. Metodförändringen påverkar framför allt mönstret i inflationsutvecklingen under året – effekten på genomsnittet för inflationen 2017 är mycket liten. Kommande år påverkas inte den årliga förändringstakten av det nya säsongsmonstret eftersom tolv månadersjämförelserna då baseras på samma metod.

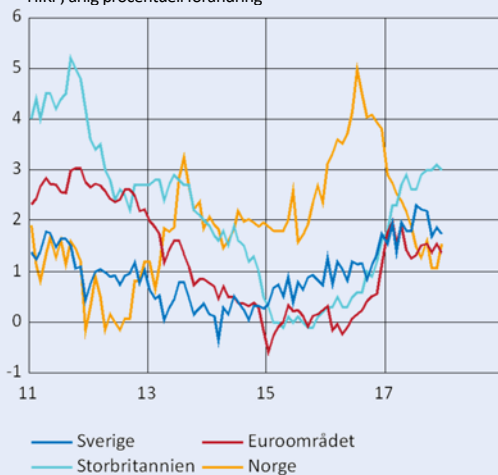
stor utsträckning. Från 2014 och framåt har däremot varupriserna inte dämpat inflationen i samma omfattning som 2012–2013. Under en period från mitten av 2015 till mitten av 2016 var bidraget positivt, sannolikt som en fördröjd effekt av att kronan försvagades under 2014 (se vidare nedan). När det gäller livsmedelspriserna har bidraget i genomsnitt varit ungefär på en normal nivå sedan 2014.

## Små direkta inflationsimpulser från omvärlden och från löneutvecklingen

### Pristrycket i omvärlden har varit lågt

Sverige är en liten öppen ekonomi och påverkas i stor utsträckning av vad som händer i omvärlden. Därför är det intressant att titta på inflationsutvecklingen i andra länder som Sverige handlar mycket med för att se i vilken mån en stigande inflation drivs av pristrycket i de länderna. I flera av de ekonomier som är viktiga för svensk export och import, exempelvis euroområdet, har efterfrågan stigit och i vissa länder är resursutnyttjandet nu nära eller något över en normal nivå. Trots det har löne- och pristrycket varit begränsat. Det är först de senaste åren som den stigande efterfrågan har börjat sätta avtryck i inflationen (se diagram 1:11).<sup>7</sup> Den underliggande inflationen i omvärlden är dock fortfarande låg. En anledning till det kan vara att det tar tid innan det stigande resursutnyttjandet påverkar lönerna och inflationen.

**Diagram 1:11. Inflationen i olika länder**  
HIKP, årlig procentuell förändring

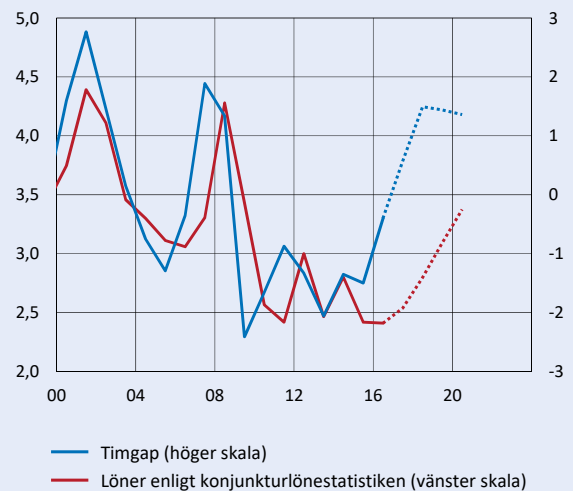


Anm. HIKP avser det EU-harmoniserade indexet för konsumentpriser.  
Källa: SCB och Eurostat

### Löneökningarna har varit begränsade trots stark konjunktur

Trots att aktiviteten i ekonomin har blivit allt högre har lönerna inte ökat i den takt man skulle förvänta sig av det historiska sambandet mellan löner och konjunkturläge (se diagram 1:12).<sup>8</sup> Det gäller både avtalade löneökningar och löneutvecklingen utöver de centrala avtalen. Det verkar således inte sannolikt att de allt högre prisökningarna i första hand är en direkt följd av stigande lönekostnader i företagen.

**Diagram 1:12. Timgap och löner**  
Procent respektive årlig procentuell förändring



Anm. Timgapet avser antalet arbetade timmars avvikelse från Riksbankens bedömda trend. Streckade linjer avser Riksbankens prognoser i februari 2018.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

## Olika drivkrafter bakom uppgången i inflationen

### Låga energipriser pressar inte längre ned inflationen

Vad beror då den stigande inflationen i Sverige de senaste åren på? Att identifiera hur enskilda faktorer har påverkat inflationen är svårt. Vissa faktorer påverkar dock KPIF på ett direkt och relativt rättframt sätt. Till exempel har förändringar i internationella marknadspriser på energi en direkt effekt på svenska konsumentpriser via priser på oljeleraterade produkter som drivmedel och eldningsolja. Marknadspriset på el har också en direkt effekt på konsumentpriserna, även om den inte är lika tydlig som för oljepriset. Som nämntes ovan bidrog högre energipriser till att pressa upp KPIF-inflationen under 2017, delvis som ett resultat av en allt starkare efterfrågan.

<sup>7</sup> Utvecklingen av inflationen i Norge har varit speciell så till vida att den steg tillfälligt till en hög nivå under 2016, vilket i huvudsak berodde på en försvagad växelkurs. Efter det har dock inflationen sjunkit betydligt.

<sup>8</sup> Se fördjupningen "Stark konjunktur men dämpade löneökningar" i Penningpolitisk rapport juli 2017.

### Lågt men stigande kostnadstryck

Förutom en direkt effekt har förändringar i energipriser också indirekta effekter på inflationstakten genom att de påverkar företagens kostnader. Uppgången av energipriserna under 2017 bör således ha inneburit ett stigande kostnadstryck hos företagen som också kan ha bidragit till större prisökningar. Det är dock svårt att identifiera i vilken utsträckning så har varit fallet eftersom det bland annat beror på hur företagen anpassar prissättningen till förändringar av energipriserna.

Kostnadstrycket i företagen påverkas i stor utsträckning av löneutvecklingen. Som beskrevs ovan har löneökningarna varit låga i förhållande till konjunkturläget de senaste åren. Men även produktionen per arbetstimme, det vill säga produktiviteten, har utvecklats svagt. Det har bidragit till att ökningstakten i arbetskostnad per producerad enhet ändå har stigit igen efter att länge haft en sjunkande trend (se diagram 1:13).

Kopplingen mellan förändringar av arbetskostnaden per producerad enhet och prisökningstakten är dock inte alltid så omedelbar. Som diagram 1:13 illustrerar sjönk till exempel inflationen 2011–2013 i betydligt större utsträckning än kostnadstrycket. Kopplingen mellan kostnadstrycket och inflationen är dock inte direkt. Det är därför inte sannolikt att den stigande inflationen sedan 2014 enbart kan förklaras med en något snabbare ökning av kostnadstrycket den senaste tiden.

Diagram 1:13. Inflation och enhetsarbetskostnad  
Årlig procentuell förändring



Anm. Avser hela ekonomin. Trenden i arbetskostnad per producerad enhet är beräknad med ett så kallat HP-filter baserat på Riksbankens prognos i februari 2018 och ett antagande om att arbetskostnaden per producerad enhet ökar med 2 procent bortom prognoshorisonten. Streckade linjer avser Riksbankens prognoser i februari 2018.

Källor: SCB och Riksbanken

### Allt starkare konjunktur har underlättat för företagen att höja sina priser

Det som dock har skett de senaste åren och som också bör ha spelat roll är att konjunktureren har stärkts allt mer och att resursutnyttjandet i Sverige blivit högre. Det är

inte bara i Sverige som resursutnyttjandet har stigit, utan även i omvärlden. Som nämndes ovan har det direkta pristrycket från omvärlden varit förhållandevis lågt. Det är dock tydligt att en allt starkare konjunktur bidragit till att inflationen är på väg upp i länder som är viktiga för svensk handel. Det förbättrade konjunkturläget har också bidragit till att hålla uppe efterfrågan på svensk export. Ett mycket svagt och osäkert konjunkturläge i omvärlden, framför allt i euroområdet, höll tidigare tillbaka den svenska utvecklingen i stor utsträckning. Det förefaller därför rimligt att anta att den förbättring av konjunkturläget internationellt som skett de senaste åren har bidragit till uppgången av den svenska inflationen, även om de direkta inflationsimpulserna varit måttliga än så länge.

### Relativt svag krona har bidragit till inflationsuppgången

En annan faktor som periodvis bör ha drivit upp inflationen i Sverige sedan 2014 är växelkursen. Under 2014 försvagades kronan mot ett sammanvägt index av valutorna i länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden (se diagram 1:14). Efter att ha stärkts något under 2015 försvagades kronan igen under 2016. En svagare växelkurs gör importen dyrare uttryckt i kronor. Det bidrar till stigande priser, bland annat på energi, livsmedel och andra varor. Det tar dock tid för förändringar i växelkursen att slå igenom på priserna, vilket bidragen från både livsmedelspriser och andra varupriser till KPIF-inflationen indikerar (se diagram 1:10). Det i sig talar för att den stigande inflationen även under 2017 delvis är en effekt av den tidigare försvagningen av kronan.

Diagram 1:14. Nominell växelkurs, KIX  
Index, 1992-11-18 = 100



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

Källa: Nationell källor, SCB och Riksbanken

### Inflationsförväntningarna har stigit under perioden

Stigande inflationsförväntningar har också underlättat för företagen att höja sina priser. Förväntningarna om inflationen både på kort och på längre sikt har stigit sedan

2015 och sedan slutet på 2016 har de mer långsiktiga inflationsförväntningarna hållit sig kring inflationsmålet 2 procent (se diagram 1:2).

### **Penningpolitiken har bidragit till att inflationen åter är kring målet**

Penningpolitiken påverkar flera av de faktorer bakom den stigande inflationen som nämnts ovan, även om det är svårt att exakt avgöra i vilken utsträckning. Förutom att sänka reporäntan till en historiskt låg nivå har Riksbanken köpt statsobligationer för att göra penningpolitiken mer expansiv (se vidare fördjupningen ”Den negativa reporäntan och kompletterande penningpolitiska åtgärder”). Även kommunikationen av penningpolitiken har varit ett verktyg som använts i stor utsträckning för att betona beslutsamheten att nå inflationsmålet och påverka förväntningarna om inflationen och reporäntan. De samlade penningpolitiska åtgärderna har haft den avsedda effekten – inflationen har stigit trendmässigt sedan 2014 till en nivå kring 2 procent och det finns ett förtroende för inflationsmålet. Det har dock tagit lång tid och krävts mycket stöd av penningpolitiken.



## KAPITEL 2 – Penningpolitiken 2017

Det har tagit lång tid och krävts en expansiv penningpolitik för att få upp inflationen och inflationsförväntningarna till målet. Riksbanken betonade under året att det vore riskfyllt att alltför skyndsamt lägga om politiken trots att inflationen låg nära målet. Penningpolitiken ändrades inte heller mycket 2017, med undantag av beslutet i april då den gjordes något mer expansiv. Då beslutades att utöka köpen av statsobligationer och det bedömdes ta längre tid innan reporäntan skulle börja höjas. I december beslutades också att tidigarelägga återinvesteringarna av de stora förfallen av obligationer i början av 2019. I september beslutade direktionen att göra KPIF-inflationen, som länge i praktiken fungerat som målvariabel, till officiell målvariabel. Ett variationsband kring målet infördes samtidigt, som ett sätt att illustrera att inflationen varierar och att penningpolitiken inte kan detaljstyra inflationen.

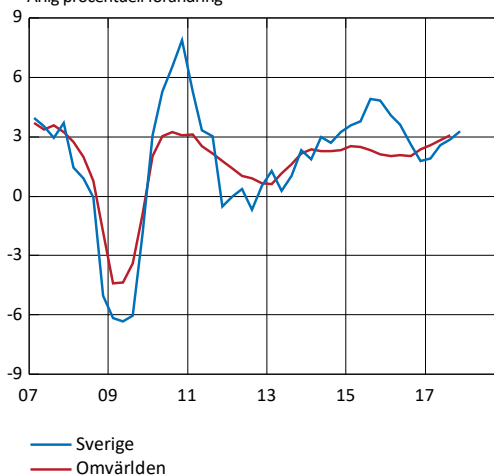
### Penningpolitiken i korthet

Under 2017 bedrevs den svenska penningpolitiken i en miljö som kännetecknades av en allt stabilare och starkare global konjunktur och en snabbare ökning i världshandeln. BNP-tillväxten i omvärlden ökade från 2 procent 2016 till 3 procent 2017 (se diagram 2:1). Men trots den förhållandevis goda utvecklingen i omvärlden var inflationen dämpad på många håll. De svaga inflationsutsikterna bidrog till att normaliseringen av penningpolitiken i omvärlden väntades ta lång tid. Liksom under 2016 befann sig olika länder i olika konjunkturfaser, vilket avspeglade sig i penningpolitiken. Den amerikanska centralbanken Federal Reserve höjde under året sin styrränta vid tre tillfällen och i oktober började centralbanken gradvis minska sitt tillgångsinnehav. I euroområdet fortsatte ECB att göra penningpolitiken mer expansiv och beslutade i oktober att fortsätta sina köp av värdepapper till åtminstone september 2018.<sup>9</sup>

Den förbättrade internationella konjunkturen och den expansiva inhemska penningpolitiken bidrog till en stark utveckling i den svenska ekonomin. Såväl KPIF-inflationen som olika mått på den underliggande inflationen låg 2017 nära målet. Under året betonade Riksbanken hur viktigt det är att den starka konjunkturen fortsätter att sätta avtryck i prisutvecklingen och att inflationsförväntningarna förblir förenliga med inflationsmålet. Penningpolitiken var därför fortsatt expansiv. Riksbanken underströk också vikten av att kronans växelkurs inte stärks alltför snabbt eftersom det kan göra det svårare att hålla inflationen vid målet.

