

Redogörelse för penningpolitiken

2018



Redogörelse för penningpolitiken 2018

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 2018 går att ladda ned i pdf-format på Riksbankens webbplats 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 2018 5

KAPITEL 2 – Penningpolitiken 2018 8

Penningpolitiken i korthet 8

Direktionens diskussion och penningpolitiska överväganden 11

Penningpolitiska beslut 2018 12

FÖRDJUPNING – KPIF och mått på underliggande inflation 14

KAPITEL 3 – Riksbankens prognoser och penningpolitik de senaste åren 17

FÖRDJUPNING – Kronans betydelse för inflationen 22

KAPITEL 4 – Viktiga penningpolitiska frågor: perspektiv på den expansiva penningpolitiken 26

En expansiv penningpolitik under lång tid 26

Syftet med inflationsmålet 27

Effekter av den negativa räntan och obligationsköpen 28

Sidoeffekter av den expansiva penningpolitiken 31

Den penningpolitiska debatten 35

FÖRDJUPNING – Riksbankens penningpolitiska utvecklingsarbete 40

KAPITEL 1 – Måluppfyllelse

Riksbanken har under flera år bedrivit en mycket expansiv penningpolitik för att få inflationen att stiga och stabiliseras nära inflationsmålet. Politiken har bidragit till en god tillväxt, hög sysselsättning och minskad arbetslöshet. Under 2018 låg inflationen fortsatt kring målet och inflationsförväntningarna etablerades kring 2 procent, både på kort och på lång sikt. Måluppfyllelsen var därmed god. Mätt med Riksbankens målvariabel KPIF uppgick inflationen till 2,1 procent. Den underliggande inflationen var något lägre och medianen av ett antal olika mått på underliggande inflation uppgick till 1,6 procent. Att den underliggande inflationen var lägre illustrerar att det fanns en osäkerhet kring styrkan i inflationstrycket även om indikatorer för prisutvecklingen pekade på en uppgång framöver.

Den ekonomiska utvecklingen och inflationen under 2018

Inflation kring målet under 2018

Mätt med KPIF var inflationen i genomsnitt 2,1 procent under 2018 vilket var i nivå med utfallet 2017, men högre än den genomsnittliga inflationstakten sedan 2000 (se diagram 1:1 och tabell 1:1). Ibland kan KPIF-inflationen tillfälligt pressas upp eller ned på grund av förändringar i enskilda priser. För att skapa en generell bild av hur mycket av utvecklingen i KPIF som är tillfällig respektive varaktig beräknar Riksbanken därför olika mått på den så kallade underliggande inflationen. Dessa mått utvecklades generellt svagare än inflationen mätt med KPIF och medianen var 1,6 procent under 2018, vilket kan jämföras med 1,7 procent 2017 (se diagram 1:2 och tabell 1:1).

En stor del av inflationen 2018 reflekterade tillfälligt stigande energipriser, till följd av stigande oljepriser globalt och en uppgång i elpriser bland annat som ett resultat av den ovanligt varma och torra sommaren (se tabell 1:2). Inflationen mätt med KPIF exklusive energi uppgick till 1,4 procent under 2018 (se diagram 1:2 och tabell 1:1).

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

	2016	2017	2018
KPIF	1,4	2,0	2,1
KPIF exklusive energi	1,4	1,7	1,4
Underliggande inflation (median)	1,5	1,7	1,6

Anm. Underliggande inflation avser medianen för ett antal mått på underliggande inflation. Inkluderade mått är KPIF exkl. energi, UND24, Trim85, KPIF exkl. energi och färskvaror, persistensviktad inflation (KPIFPV), faktor från principalkomponentanalys (KPIFPC) och viktad medianinflation (Trim1).

Källor: SCB och Riksbanken

Ökningstakten i tjänstepriserna, som till stor del påverkas av det inhemska kostnadstrycket, var under 2018 i linje med genomsnittet sedan 2000, men mindre än under föregående år (se tabell 1:2). Livsmedelspriserna steg med 2,2 procent vilket

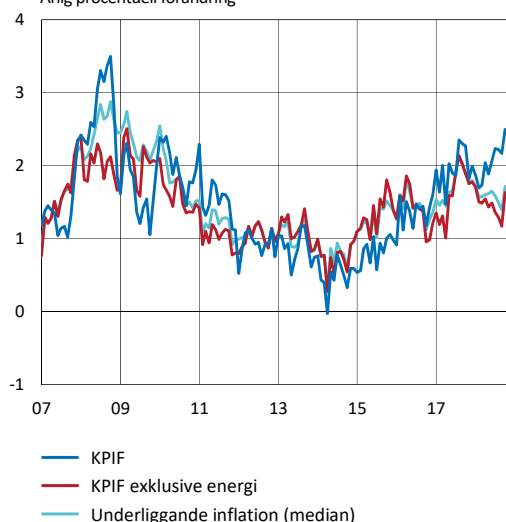
Diagram 1:1. KPIF och variationsband
Årlig procentuell förändring