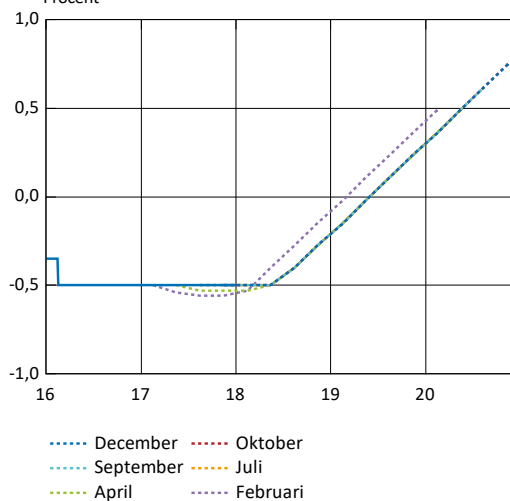
Nedan redogörs i korthet för penningpolitiken 2017 och de bedömningar som Riksbanken gjorde. Prognoserna för de mest centrala variablerna, som låg till grund för de beslut som fattades, visas i diagram 2:2–2:7.

Diagram 2:1. BNP-tillväxt i Sverige och i omvärlden  
Årlig procentuell förändring



Anm. BNP i omvärlden är viktat med KIX.  
Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

Diagram 2:2. Reporänta, prognoser 2017  
Procent



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden. Räntebanorna för april, juli, september, oktober och december sammanfaller i stort sett med varandra.  
Källa: Riksbanken

<sup>9</sup> Se fördjupningen "Riksbankens strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken" i Penningpolitisk rapport december 2017.

**Osäker omvärld i början av året**

Vid mötet i februari bedömdes den ekonomiska och politiska osäkerheten i omvärlden vara stor, med risk för bakslag i konjunkturen. Det var exempelvis oklart hur den amerikanska ekonomiska politiken skulle komma att utformas och hur Storbritanniens relation till EU och andra länder skulle komma att se ut. Men återhämtningen förväntades ändå fortsätta i linje med tidigare prognos. Den svenska ekonomin utvecklades sedan en tid starkt vilket ansågs skapa goda förutsättningar för att inflationen skulle fortsätta att stiga. Riksbanken bedömde att det skulle vara lämpligt att börja höja reporäntan i början av 2018 (se diagram 2:2). Ränteprognosen avspeglade dock att det den närmaste tiden var mer sannolikt att räntan skulle sänkas än att den skulle höjas. Direktionen beslutade också att förlänga det mandat som getts till riksbankschefen och förste vice riksbankschefen för att vid behov snabbt kunna intervensera på valutamarknaden. Detta mandat förlängdes även i oktober, men något behov av valutainterventioner uppstod aldrig.

**Nedrevidering av kostnadstrycket i aprilprognosen**

Bilden av kostnadstrycket reviderades något till mötet i april. De avtal som hade slutits på arbetsmarknaden tydde på att kostnadstrycket i den svenska ekonomin skulle komma att stiga långsammare än väntat. Riksbanken beslutade därför att göra penningpolitiken mer expansiv genom att utöka köpen av statsobligationer med 15 miljarder kronor under andra halvåret 2017. Prognosen för när reporäntan skulle komma att börja höjas flyttades också fram till mitten av 2018 och det bedömdes fortfarande vara mer sannolikt att räntan skulle sänkas än att den skulle höjas den närmaste tiden (se diagram 2:2).

**Få ändringar i bedömningarna under andra halvåret**

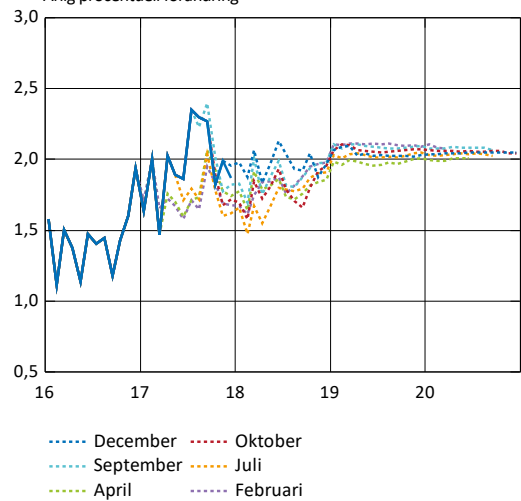
Vid mötet i juli konstaterades att inflationen hade blivit lite högre än väntat och att riskerna för bakslag i omvärlden hade minskat. Detta bedömdes minska sannolikheten för att penningpolitiken skulle behöva göras mer expansiv och den något större sannolikheten för en sänkning än för en höjning i närtid togs bort.

Konjunktur- och inflationsutsikterna ändrades sedan inte särskilt mycket under resten av året. I omvärlden blev uppgången i konjunkturen tydligare och den svenska ekonomin fortsatte att utvecklas väl och i linje med Riksbankens prognoser. För att få inflationen att vara kvar nära 2 procent hölls reporäntan oförändrad på -0,50 procent vid samtliga penningpolitiska möten under året. Även prognosen för reporäntan var i stort sett oförändrad.

**Beslut i december om att tidigarelägga återinvesteringar**

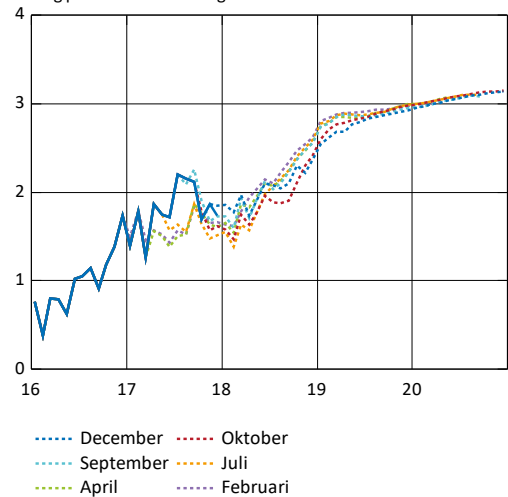
Riksbankens köp av statsobligationer sedan 2015 uppgick i slutet av 2017 till ett nominellt belopp av 290 miljarder kronor

**Diagram 2:3. KPIF, prognoser 2017**  
Årlig procentuell förändring



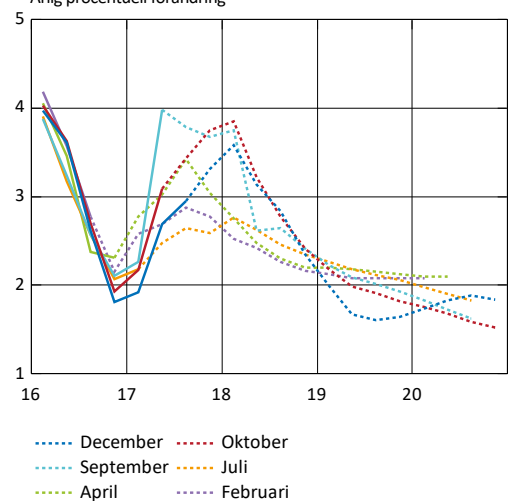
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:4. KPI, prognoser 2017**  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:5. BNP, prognoser 2017**  
Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken

(se diagram 2:8).<sup>10</sup> I enlighet med beslutet i februari 2016 återinvesteras förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen tills vidare. Stora förfall, på drygt 50 miljarder kronor, sker under första halvåret 2019. Det tillkommer också kupongbetalningar på totalt cirka 15 miljarder kronor från januari 2018 till juni 2019. För att bibehålla Riksbankens närvaro på marknaden och uppnå en relativt jämn köptakt framöver beslutade Riksbanken i december att inleda återinvesteringarna av dessa förfall och kupongbetalningar redan i januari 2018. Återinvesteringarna kommer sedan att pågå fram till och med första halvåret 2019. Detta innebär att Riksbankens innehav av statsobligationer kommer att öka tillfälligt under 2018 och början av 2019 (se även fördjupningen ”Den negativa räntan och kompletterande penningpolitiska åtgärder”).

## KPIF blir målvariabel och variationsband införs

I september gjordes vissa förändringar i det penningpolitiska ramverket. Riksbankens direktion beslutade då att göra inflationen mätt med KPIF, konsumentprisindex med fast ränta, till formell målvariabel för penningpolitiken i stället för inflationen mätt med KPI. KPIF hade i praktiken varit Riksbankens operativa målvariabel under flera år och genom att formellt göra KPIF till målvariabel fastställde direktionen denna praxis. Direktionen beslutade samtidigt att introducera ett variationsband om 1–3 procent för utfallen för KPIF-inflationen. Intervallet är tänkt att på ett enkelt sätt illustrera att inflationen varierar och penningpolitiken inte kan detaljstyra inflationen. Dessa förändringar baserades på en analys som beskrevs i Redogörelse för penningpolitiken 2016.

Beslutet förbereddes bland annat genom att Riksbanken i maj 2017 remitterade en promemoria, som beskrev de ändringar Riksbanken övervägde att göra, till 50 organisationer och myndigheter. I en protokollsbilaga i samband med beslutet redovisades en sammanfattning av remissinstansernas yttranden och direktionens överväganden.<sup>11</sup>

## Utmaningar och avvägningar i penningpolitiken

### Stigande inflation men dämpade löneökningar

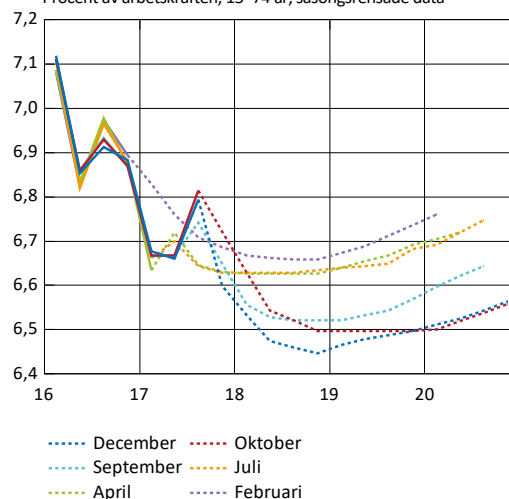
Ett ämne som diskuterades under året var sambandet mellan löneutvecklingen och resursutnyttjandet i ekonomin. En specifik fråga var om sambandet har försvagats eftersom lönerna stigit långsamt trots att konjunkturen blivit allt starkare. Som konstaterats gjorde Riksbanken i april

<sup>10</sup> En obligations nominella belopp är det belopp den är utställd på.

<sup>11</sup> ”Byte av målvariabel och introduktion av variationsband”, promemoria, 2017-05-11, Bilaga 1 till pressmeddelande nr. 9, ”Riksbanken överväger ny målvariabel och variationsband”, 2017-05-16.

Diagram 2:6. Arbetslöshet, prognoser 2017

Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data

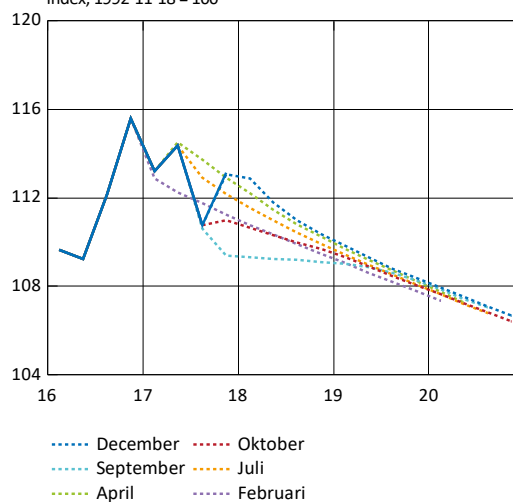


Anm. I diagrammet syns flera utfallslinjer. Detta beror på att utfallen har reviderats av SCB.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:7. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX, prognoser 2017

Index, 1992-11-18 = 100

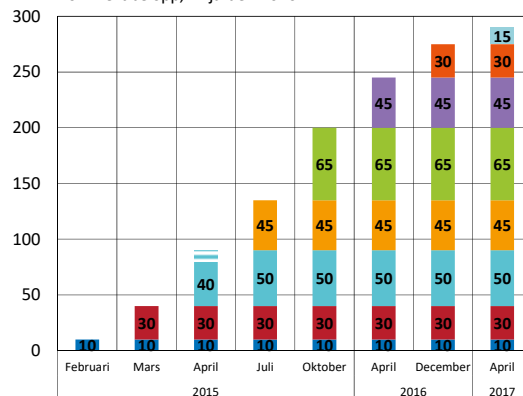


Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 2:8. Riksbankens beslutade köp av statsobligationer

Nominellt belopp, miljarder kronor



Anm. Köp av statsobligationer, exklusive återinvesteringar.

Källa: Riksbanken

bedömningen att de förhållandevis låga löneavtalen innebar att kostnadstrycket i den svenska ekonomin skulle komma att stiga långsammare än man tidigare räknat med.

Men även om löneökningarna varit måttliga så har inflationen stigit i takt med att resursutnyttjandet har ökat (se även fördjupningen "Förklaringar till den stigande inflationen"). Under 2017 steg tjänstepriserna, som i hög grad påverkas av den inhemska efterfrågan, snabbare än sitt historiska genomsnitt, även om ökningen mattades av en del mot slutet av året (se diagram 2:9). Riksbanken konstaterade att strukturella förändringar på arbetsmarknaden gör prognoserna osäkra, men gjorde bedömningen att konjunkturen gradvis kommer att sätta allt större avtryck i prisutvecklingen och bli en allt viktigare drivkraft för inflationen. Detta antas balansera effekterna av en successivt starkare krona och bidra till att inflationen fortsätter att utvecklas i linje med målet. I Sverige har det sedan en tid funnits en debatt om lönerna, inflationsprocessen och att inflationsmålet kan vara svårt att nå. Det kan vara värt att notera att en motsvarande debatt har börjat uppstå även internationellt under senare tid.

De svenska erfarenheterna att det är möjligt att få inflationen att stiga till målet med en expansiv penningpolitik under tillräckligt lång tid är i det avseendet positiva.<sup>12</sup>

#### Sidoeffekterna av Riksbankens obligationsköp hanterliga

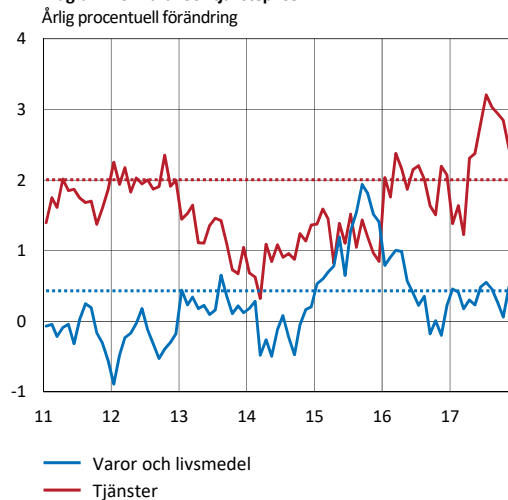
Riksbankens obligationsköp har bidragit till att ränteläget varit lägre än det annars skulle ha varit. När Riksbanken köper statsobligationer minskar den volym som är tillgänglig för handel på marknaden. En fråga som diskuterats allt mer i takt med att Riksbankens obligationsinnehav har ökat är hur marknadens sätt att fungera påverkas av dessa köp. Ett exempel på en tänkbar effekt är att återförsäljare kan välja att endast erbjuda priser för mindre kvantiteter och det därför kan ta längre tid för en investerare att köpa eller sälja en större post obligationer.

Riksbanken har hela tiden följt utvecklingen noga, bland annat genom återkommande kontakter med berörda aktörer. Investerarna bedömdes under 2017 fortfarande kunna genomföra de transaktioner de behövde göra inom rimlig tid. Intresset var också betydande för att delta i Riksgäldens återkommande emissioner och investerarnas intresse av att lägga bud för att köpa respektive sälja obligationer var fortfarande stort i förhållande till den volym som erbjudits. Sammantaget bedömdes sidoeffekterna av Riksbankens obligationsköp vara hanterliga.

#### Fortsatt diskussion om skulder och bostadspriser

Ett centralt tema i den allmänna debatten om penningpolitiken har under ett antal år varit att den expansiva penningpolitiken inte bara bidrar till högre tillväxt och

Diagram 2:9. Varu- och tjänstepriser i KPIF



Anm. Varor och livsmedel är en sammanvägning av aggregaten varor och livsmedel i KPIF. Dessa utgör tillsammans 45 procent av KPIF. Tjänstepriserna utgör 45 procent av KPIF. Streckade linjer avser medelvärde sedan januari 1995.

Källor: SCB och Riksbanken

<sup>12</sup> Se till exempel Per Jansson, "Den penningpolitiska idédebatten – lärdomar från utvecklingen i Sverige", anförande vid Fores, Stockholm, 6 december 2017, för en diskussion.

stigande inflation utan även till att bostadspriserna och skuldsättningen ökar. Detta var även under 2017 en intensivt diskuterad fråga.

Direktionen har länge varit tydlig med sin syn och fortsatte under året att kommunicera den.<sup>13</sup> Den låga räntan medför ökade risker när det gäller utvecklingen av bostadspriserna och hushållens skulder. Men det är samtidigt viktigt att inse att det reala ränteläget i Sverige och omvärlden idag är mycket lågt, och detta är inte något som penningpolitiken i någon större utsträckning kan påverka (se diagram 2:10).<sup>14</sup> Ett lågt reallränteläge innebär att centralbankernas styrräntor i genomsnitt är låga, både när penningpolitiken är expansiv och när den är åtstramande. Att penningpolitiken i Sverige är expansiv bidrar visserligen till att riskerna är högre än annars, men huvudproblemet på bostadsmarknaden är inte att reporäntan för tillfället är låg. Bostadspriserna och hushållens skulder har stigit oavbrutet i tjugofem års tid (se diagram 2:11) och under denna tid har penningpolitiken varit såväl expansiv som åtstramande.<sup>15</sup> Detta är ett tecken på att problemen i grunden är strukturella och att en varaktig lösning måste sökas inom andra politikområden än penningpolitiken.

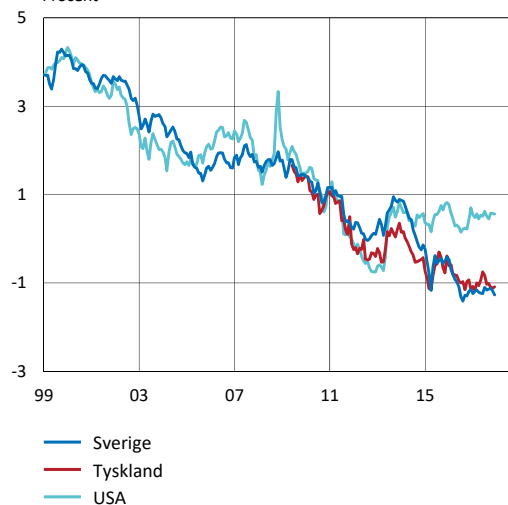
Om Riksbanken i syfte att ändå försöka dämpa utvecklingen skulle indikera att inflationsmålet inte längre prioriterades lika tydligt skulle det finnas en risk för att inflationen och inflationsförväntningarna under lång tid skulle fastna på en nivå betydligt lägre än 2 procent. Att återfå förtroendet för inflationsmålet när det väl gått förlorat skulle kunna bli både svårt och kostsamt.

### Penningpolitikens fördelningseffekter

De senaste decennierna har det i stort sett inte funnits någon diskussion om eventuella fördelningseffekter av penningpolitiska åtgärder. Skälet är sannolikt att penningpolitiken de senaste decennierna har bidragit till låg och stabil inflation och att det framför allt är en hög och varierande inflation som ger upphov till önskad fördelningseffekter. Detta var också ett av motiven till att inflationsmålspolitiken infördes. Under de mer normala konjunkturförloppen före finanskrisen var det också tydligare att penningpolitikens fördelningseffekter är små på sikt eftersom perioder med relativt låga styrräntor följs av perioder med högre styrräntor.

Men under de senaste åren har frågan om penningpolitikens fördelningseffekter börjat diskuteras igen på många håll. Det främsta skälet är den ovanligt långa perioden med ett mycket lågt ränteläge som har bidragit till

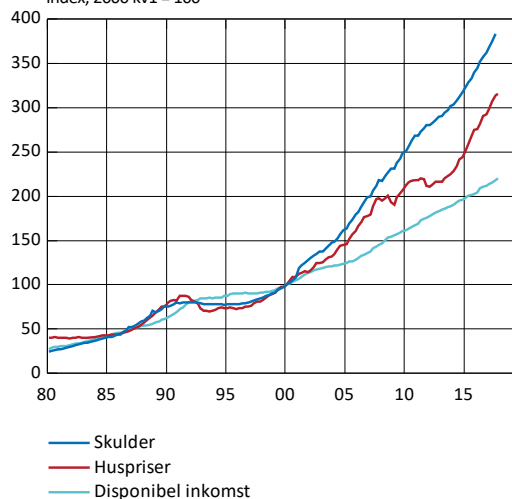
Diagram 2:10. Realräntor  
Procent



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

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

Diagram 2:11. Huspriser, hushållens skulder och disponibel inkomst  
Index, 2000 kv1 = 100



Anm. Disponibel inkomst avser fyra kvartals glidande medelvärde och huspriser avser fastighetsprisindex.

Källa: SCB och Riksbanken

<sup>13</sup> Se till exempel Stefan Ingves, "Penningpolitiska utmaningar – att väga idag mot i morgon", anförande vid Nationalekonomiska föreningen, Handelshögskolan, Stockholm, 16 maj 2017.

<sup>14</sup> Penningpolitiken antas kunna påverka realräntan enbart på kort sikt, medan realräntan på lång sikt bestäms av faktorer utanför penningpolitiken, som demografi och global spar- och investeringsbenägenhet; se till exempel L. Rachel and T. D. Smith, "Are low real interest rates here to stay?", *International Journal of Central Banking*, september 2017, vol. 13(3), s. 1-42, och fördjupningen "Reporäntan på lång sikt", Penningpolitisk rapport februari 2017.

<sup>15</sup> Eftersom hushållens skulder har vuxit snabbare än hushållens disponibla inkomster har hushållens skuldkvot ökat, från 100 procent i slutet av 1990-talet till drygt 180 procent 2017.

att priserna på aktier och andra tillgångar, både finansiella och reala, har stigit snabbt.

På kort sikt innebär en expansiv penningpolitik visserligen stigande aktiepriser, vilket i sig ökar spridningen av hushållens inkomster. Men en expansiv penningpolitik bidrar också till lägre arbetslöshet, högre sysselsättning och starkare tillväxt, vilket jämnar ut spridningen av inkomster. En penningpolitik som lyckas med uppgiften att nå prisstabilitet motverkar också inflationens negativa fördelningseffekter. Penningpolitiken påverkar således hushållens inkomster och förmögenheter på andra mer indirekta, men sannolikt mer betydelsefulla sätt än via tillgångspriser.

Direktionsledamöter diskuterade frågan om penningpolitikens fördelningseffekter i olika anföranden under året.<sup>16</sup> Bland annat konstaterades att ett skäl till att det är svårt att beräkna penningpolitikens samlade fördelningseffekter är avsaknaden av relevanta data.

## Penningpolitiska beslut 2017

14 februari	Reporäntan lämnades oförändrad på –0,50 procent och delegeringsmandatet för valutainterventioner förlängdes till oktober 2017. Detta mandat, som direktionen först beslutade om i januari 2016, innebär att riksbankschefen och förste vice riksbankschefen har mandat att besluta om närmare detaljer för eventuella interventioner på valutamarknaden, om det inte skulle finnas tid att invänta beslut från hela direktionen. Martin Flodén reserverade sig mot att förlänga delegeringsmandatet med samma motivering som i januari, februari och juli 2016, det vill säga att det var lämpligt att avvakta med ytterligare penningpolitiska stimulanser och att valutainterventioner inte var ett lämpligt verktyg för att i det aktuella läget göra politiken mer expansiv.
26 april	Reporäntan lämnades oförändrad på –0,50 procent och direktionen beslutade att köpa statsobligationer för ytterligare 15 miljarder kronor under andra halvåret 2017. Prognosen för kommande räntehöjningar flyttades fram något. Martin Flodén, Henry Ohlsson och Cecilia Skingsley reserverade sig mot att genomföra ytterligare obligationsköp eftersom de ansåg

<sup>16</sup>Se Henry Ohlsson, "Penningpolitikens fördelningseffekter", anförande vid LO, 7 april 2017, och Cecilia Skingsley, "What role for monetary policy in achieving inclusive and sustainable growth?", anförande vid International Forum of the Americas, OECD Conference Center, Paris, 7 december 2017.

	att penningpolitiken inte behövde göras mer expansiv.
3 juli	Reporäntan lämnades oförändrad på -0,50 procent.
6 september	Reporäntan lämnades oförändrad på -0,50 procent.
25 oktober	Reporäntan lämnades oförändrad på -0,50 procent och delegeringsmandatet för valutainterventioner förlängdes till juli 2018. Martin Flodén reserverade sig mot att förlänga delegeringsmandatet med samma motivering som tidigare. Henry Ohlsson reserverade sig med motiveringen att i ett läge med inflation och inflationsförväntningar nära målet finns tid att handlägga frågor om eventuella interventioner utan särskilda mandat.
19 december	Reporäntan lämnades oförändrad på -0,50 procent och direktionen beslutade att i januari 2018 inleda återinvesteringarna av de obligationer som förfaller under 2019. Martin Flodén och Henry Ohlsson reserverade sig mot det senare beslutet. De förespråkade att direktionen i ett senare skede tar ställning till om och i så fall hur förfallen under 2019 ska återinvesteras.



## FÖRDJUPNING – Den negativa reporäntan och kompletterande penningpolitiska åtgärder

Under de tre senaste åren har Riksbanken bedrivit en i ett historiskt perspektiv ovanlig penningpolitik – reporäntan har sänkts under noll och Riksbanken har köpt statsobligationer i stor skala. Denna politik har haft avsedda effekter. Men då Riksbanken rörde sig i en ny och ovan penningpolitisk miljö fanns starka skäl att gå fram försiktigt och utvärdera efter hand. I denna fördjupning beskrivs detta förlopp. Även om de exakta effekterna är svåra att uppskatta så kan konstateras att räntorna på kapitalmarknaden följt med när reporäntan sänkts under noll. Företagens låneräntor har minskat i paritet med reporäntan, medan genomslaget på hushållens boräntor har varit mindre.

### En ny typ av penningpolitik

Under 2015 vidtog Riksbanken penningpolitiska åtgärder som den inte vidtagit tidigare: reporäntan sänktes under noll och Riksbanken började köpa statsobligationer i stor skala. Den senare åtgärden brukar benämnas kvantitativa lättnader.

Riksbanken var dock inte den första centralbanken som införde negativ styrränta eller började använda kvantitativa lättnader. ECB sänkte 2014 sin inlåningsränta under noll, och centralbankerna i Danmark och Schweiz hade sänkt sina styrräntor ned till –0,75 procent i början av 2015. Kvantitativa lättnader hade tidigare tillämpats i exempelvis USA och Storbritannien.

Som beskrivs i kapitel 1 var läget vid årsskiftet 2014–2015 oroväckande för inflationsmålets trovärdighet. Inflationen hade i flera års tid legat under målet och de mer långsiktiga inflationsförväntningarna var på en alltför låg nivå. Reporäntan hade visserligen stegvis sänkts till noll procent, men det fanns få tecken på att inflationen hade börjat vända uppåt.

I januari 2015 hade ECB dessutom aviserat obligationsköp på 60 miljarder euro per månad för att göra sin penningpolitik mer expansiv.<sup>17</sup> Riksbanken räknade visserligen med att dessa åtgärder så småningom skulle få positiva effekter på svensk inflation eftersom de skulle ge stimulans åt en viktig svensk exportmarknad. Men genom att försvaga euron, och därmed stärka kronan, riskerade ECB:s åtgärder att pressa priserna på en väsentlig del av den svenska importen på kort sikt.

Mot den här bakgrunden beslutade Riksbankens direktion vid det penningpolitiska mötet i februari 2015 att göra penningpolitiken mer expansiv genom att sänka reporäntan med 0,10 procentenheter till –0,10 procent och justera ned räntebanan något. Dessutom beslutades

att Riksbanken skulle köpa statsobligationer för 10 miljarder kronor.

Vid ett extrainsatt möte i mars fortsatte Riksbanken att göra penningpolitiken mer expansiv. Reporäntan sänktes med 0,15 procentenheter till –0,25 procent och det beslutades att köpa statsobligationer för ytterligare 30 miljarder kronor. Ett viktigt skäl var att kronan hade stärkts relativt kraftigt, främst mot euron, vilket i hög grad bedömdes hänga samman med att ECB hade inlett sina stora tillgångsköp.

### Behov av att gå fram försiktigt och utvärdera stegvis

Den gradvisa inledningen av såväl den negativa reporäntan som köpen av statsobligationer avspeglar att Riksbanken rörde sig i en ny och oprövad penningpolitisk miljö. Det bedömdes finnas starka skäl att gå fram med försiktiga steg och utvärdera effekterna innan man beslutade sig för om man skulle gå vidare. Denna strategi har präglat politiken allt sedan dess, men var speciellt viktig i början eftersom osäkerheten då var särskilt stor.

Det var exempelvis inte självklart vilken kombination av räntesänkningar och obligationsköp Riksbanken skulle använda sig av för att göra penningpolitiken mer expansiv. En synpunkt vid direktionens möten var att det inte fanns någon anledning att i förväg låsa fast sig vid något specifikt verktyg.

Efter att reporäntan hade sänkts till –0,35 procent i juli 2015 hölls den oförändrad ända fram till februari 2016, då den sänktes till –0,50 procent. Under andra halvåret 2015 förlitade sig Riksbanken i stället på obligationsköp, vilka utökades med 110 miljarder kronor. Att fokus låg på obligationsköp under denna period berodde bland annat på att ECB tydligt signalerat att dess köp skulle fortsätta. Riksbankens tidigare köp hade varit av mindre omfattning och genomförts under kortare perioder för att bevara en

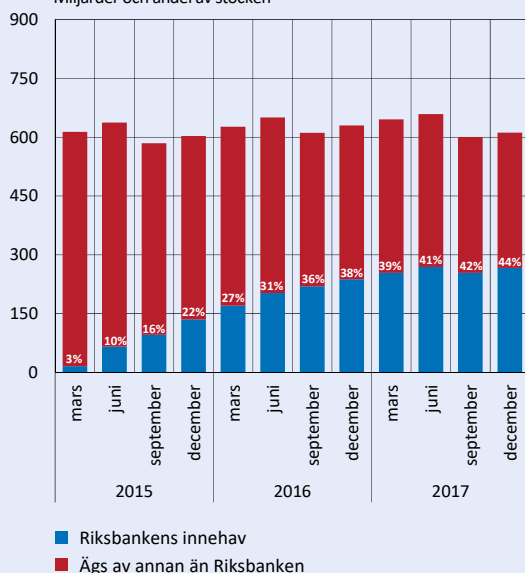
<sup>17</sup> Köpen skulle initialt pågå åtminstone till september 2016 och kunde också komma att förlängas beroende på hur inflationen utvecklades.

flexibilitet i förhållande till ECB:s köp. Men i och med ECB:s tydliga signalering om fortsatta köp kunde också Riksbanken besluta om ett längre program, och på det sättet skapa bättre förutsägbarhet på marknaden om Riksbankens agerande.

### Riksbankens köp av statsobligationer

Under 2015 och nästan hela första halvåret 2016 utgjordes Riksbankens köp enbart av nominella statsobligationer. Köpprogrammen omfattade alla löptider upp till 25 år för att ge ett brett genomslag på räntebildningen. Fördelningen på återstående löptid har i huvudsak varit densamma under hela perioden.

Diagram 2:12. Utestående stock av nominella statsobligationer och Riksbankens innehav  
Miljarder och andel av stocken



Anm. Både utestående stock och Riksbankens innehav avser nominella belopp.  
Källor: Riksgälden och Riksbanken

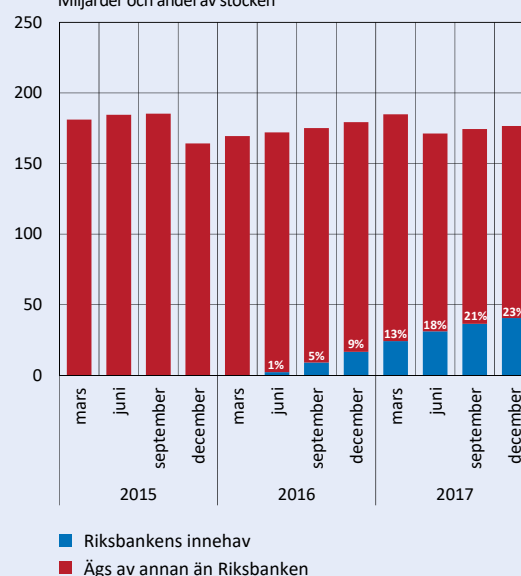
Inledningsvis var de veckovisa köpen relativt stora, eftersom avsikten var att Riksbankens köp skulle vara betydande i förhållande till marknads storlek. Tidsperioden mellan direktionens beslut och den tidpunkt då de beslutade volymerna skulle vara inköpta förlängdes successivt under 2015. Vid besluten i februari och mars var horisonten en månad respektive knappa två månader. Vid beslutet i april var horisonten fem månader, i juli sex månader och i oktober åtta månader.

De omfattande köpen innebar att Riksbankens innehav av nominella statsobligationer växte till drygt 20 procent av den utestående volymen i slutet av 2015 och till knappt 40 procent i slutet av 2016 (se diagram 2:12). I slutet av 2017 hade denna andel ökat ytterligare något, till 44 procent. Riksbankens innehav av nominella

statsobligationer uppgick då till 267 miljarder kronor (i nominellt belopp).<sup>18</sup>

Sedan juni 2016 har Riksbanken även köpt reala statsobligationer. I slutet av 2017 uppgick dessa innehav till 40 miljarder kronor, motsvarande 23 procent av den utestående stocken (se diagram 2:13).

Diagram 2:13. Utestående stock av reala statsobligationer och Riksbankens innehav  
Miljarder och andel av stocken



Anm. Både utestående stock och Riksbankens innehav avser nominella belopp.  
Källor: Riksgälden och Riksbanken

För att penningpolitiken inte ska bli mindre expansiv återinvesterar Riksbanken sedan februari 2016 löpande också förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen. Utan återinvesteringar skulle Riksbankens innehav av statsobligationer successivt minska i förhållande till de beslutade köpen. De svenska statsobligationer som Riksbanken har köpt förfaller i ett fåtal stora steg. För att uppnå en väl avvägd köpvolymer har återinvesteringarna fördelats jämnt över tiden.

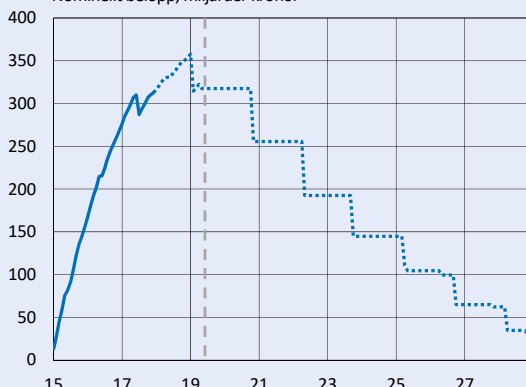
Under 2017 beslutade Riksbankens direktion om nya köp av obligationer enbart vid det penningpolitiska mötet i april. För att bibehålla Riksbankens närvaro i marknaden och uppnå en relativt jämn köptakt beslöt direktionen i december att tidigarelägga återinvesteringarna av de stora förfall som sker under första halvåret 2019. Återinvesteringar av dessa förfall och kupongbetalningar innebär att Riksbankens innehav av statsobligationer kommer att öka tillfälligt under 2018 och början av 2019 (se diagram 2:14).<sup>19</sup>

<sup>18</sup> En obligations nominella belopp är det belopp den är utställd på.

<sup>19</sup> Vid slutet av 2017 uppgick Riksbankens totala innehav till cirka 310 miljarder kronor i nominellt belopp. I innehavet ingår utöver de köp som skett sedan 2015 även den portfölj som byggdes upp

under 2012 samt återinvesteringar av kupongbetalningar. Se även "Riksbankens innehav av statsobligationer" i Penningpolitisk rapport december 2017.

**Diagram 2:14. Riksbankens innehav av statsobligationer**  
Nominellt belopp, miljarder kronor



Anm. Prognos december 2017 fram till juni 2019, därefter en teknisk framskrivning under antagandet att inga ytterligare återinvesteringar görs. Utvecklingen för innehavet påverkas också till viss del av obligationernas marknadspriser och vilka obligationer Riksbanken väljer att återinvestera i. Vertikala linjen markerar skiftet mellan prognos och teknisk framskrivning.

Källa: Riksbanken

En fråga som har diskuterats allt mer i takt med att Riksbankens obligationsinnehav har ökat är hur marknadens sätt att fungera påverkas. Som konstateras i kapitel 2 har Riksbanken hela tiden följt utvecklingen noga och gör bedömningen att sidoeffekterna av köpen hittills varit hanterliga.

**Diagram 2:15. Räntor i Sverige med upp till 2 års löptid**  
Procent



— Reporänta — STIBOR, 3 månader  
— Statsobligation, 2 år — Bostadsobligation, 2 år

Anm. Räntan på stats- och bostadsobligationer avser implikerad nollkupongsränta.

Källa: Riksbanken

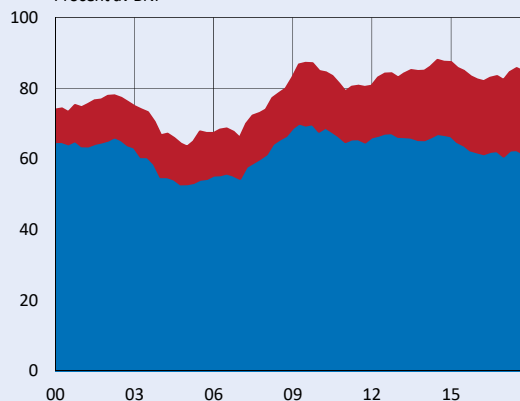
### Tydliga effekter på kapitalmarknadsräntor av den negativa reporäntan

Enligt Riksbankens analys har reporäntesänkningarna haft ett tydligt genomslag på många finansiella variabler.<sup>20</sup> I takt med att reporäntan sänktes under noll sjönk till exempel såväl korta interbankräntor som

statsobligationsräntor (se diagram 2:15). Även om räntemarknaden påverkas av andra faktorer som inte har att göra med de penningpolitiska besluten så är det tydligt att reporäntesänkningarna har haft ett genomslag. Riksbankens obligationsköp har också bidragit till att kapitalmarknadsräntorna har sjunkit.<sup>21</sup>

Effekterna från de lägre kapitalmarknadsräntorna sprider sig i ekonomin genom den penningpolitiska transmissionsmekanismens olika kanaler. Såväl banker som icke-finansiella företag hämtar en betydande andel av sin finansiering på kapitalmarknaden, vilket innebär att förändringar i kapitalmarknadsräntorna får ett direkt genomslag på företagets finansieringskostnader. De svenska storbankskoncernerna finansierar sig ungefär till hälften på kapitalmarknaden och svenska bolån finansieras till omkring 70 procent på kapitalmarknaden.<sup>22</sup> De senaste åren har andelen kapitalmarknadsfinansiering uppgått till 20–30 procent för icke-finansiella företag (se diagram 2:16). Räntorna på kapitalmarknaden spelar också en avgörande roll för utvecklingen av valutakursen, som också är en viktig kanal i den penningpolitiska transmissionsmekanismen.

**Diagram 2:16. Icke-finansiella företags skulder i Sverige**  
Procent av BNP



■ Banklån andel av BNP  
■ Marknadsfinansiering andel av BNP

Anm. Marknadsfinansiering avser certifikat och obligationer.

Källor: SCB och Riksbanken

### Inlåningsräntor nära noll för hushåll och företag

Vad gäller inlåningsräntor har genomslaget varit något mindre än normalt under perioden med negativ reporänta. De genomsnittliga inlåningsräntorna till hushåll och företag har varit i stort sett oförändrade sedan mitten av 2015 och legat nära noll (se diagram 2:17).<sup>23</sup>

Eftersom bankernas utlåning till en betydande del finansieras på kapitalmarknaden så har bankernas

<sup>20</sup> Se till exempel fördjupningen "Effekterna av Riksbankens penningpolitik 2015–2016" i Redogörelse för penningpolitiken 2016.

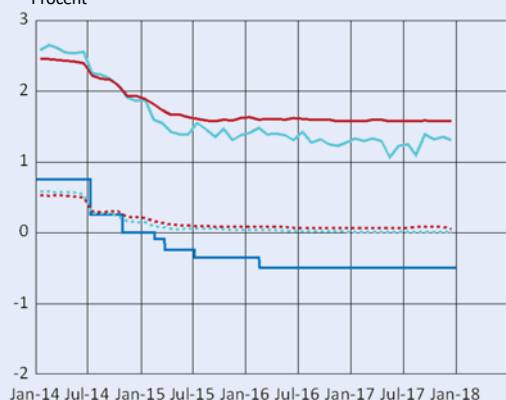
<sup>21</sup> Se fördjupningen "Penningpolitikens effekt på finansiella variabler" i Penningpolitisk rapport april 2017.

<sup>22</sup> Beräknat som kvoten mellan svenska säkerställda obligationer och bankernas (MFI:s) utlåning mot säkerhet i bostad. Källor: Svenska covered-bond-föreningen och SCB.

<sup>23</sup> Inlåningsräntor till finansiella företag, större icke-finansiella företag och vissa kommuner och landsting har dock fallit i takt med en lägre reporänta. Även avgifter har stigit, vilket minskar den totala avkastningen på banktillgodohavanden.

finansieringskostnader minskat då reporäntan har sänkts, även sedan den varit negativ. Detta har medfört ett utrymme att sänka utlåningsräntorna. Denna effekt fångas inte i analyser som antar att enbart inlåning används för att finansiera utlåningen.

**Diagram 2:17. Reporänta samt genomsnittlig in- och utlåningsränta för hushåll och företag, nya avtal**  
Procent



— Utlåningsränta, hushåll för bostadsändamål  
— Utlåningsränta, icke-finansiella företag  
- - - Inlåningsränta, hushåll  
- - - Inlåningsränta, icke-finansiella företag  
— Reporänta

Anm. MFI:s genomsnittliga in- och utlåningsränta är ett volymviktat genomsnitt av räntor på samtliga löptider.

Källor: SCB och Riksbanken

### Utlåningsräntor till hushåll och företag har sjunkit något mindre än reporäntan

För att på ett korrekt sätt analysera om bankerna har utnyttjat detta utrymme måste man studera räntor på faktiskt beviljade lån och inte bankernas listräntor. Skälet är att de senare avser hypotetiska lån där vare sig bindningstid eller ränta nödvändigtvis sammanfaller med de verkliga lån som sedan beviljas.

Sedan februari 2015 har räntorna för bankernas nya låneavtal med hushåll och företag sjunkit något mindre än reporäntan (se diagram 2:17). Utlåningsräntorna till företagen har tidvis varit mer nedpressade. Räntor på hushållens nya bolån sjönk i takt med reporäntan under första halvåret 2015, men därefter har genomslaget varit svagare. En förklaring till detta kan vara att bankerna inte sänker bolåneräntorna så mycket som de skulle ha kunnat göra om inlåningsräntorna följt med reporäntan under noll.

Sammantaget tyder denna genomgång på att sänkningar av reporäntan under noll har haft ett

väsentligt, om än inte fullständigt, genomslag på utlåningsräntorna.<sup>24</sup>

### Svårt uppskatta exakta effekter av obligationsköpen

Köpen av statsobligationer påverkar marknadsräntorna och de finansiella förhållandena i ekonomin. Det kan ske exempelvis genom att köpen signalerar att reporäntan kommer att vara låg även framöver; genom att tillgången på obligationer minskar, vilket pressar obligationspriserna uppåt så att räntorna faller; eller genom att köpen ger spridningseffekter till priser på andra tillgångar. Det kan också vara så att en del av de penningpolitiska effekterna kan uppstå genom att när Riksbanken betalar för obligationerna så ökar mängden likviditet i banksystemet. Det kan leda till att bankerna på marginalen är beredda att öka utlåningen till hushåll och företag. Denna kanal går via Riksbankens penningpolitiska styrsystem och verkar via volymen pengar snarare än genom en ränteeffekt. Via alla dessa kanaler påverkas sedan ekonomin i stort.<sup>25</sup>

Det är dock inte helt lätt att mäta hur stora dessa effekter är. Erfarenheterna av att bedriva penningpolitik på detta sätt är begränsade och det finns relativt få empiriska studier. Ett sätt att få ett visst grepp om effekterna är att studera de omedelbara effekter på de finansiella marknaderna som uppstår vid annonseringen av ett nytt beslut om att köpa statsobligationer. Om beslutet är helt eller delvis oväntat för marknadsaktörerna kommer den nya informationen att vägas in i priserna på finansiella tillgångar strax efter att beslutet blivit känt.

Den typen av annonseringseffekter kan beläggas i svenska data. Effekterna är i linje med de som observerats i andra länder.<sup>26</sup> En komplikation med denna metod är att beslutet att köpa obligationer inte behöver vara överraskande utan mycket väl kan vara väntat. Om marknadsaktörerna har förutsett åtgärden så har den beaktats i prissättningen redan innan den annonseras. Eftersom detta kan ha skett gradvis och under en längre tid är det betydligt svårare att identifiera effekten och koppla ihop den med köpen av statsobligationer.

Ett alternativt tillvägagångssätt för att uppskatta effekterna av centralbankens köp av statsobligationer och andra tillgångsslag är att simulera åtgärderna i ekonomiska modeller. Här finns en liten men växande internationell litteratur. En relativt ny studie från Federal Reserve som använder en empirisk makroekonomisk modell finner att kvantitativa lättnader inte har någon större effekt under perioder då det reala ränteläget är högt. Under perioder med lågt ränteläge däremot, då

<sup>24</sup> Se även J. Alsterlind, H. Armelius, D. Forsman, B. Jönsson och A-L. Wretman, "Hur långt kan reporäntan sänkas?", *Ekonomiska kommentarer*, nr. 11, 2015.

<sup>25</sup> För en mer detaljerad diskussion, se J. Alsterlind, H. Erikson, M. Sandström och D. Vestin, "Hur kan köp av statsobligationer göra penningpolitiken mer expansiv?", *Ekonomiska kommentarer*, nr. 12, 2015. Se även fördjupningen "Effekterna av Riksbankens penningpolitik 2015-2016" i Redogörelse för penningpolitiken 2016.

<sup>26</sup> Se till exempel R.B. De Rezende, D. Kjellberg och O. Tysklind, "Effekter på finansiella priser av Riksbankens statsobligationsköp", *Ekonomiska kommentarer*, nr. 13, 2015, R. B. De Rezende, "The interest rate effects of government bond purchases away from the lower bound", *Journal of International Money and Finance*, vol 74, 2017, s. 165-186, samt fördjupningen "Effekterna av Riksbankens penningpolitik 2015-2016" i Redogörelse för penningpolitiken 2016.

penningpolitiken hämmas av att styrräntan slår i sin effektiva nedre gräns, är kvantitativa lättnader verkningsfulla.<sup>27</sup>

Forskningen om effekterna av kvantitativa lättnader är dock ännu i sin linda och det dröjer sannolikt ett tag innan dessa kommer att kunna analyseras med en lika etablerad tankesam som traditionell penningpolitik.

---

<sup>27</sup> M. T. Kiley, "Quantitative easing the 'new normal' in monetary policy", *Finance and Economics Discussion Series 2018-004*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2018.

## KAPITEL 3 – Riksbankens prognoser och penningpolitik de senaste åren

Inflationen har stigit trendmässigt de senaste åren. Men uppgången har gått långsammare och krävt större insatser av penningpolitiken än vad Riksbanken räknat med, vilket dokumenterats i tidigare års Redogörelse för penningpolitiken. De prognoser som Riksbanken gjorde under 2016 fångade dock konjunkturutvecklingen och uppgången i inflationen under 2017 på ett förhållandevis bra sätt. Även reporäntan följde Riksbankens prognoser relativt nära under motsvarande period. Tidigare har Riksbankens prognoser för inflationen varit mindre träffsäkra än andra bedömares, men det mönstret har brutits i inflationsprognoserna för 2017. Liksom tidigare år stod sig Riksbankens prognoser för den realekonomiska utvecklingen 2017, framför allt för arbetslösheten, väl jämfört med andra bedömares.

### Riksbankens prognoser 2015–2016

Måluppfyllelsen, som diskuteras i kapitel 1, är en naturlig utgångspunkt för en utvärdering av penningpolitiken. Men en jämförelse av utfallet för inflationen med inflationsmålet visar inte nödvändigtvis hur väl penningpolitiken bedrivits. Penningpolitiken påverkar inflationen med viss fördröjning och baseras därför på prognoser för inflationen och den övriga ekonomin. Men inflationen påverkas också av en rad andra faktorer än penningpolitiken, eftersom ekonomin ständigt utsätts för störningar. Detta gör att även välgrundade och genomarbetade prognoser ofta slår fel, och innebär att avvikelser från inflationsmålet är regel snarare än undantag.

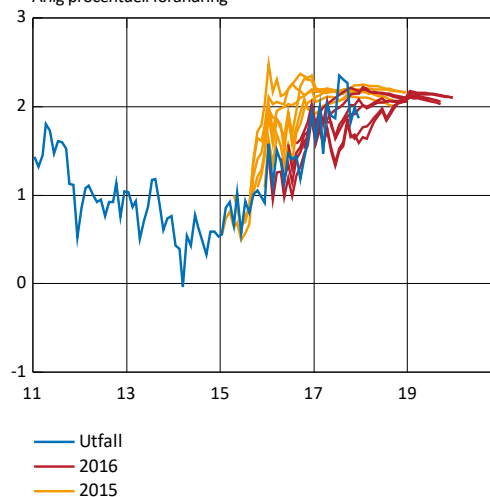
Genom att analysera Riksbankens prognoser och hur de har reviderats över tiden får man en bild av penningpolitiken som bedrivits och vilka bedömningar den baserats på. När en prognos ändras beror detta vanligtvis på att det inträffat något oväntat. Även samband mellan olika ekonomiska storheter kan vara annorlunda än väntat.<sup>28</sup>

#### Hur prognoserna har reviderats ger vägledning om varför de inte infriades

Det var till stor del genom den politik som bedrevs under 2015 och 2016 som Riksbanken hade en möjlighet att påverka inflationen under 2017. Penningpolitiken 2015–2016 baserades på de prognoser som Riksbanken då gjorde, och genom att studera hur dessa prognoser förändrades kan man få en uppfattning om vilka faktorer som bidrog till att prognoserna eventuellt inte infriades. Det finns dock inga skarpa gränser för tidsfördröjningen i penningpolitikens effekter. Inflationen och den ekonomiska utvecklingen generellt 2017 påverkades också i viss mån av den

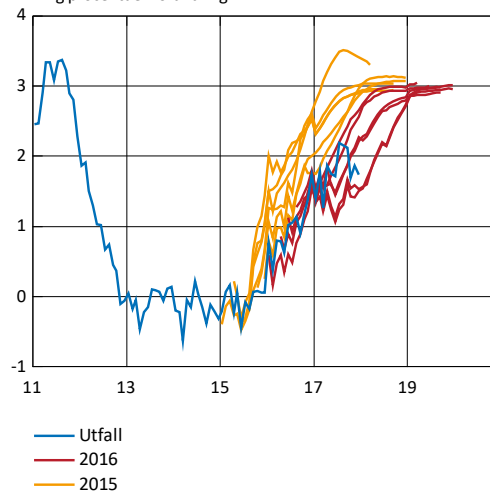
<sup>28</sup> En mer detaljerad och teknisk genomgång av Riksbankens prognoser och faktorerna bakom inflationens utveckling görs i en separat studie, se "Utvärdering av Riksbankens prognoser", *Riksbanksstudier*, mars 2018.

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



Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2015 och 2016.  
Källor: SCB och Riksbanken

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



Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2015 och 2016.  
Källor: SCB och Riksbanken



penningpolitik som bedrevs samma år. Penningpolitiken 2017 och de överväganden den baserades på diskuteras i kapitel 2.

Diagram 3:1–3:10 visar den faktiska utvecklingen samt Riksbankens prognoser under åren 2015 och 2016 för ett antal centrala variabler.<sup>29</sup> Syftet med diagrammen är att på ett övergripande sätt illustrera Riksbankens syn på framtiden under dessa år jämfört med vad som senare blev utfallet. Det är därför inte nödvändigt att urskilja enskilda prognoser.

### Prognoser om trendmässig uppgång i inflationen infriades

Den bild som diagrammen ger är bland annat att den trendmässiga uppgång i KPIF-inflationen som Riksbanken såg framför sig har infriats (se diagram 3:1). Prognoserna som gjordes under 2015 var för optimistiska om styrkan i uppgången, något som beskrevs i detalj i förra årets Redogörelse för penningpolitiken. De prognoser som Riksbanken gjorde under 2016 fångade däremot den faktiska uppgången i inflationen på ett bra sätt. Till skillnad från tidigare år var prognoserna för både KPIF- och KPI-inflationen snarare i underkant av utvecklingen under 2017 (se diagram 3:1–3:2). Den överraskande snabba ökningen av inflationen under sommarmånaderna berodde delvis på att SCB 2017 ändrade sin beräkningsmetod för charterresor i KPIF (se fördjupningen "Förklaringar till den stigande inflationen").

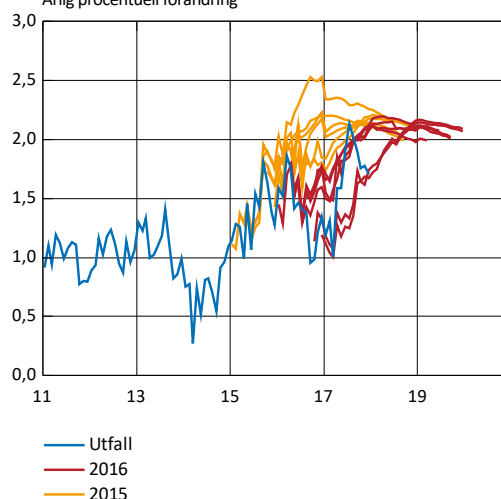
KPIF-inflationen exklusive energipriser utvecklades svagare under hösten 2016 och i början av 2017 än vad Riksbanken förväntade sig (se diagram 3:3). Till detta bidrog bland annat låga ökningar i tjänstepriserna. Tidvis utvecklades även livsmedelspriserna ovanligt svagt. Genom att de volatila energipriserna steg under denna period ökade KPIF ändå ungefär som Riksbanken hade förväntat sig. Men mätt som KPIF-inflationen exklusive energipriser var den underliggande inflationstakten således fortsatt låg i början av 2017. Under våren och sommaren ökade KPIF-inflationen exklusive energipriser i stället snabbt, bland annat till följd av SCB:s metodändring för charterresor som diskuterats ovan.

Att inflationen på det hela taget utvecklats ungefär som väntat sedan inledningen av 2016 avspeglas i att reporäntan också följt Riksbankens prognoser relativt nära under motsvarande period (se diagram 3:4). Riksbanken beslöt dock att göra penningpolitiken mer expansiv under 2016 och inledningen av 2017 genom fortsatta köp av statsobligationer (se fördjupningen "Den negativa reporäntan och kompletterande penningpolitiska åtgärder").

### Oväntat snabb internationell konjunkturuppgång

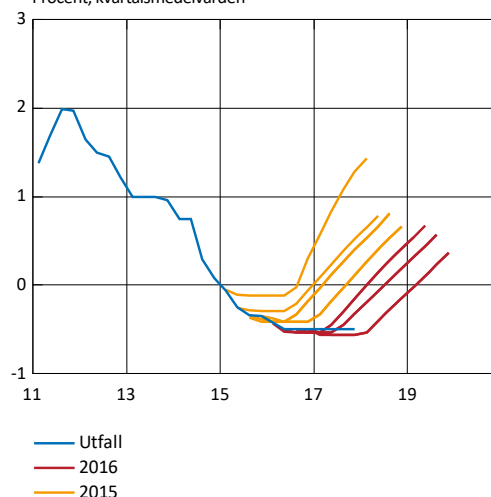
Den fortsatta uppgången i inflationen förklaras av ett flertal faktorer (se även fördjupningen "Förklaringar till den stigande inflationen"). Den internationella konjunkturen förbättrades snabbare än väntat och under 2017 var det en relativt stark

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



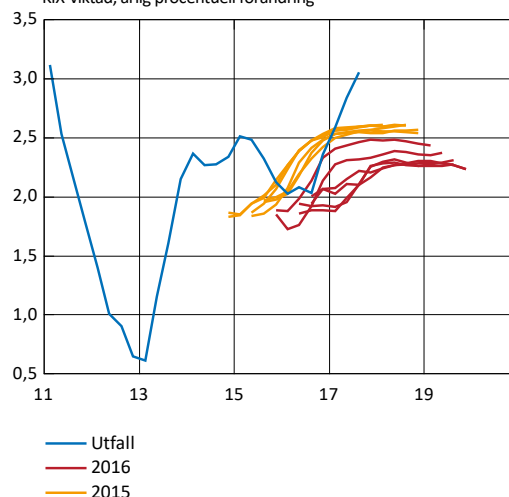
Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2015 och 2016.  
Källor: SCB och Riksbanken

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



Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2015 och 2016.  
Källa: Riksbanken

Diagram 3:5. BNP i omvärlden, utfall och prognoser  
KIX-viktad, årlig procentuell förändring



Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2015 och 2016. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Streckad linje avser Riksbankens prognos för 2017.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

<sup>29</sup> Startpunkten för prognoserna ligger inte alltid på kurvan för utfallet. Det kan exempelvis bero på att utfallet har reviderats i efterhand, att vikterna som används för att väga samman utfallsrserien har ändrats eller skillnad i säsongrensning.



BNP-utveckling i de länder som spelar störst roll för Sveriges ekonomi (se diagram 3:5). Konjunkturuppgången bidrog till att inflationen i omvärlden steg relativt snabbt, i linje med Riksbankens prognoser som gjordes under 2016, från låga nivåer (se diagram 3:6).

Växelkursen spelar stor roll för hur priserna i kronor på importerade varor och tjänster förändras. Det är dock ofta svårt att identifiera vad som driver förändringarna i kronans växelkurs och vilket genomslaget blir på inflationen.<sup>30</sup> Under andra halvåret 2015 och inledningen på 2016 stärktes växelkursen ungefär som förväntat (se diagram 3:7). Under större delen av 2016 försvagades dock kronan på ett sätt som inte låg i Riksbankens bedömning. Det tar tid för förändringar av växelkursen att slå igenom på priserna vilket talar för att den tidigare försvagningen av kronan bidrog till uppgången av inflationen under 2017.

### Inhemsk konjunkturutveckling ungefär som förväntat

I Sverige fortsatte den goda konjunkturutvecklingen. Som förra årets Redogörelse för penningpolitiken diskuterade blev BNP-tillväxten högre än väntat under 2015 och inledningen på 2016. Det framgår också av diagram 3:8, även om det bör noteras att den ovanligt stora skillnaden mellan prognoser och utfall under 2015 delvis är ett resultat av senare revideringar av BNP-statistiken som knappast gick att förutse när prognoserna gjordes.

BNP-tillväxten dämpades i slutet av 2016 till en nivå i linje med ett långsiktigt genomsnitt, men steg sedan igen under 2017. Det mönstret fanns också i Riksbankens prognoser som gjordes under 2016, även om dämpningen och den följande uppgången blev mer markerade än väntat. Både den inhemska efterfrågan och exporten blev något högre än vad Riksbanken räknade med under andra halvan av 2016. Den goda konjunkturen bidrog till att arbetslösheten minskade ytterligare under 2017, i linje med Riksbankens prognoser som gjordes 2016 (se diagram 3:9). Sammantaget låg den svenska konjunkturen 2017 relativt nära den bedömning Riksbanken gjorde 2016.

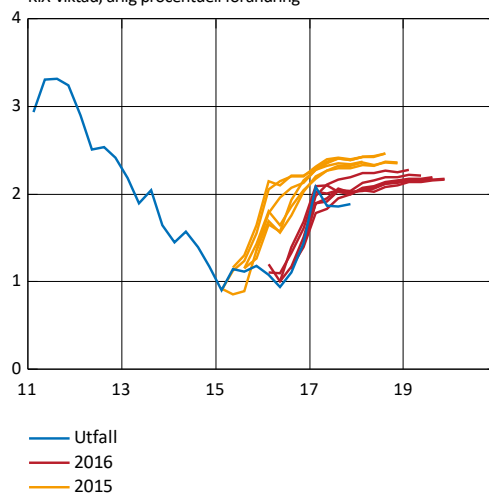
### Måttliga löneökningar men kostnadstrycket i linje med Riksbankens bedömning

En god konjunktur och fortsatt sjunkande arbetslöshet bidrog till ett ökat tryck på arbetsmarknaden 2017. Löneökningarna blev högre än året innan, även om de i jämförelse med tidigare perioder med motsvarande konjunkturläge var oväntat måttliga.<sup>31</sup> Löneökningar innebär kostnadsökningar för företagen i den mån de inte motsvaras av ökad produktivitet. Liksom lönerna utvecklades produktiviteten något svagare än väntat 2017 jämfört med Riksbankens bedömning. Eftersom skillnaden mellan ökningen i de totala lönekostnaderna och produktivitetstillväxten motsvarar

<sup>30</sup> Se fördjupningen "Växelkursens genomslag på inflationen" i Penningpolitisk rapport december 2016.

<sup>31</sup> Se fördjupningen "Stark konjunktur men dämpade löneökningar" i Penningpolitisk rapport juli 2017.

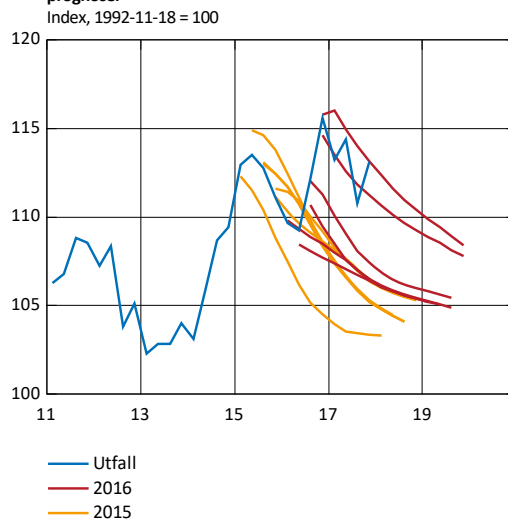
Diagram 3:6. Inflation i omvärlden, utfall och prognoser  
KIX-viktad, årlig procentuell förändring



Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2015 and 2016. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

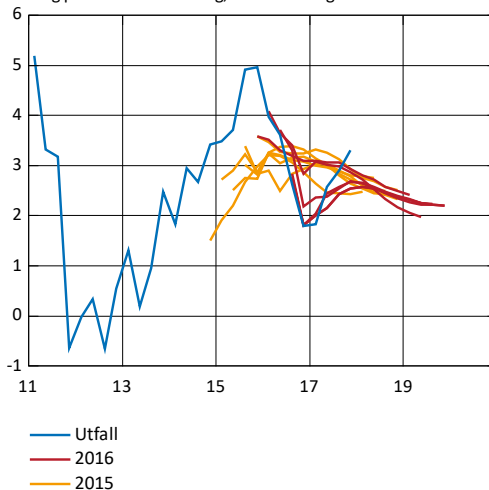
Diagram 3:7. Konkurrensvägd nominell växelkurs (KIX) utfall och prognoser



Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2015 och 2016. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källa: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 3:8. BNP, utfall och prognoser  
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2015 och 2016.

Källor: SCB och Riksbanken

utvecklingen av arbetskostnaden per producerad enhet innebar detta sammantaget att utfallet för 2017 var i linje med Riksbankens bedömning av kostnadstrycket enligt detta mått (se diagram 3:10).

## Riksbankens prognoser för 2017 jämfört med andra bedömares

Förutom att se hur Riksbanken reviderat sina prognoser finns det också anledning att jämföra Riksbankens och andra bedömares prognoser. En sådan jämförelse kan ge information om huruvida Riksbanken i något avseende gjort väsentligt annorlunda analyser än andra prognosmakare, eller resonerat på mer eller mindre samma sätt. Förutom Riksbanken är det dock få bedömare som gör prognoser tre år framåt. Det innebär att analysen nedan startar 2016, det vill säga diagrammen visar prognoserna som gjordes från 2016 och framåt för utvecklingen 2017. En annan skillnad jämfört med analysen ovan är att det är prognoserna för årsutfallet för 2017 som är i fokus, inte prognoserna för varje kvartal. Det är en konsekvens av att relativt få bedömare publicerar prognoser på en så detaljerad nivå.

Diagram 3:11–3:17 visar hur Riksbankens och andra bedömares prognoser för 2017 utvecklats för ett antal centrala variabler, från början av 2016 fram till slutet av 2017. Utfallen är markerade med streckad linje i diagrammen.

Det typiska mönstret är att de prognoser som gjordes i början av 2016 låg längre från utfallet än prognoserna som gjordes i slutet av 2017. Det är naturligt eftersom det mot slutet av 2017 fanns betydligt mer information att basera prognoserna på. Ett exempel är prognoserna för BNP-tillväxten i euroområdet (se diagram 3:17). Det finns dock också exempel, som arbetslösheten, där prognoser redan från början låg relativt nära det slutliga utfallet (se diagram 3:15).

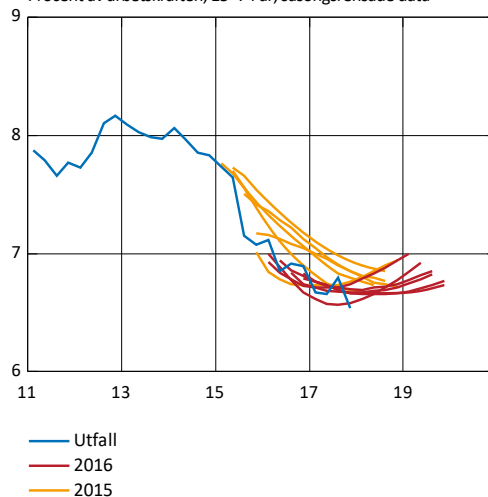
Av diagrammen framgår också att de flesta bedömares prognoser ofta låg relativt nära varandra och reviderades på ett liknande sätt. Det är en god illustration av att det ständigt sker förändringar i ekonomin som är svåra att förutse och som gör att prognoser successivt måste revideras. Men det finns även exempel där spridningen i prognoserna är större, se prognoserna för svensk BNP-tillväxt i diagram 3:13.

### Riksbanken förbättrade sina prognoser för inflationen

De flesta bedömare har under de senaste åren tenderat att överskatta inflationen, men Riksbankens prognoser för inflationen har varit högre och mindre träffsäkra än andra prognosmakares.<sup>32</sup> Dessa mönster har dock brutits i och med de inflationsprognoser som gjordes för 2017. Under 2016 och första halvåret 2017 underskattade de flesta bedömare inflationen 2017, mätt med både KPIF och KPI (se diagram 3:11 och 3:12), samtidigt som Riksbankens prognoser var mer

Diagram 3:9. Arbetslöshet, utfall och prognoser

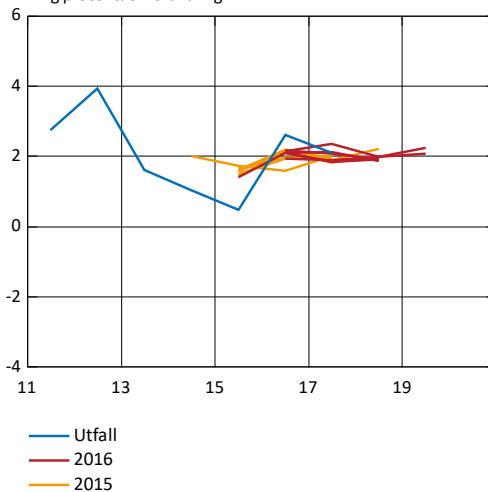
Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2015 och 2016.  
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:10. Arbetskostnad per producerad enhet, utfall och prognoser

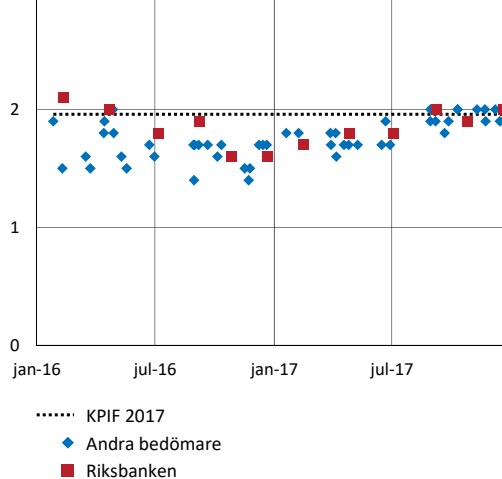
Årlig procentuell förändring



Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2015 och 2016.  
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:11. Prognoser 2016 och 2017 för KPIF-inflationen 2017

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt



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

Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

<sup>32</sup>Se "Utvärdering av Riksbankens prognoser", *Riksbanksstudier*, maj 2017.

träffsäkra än flertalet andra prognosmakares. Riksbankens prognoser låg nära utfallet fram till hösten 2016, men under senare delen av året drog Riksbanken ned sin bedömning av inflationen 2017.

En förklaring till att Riksbanken ändrade sin syn på inflationsutsikterna för 2017 är att Brexit-omröstningen i juni 2016 medförde en nedjusterad syn på konjunkturutvecklingen och svensk BNP-tillväxt (se diagram 3:13). Liksom andra prognosmakare blev Riksbanken mer pessimistisk om den reala utvecklingen i euroområdet (se diagram 3:17) vilket resulterade i sänkta prognoser även för svensk BNP-tillväxt. Den ökade osäkerheten om konjunkturutvecklingen innebar också att prognosen för KPIF-inflationen sänktes något.<sup>33</sup>

Överraskande låga utfall för inflationen under sensommaren 2016 gjorde dessutom att Riksbanken bedömde att det underliggande inflationstrycket var lägre än man tidigare trott. Att i synnerhet tjänstepriserna under en tid hade ökat ovanligt långsamt tydde på detta. Riksbanken ändrade därför sin syn på inflationsutsikterna för 2017 och räknade med att det skulle ta längre tid att nå 2procent. Under 2017 reviderade dock Riksbanken successivt upp prognoserna. Andra bedömare reviderade sina inflationsprognoser på liknande sätt. Resursutnyttjandet bedöms ha varit högre än normalt under 2017 vilket också satte avtryck i den underliggande inflationen.<sup>34</sup> Senare under året ökade dessutom tjänstepriserna oväntat snabbt.

### Stor spridning i BNP-prognoser men Riksbankens prognoser för arbetslösheten nära utfallet

BNP-tillväxten i euroområdet 2017 blev betydligt högre än vad de svenska prognosmakarna förväntade sig under 2016 och större delen av 2017 (se diagram 3:17). I kontrast till denna utveckling var prognoserna för svensk BNP-tillväxt mer spridda men mer i linje med det slutliga utfallet (se diagram 3:13).<sup>35</sup> Det är inte så lätt att i diagram 3:13 se några tydliga mönster hur bedömarna ändrade sina prognoser, förutom att prognosmakarkollektivet tenderade att överskatta BNP-tillväxten under 2017.<sup>36</sup>

I ett längre perspektiv har Riksbanken gjort förhållandevis träffsäkra prognoser för realekonomiska variabler, vilket framgår av den utvärdering av prognosförmågan sedan 2007 som Riksbanken regelbundet gör.<sup>37</sup> Medan flertalet prognosmakare för det mesta överskattade förbättringen av den svenska arbetsmarknaden 2017, låg Riksbankens prognoser mycket nära det slutliga utfallet (se diagram 3:15).

<sup>33</sup> Se även kapitel 2 i Redogörelse för penningpolitiken 2016, mars 2017.

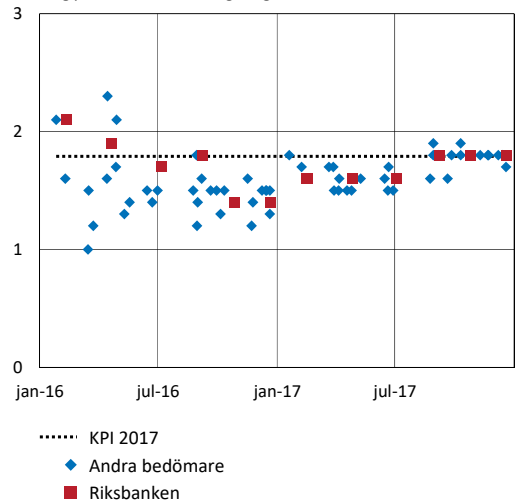
<sup>34</sup> Även prognoserna för BNP-tillväxten i euroområdet och svensk BNP-tillväxt reviderades upp.

<sup>35</sup> Som ett exempel på att svårigheterna att prognostisera variabler varierar över tiden kan nämnas att det omvända fallet gällde för prognoserna av BNP-tillväxten i USA 2016 som konsekvent överskattades 2015 och större delen av 2016, se Redogörelse för penningpolitiken 2016, mars 2017.

<sup>36</sup> Skillnaden i träffsäkerhet mellan prognosmakarna är relativt stor för BNP-tillväxten 2017, enligt det formella mått som beräknas i "Utvärdering av Riksbankens prognoser", *Riksbanksstudier*, mars 2018.

<sup>37</sup> Se "Utvärdering av Riksbankens prognoser", *Riksbanksstudier*, mars 2018. Enligt beräkningar i denna rapport så var 2017 ett relativt lätt år att göra prognoser för, utvärderat för BNP-tillväxt i Sverige. Även KPIF-utfallet 2017 var i backspegeln relativt lätt att prognostisera, om än svårare än 2016.

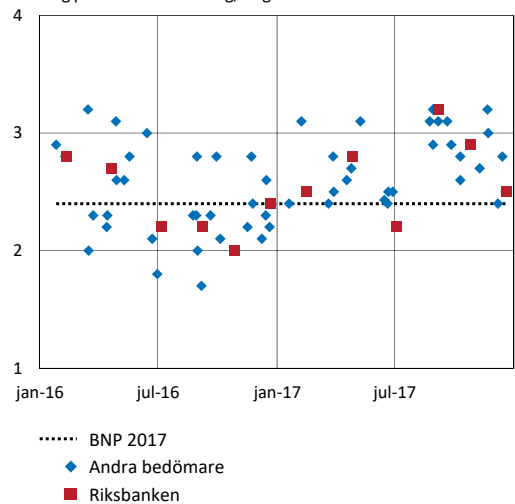
Diagram 3:12. Prognoser 2016 och 2017 för KPI-inflationen 2017  
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt



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

Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

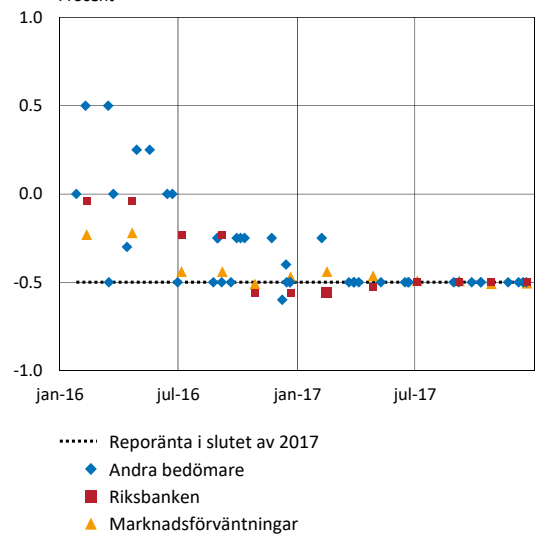
Diagram 3:13. Prognoser 2016 och 2017 för BNP-tillväxten 2017  
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt



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

Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

Diagram 3:14. Prognoser 2016 och 2017 för reporäntan i slutet av 2017  
Procent



Källor: Respektive bedömare och Riksbanken

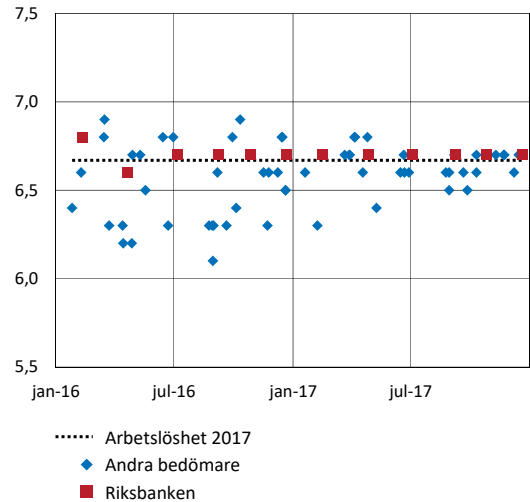
Anm. Andra bedömare är Finansdepartementet, Konjunkturinstitutet, Nordea, SEB och Swedbank. Marknadsförväntningarna är beräknade utifrån terminsräntor med hjälp av räntor på derivatkontrakt (RIBA och FRA), justerade för genomsnittliga riskpremier motsvarande en räntepunkt per månads löptid.

## Slutsatser om prognoserna och penningpolitiken de senaste åren

Riksbankens penningpolitik har de senaste åren varit inriktad på att få upp inflationen och säkra förtroendet för inflationsmålet. Den mycket expansiva penningpolitiken har haft avsedd effekt: inflationen har stigit trendmässigt sedan 2014 och kom under 2017 tillbaka till målet. Inflationförväntningarna på lång sikt är förankrade kring 2 procent.

Som diskuterats i tidigare års Redogörelse för penningpolitiken har uppgången av inflationen tagit längre tid och krävt större insatser av penningpolitiken än vad Riksbanken räknat med. Från 2016 har dock både konjunkturen i stort och inflationen utvecklats väl i linje med Riksbankens prognoser. Det är också tydligt då Riksbankens prognoser jämförs med andra bedömares.

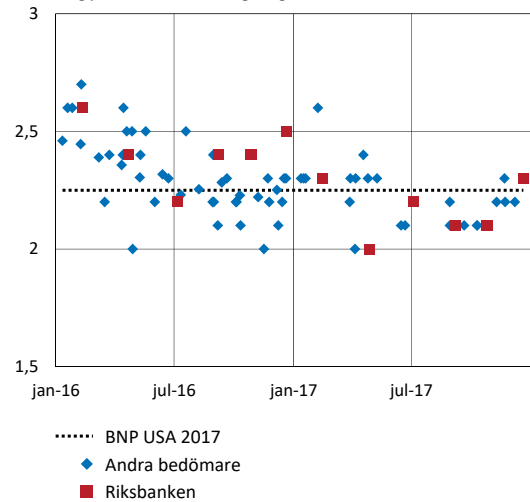
**Diagram 3:15. Prognoser 2016 och 2017 för arbetslösheten 2017**  
Procent av arbetskraften



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

Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

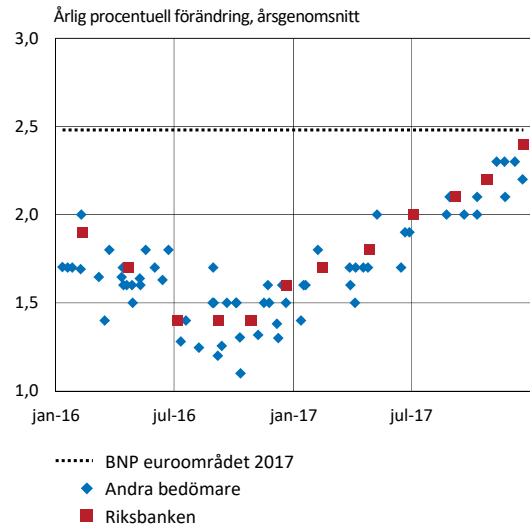
**Diagram 3:16. Prognoser 2016 och 2017 för BNP-tillväxten i USA 2017**  
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt



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

Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

**Diagram 3:17. Prognoser 2016 och 2017 för BNP-tillväxten i euroområdet 2017**  
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt



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

Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken

## FÖRDJUPNING – Riksbankens utvecklingsarbete

Under året fortsatte Riksbanken arbetet med att utveckla den penningpolitiska analysen. En fråga som analyserades var vilken nivå på reporäntan man kan förvänta sig på lång sikt, givet att de globala reala räntorna sjunkit under lång tid och idag är påfallande låga. Ett annat exempel på arbetet under året var att Riksbanken sammanställde sina erfarenheter av att publicera ränteprogno­ser. Även arbetet med att fördjupa inflationsanalysen fortsatte.

### Reviderad bedömning av reporäntan på lång sikt

Internationella studier pekar på att den långsiktiga, mer normala, nivån på den reala räntan idag är betydligt lägre än tidigare. Detta avspeglar en strukturell utveckling som bland annat innebär att viljan att spara har ökat medan viljan att investera har minskat i världen i stort. I takt med att den globala konjunkturen återhämtar sig och effekterna av finans- och skuld­krisen successivt avtar väntas räntorna visserligen stiga. Olika strukturella faktorer bedöms dock fortsätta bidra till att räntorna blir lägre än före den finansiella krisen. Många internationella studier tyder på att den reala räntan på lång sikt troligen kommer att ligga runt 1 procent eller ännu lägre. Med inflationsförväntningar på cirka 2 procent skulle detta motsvara en nominell ränta på runt 3 procent. I ljuset av denna globala trend i räntorna har flera centralbanker justerat ned sina bedömningar av den egna ekonomins långsiktigt normala ränta. Riksbanken gjorde under året bedömningen att reporäntan på lång sikt kan väntas ligga mellan 2,5 och 4,0 procent.<sup>38</sup> Bedömningen överensstämmer med den som andra centralbanker och bedömare gjort för de internationella långsiktiga räntenivåerna. Uppskattningen är lägre än det intervall på 3,5–4,5 procent som Riksbanken publicerade 2010, vilket baserades bland annat på historiska realräntor och tillväxt. En uppdatering av dessa faktorer tyder på att den långsiktiga räntenivån har sjunkit med omkring 1 procentenhet. Den nya bedömningen har arbetats in i Riksbankens prognosmodeller.

### Riksbankens erfarenheter av att publicera ränteprogno­ser

Riksbanken började publicera egna prognoser för reporäntan 2007. I den utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015 som Marvin Goodfriend och Mervyn King gjorde på finansutskottets uppdrag, och som publicerades i januari 2016, rekommenderade författarna att Riksbanken utvärderar erfarenheterna av att publicera

egna ränteprogno­ser.<sup>39</sup> Även finansutskottet ansåg i sin årligt återkommande utvärdering av penningpolitiken att erfarenheterna av räntebanan bör utvärderas grundligt.<sup>40</sup>

Riksbanken publicerade en sådan utvärdering i juni 2017.<sup>41</sup> I studien konstateras att Riksbankens erfarenheter av att göra egna reporänteprogno­ser överlag är goda. Riksbankens interna arbete med de penningpolitiska beslutsunderlagen har utvecklats och blivit bättre. Möjligheterna till en öppen diskussion och extern utvärdering av penningpolitiken har också förbättrats genom att Riksbanken har publicerat sina egna prognoser för reporäntan.

Det har dock också funnits utmaningar. En sådan har varit att reporänteprogno­serna inte har varit särskilt träffsäkra. Som visas i studien gäller dock detta i många länder och för många bedömare. Tänkbara förklaringar till detta är den trendmässiga nedgången i de globala realräntorna som pågått de senaste decennierna och de stora negativa störningar som världsekonomin utsatts för sedan 2008 i form av såväl den globala finanskrisen som den europeiska skuld­krisen. En annan utmaning är de skillnader som funnits mellan marknadsräntorna och Riksbankens reporänteprogno­ser.

Två saker för Riksbanken att fundera vidare på är hur ränteprogno­sernas träffsäkerhet kan förbättras och vilken penningpolitisk betydelse faktiska förändringar i reporäntan har relativt förändringar i prognosen för den framtida reporäntan.

Som ett resultat av Goodfriends och Kings rekommendation att utvärdera erfarenheterna av att publicera reporänteprogno­ser arrangerade Riksbanken den 11–12 maj också den internationella konferensen "The Future of Forward Guidance" för inbjudna deltagare och talare. Konferensen handlade om hur centralbanker bör kommunicera om den framtida penningpolitiken.

Den analys och de åtgärder som Riksbanken tidigare har genomfört med anledning av övriga rekommendationer i Goodfriends och Kings utvärdering

<sup>38</sup> "Reporäntan på lång sikt", fördjupning i Penningpolitisk rapport februari 2017.

<sup>39</sup> M. Goodfriend och M. King, "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015" (2015/16:FRF6), Riksdagstryckeriet, Stockholm.

<sup>40</sup> Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2014–2016, Finansutskottets betänkande 2016/17:FIU24.

<sup>41</sup> "Riksbankens erfarenheter av att publicera reporänteprogno­ser", *Riksbanksstudier*, juni 2017.

finns beskrivna i fördjupningen ”Riksbankens utvecklingsarbete och analys av det penningpolitiska ramverket” i Redogörelse för penningpolitiken 2016.

### Fortsatt fördjupad inflationsanalys

Arbetet med att fördjupa inflationsanalysen fortsatte under året. Ett projekt har handlat om i vilken mån information från internet kan användas för att förbättra inflationsprognoserna. Mängden information som publiceras där ökar mycket snabbt. Riksbanken har sedan våren 2015 samlat in vissa prisuppgifter från internet i syfte att utvärdera hur väl dessa kan användas som underlag i prognoser för inflationen. Under året har projektet utvärderats i en ekonomisk kommentar.<sup>42</sup>

Resultaten tyder på att det går att automatisera insamlingen från internet och att uppgifterna kan bidra till att de kortsiktiga inflationsprognoserna blir mer träffsäkra.

En annan analys handlade om sambandet mellan löneutvecklingen och konjunkturläget och sammanfattades i en fördjupning i den penningpolitiska rapporten i juli.<sup>43</sup> I både Sverige och omvärlden har lönerna stigit långsamt trots att konjunkturer har stärkts. I fördjupningen konstaterades att löneökningstakten kan ha hållits tillbaka av olika faktorer, som strukturella förändringar på arbetsmarknaden, och att löne- och inflationsförväntningarna kan ha anpassats till den långa perioden med låg inflation. Detta skapar osäkerhet i Riksbankens prognoser för de kommande åren. Kopplingen från löner till inflation går dock framför allt via arbetskostnaderna per producerad enhet och eftersom Riksbanken bedömer att inte bara löner utan även produktiviteten utvecklas svagt under kommande år så väntas ändå dessa kostnader stiga i linje med det historiska genomsnittet.

### Analys av det penningpolitiska ramverket

Förra årets Redogörelse för penningpolitiken beskrev delar av det analysarbete som Riksbanken genomförde under 2016 kring olika aspekter av inflationsmålspolitiken. Det handlade bland annat om vilket inflationsmått som är mest lämpligt att ha som målvariabel och om huruvida det vore lämpligt att återinföra ett intervall kring målet. I detta projekt ingick också att analysera aspekter av inflationsmålspolitiken som diskuterats mer i den internationella debatten, bland annat förslag om att höja nivån på inflationsmålet eller att ändra målet från inflationen till ett mål för prisnivån eller nominell BNP istället. Resultatet av dessa analyser avrapporterades under 2017.<sup>44</sup> När det gäller förslaget att höja nivån på

inflationens målet var en av slutsatserna att tröskeln för att höja målet är hög, främst eftersom det finns betydande praktiska problem med att överge ett redan etablerat mål.

I teorin kan ett mål för prisnivån eller nominell BNP göra penningpolitiken mer effektiv än dagens flexibla inflationsmålspolitik. Men detta resultat hänger på relativt starka antaganden om hur hushåll och företag bildar sina förväntningar. Praktiska aspekter kan dessutom göra BNP-måttet mindre lämpligt som mål, som att det publiceras med lång eftersläpning och ofta revideras. Eftersom inget land hittills i modern tid infört ett mål för prisnivån eller för nominell BNP finns det ingen empiri att luta sig mot, och inte heller teorin ger några entydiga svar om vad som är att föredra.

### Studie av hänsynen till omvärlden i prognoserna

Sverige är en liten öppen ekonomi som i hög grad påverkas av utvecklingen i omvärlden. En viktig fråga är om svenska prognosmakare tar tillräcklig hänsyn till Sveriges omvärldsberoende i sina prognoser för den inhemska utvecklingen. En studie från Riksbanken analyserar prognoser gjorda under perioden 2007–2017 för BNP-tillväxt av ett antal större svenska prognosmakare. Den tyder på att flera prognosmakare, däribland Riksbanken och Konjunkturinstitutet, tar mindre hänsyn till omvärlden i prognoserna för den svenska BNP-tillväxten på lång sikt än vad det historiska sambandet mellan omvärldens BNP och svensk BNP skulle motivera.<sup>45</sup> Detsamma gäller inflationsprognoserna på lång sikt. På kort sikt tycks dock prognosrevideringarna i större utsträckning motsvara historiska samband. Det gäller framför allt med hänsyn till omvärldsinflationen, medan korrelationen med omvärldens BNP-tillväxt fortfarande inte beaktas fullt ut.

<sup>42</sup> I. Hull, M. Löf och M. Tibblin, ”Webbinsamlade prisuppgifter och kortsiktiga inflationsprognoser”, *Ekonomiska kommentarer*, nr. 2, 2017.

<sup>43</sup> ”Stark konjunktur men dämpade löneökningar”, fördjupning i Penningpolitisk rapport juli 2017.

<sup>44</sup> M. Apel, H. Armelius och C. A. Claussen, ”Nivån på inflationsmålet – en problemöversikt”, *Penning- och Valutapolitik* 2017:2 samt B. Andersson och C. A. Claussen, ”Alternativ till inflationsmålspolitiken”, *Penning- och Valutapolitik* 2017:1.

<sup>45</sup> J. Lindé och A. Reslow, ”Tar svenska prognosmakare tillräcklig hänsyn till Sveriges omvärldsberoende?”, *Penning- och valutapolitik* 2017:2.



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

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