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 stor.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:2. KPIF, KPIF exklusive energi och underliggande inflation
Årlig procentuell förändring



Anm. Underliggande inflation avser medianen för ett antal mått på underliggande inflation. Inkluderade mått är KPIF exkl. energi, UND24, Trim85, KPIF exkl. energi och färskvaror, persistensviktad inflation (KPIFPV), faktor från principalkomponentanalys (KPIFPC) och viktad medianinflation (Trim1).

Källor: SCB och Riksbanken

är något snabbare än genomsnittet. Varupriserna, som vanligtvis brukar sjunka något, gjorde så även under 2018, och låg ungefär i linje med den genomsnittliga utvecklingstakten. Komponenten som mäter värdet på hushållens bostäder (som i tabell 1:2 kallas kapitalstock) ökade med 7,1 procent under 2018. Detta är en mindre ökning än föregående år vilket återspeglar att utvecklingen på bostadsmarknaden försvagades.¹

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

	Vikt (procent)	2000–2017	2017	2018
Tjänster	44,9	1,8	2,4	1,9
Varor	27,1	-0,5	-0,7	-0,4
Livsmedel	17,7	1,8	2,1	2,2
Energi	7,0	3,5	5,8	10,5
Kapitalstock	3,4	5,2	9,4	7,1
KPIF	100	1,5	2,0	2,1

Anm. Vikterna är de som gällde för 2018.

Källa: SCB

Inflationsförväntningarna var under året etablerade kring 2 procent, på samtliga horisonter (se diagram 1:3). Den politik som Riksbanken har bedrivit har således bidragit till att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet.

God svensk konjunktur och högt tryck på arbetsmarknaden

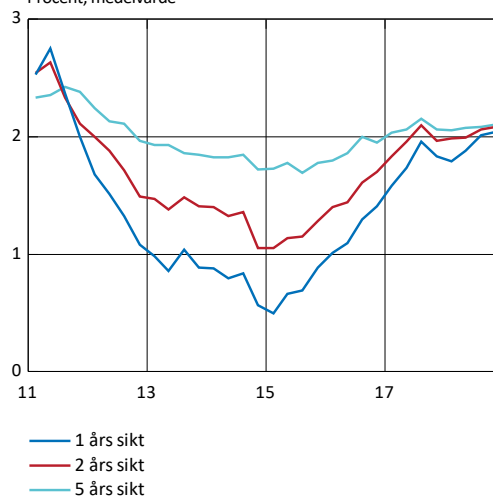
Den svenska ekonomin utvecklades förhållandevis starkt under 2018, medan tillväxten för Sveriges viktigaste exportmarknader dämpades något, med undantag för USA som hade fortsatt stigande tillväxt (se diagram 1:4). Liksom 2017 var den svenska BNP-tillväxten under 2018 i linje med ett historiskt genomsnitt sedan 2000. Bostadsinvesteringarna bidrog mindre till BNP i och med att utvecklingen på bostadsmarknaden har varit svag sedan hösten 2017. Hushållens konsumtionsutgifter ökade inte heller lika mycket 2018 som 2017. Däremot utvecklades exporten starkare än under fjolåret. Det ekonomiska välbefindandet mätt med BNP per capita har utvecklats något långsammare de senaste åren. Men vid en internationell jämförelse har utvecklingen i Sverige sedan finanskrisen varit relativt god (se diagram 1:5).

Läget på arbetsmarknaden har förbättrats mer eller mindre kontinuerligt sedan början av 2015, med stigande sysselsättningsgrad och sjunkande arbetslöshet. Under 2018 fortsatte utbudet av arbetskraft att öka snabbt, vilket tillsammans med den goda konjunkturen bidrog till att sysselsättningsgraden och arbetskraftsdeltagandet var på historiskt höga nivåer (se diagram 1:6).

Det goda konjunkturläget har lett till en hög efterfrågan på arbetskraft och andelen företag som rapporterade om brist på arbetskraft ökade till den högsta nivån sedan Konjunkturbarometern började redovisa mätningar över brist på arbetskraft för hela näringslivet 1996 (se diagram 1:7). Den höga efterfrågan på arbetskraft väntades leda till högre löner och medföra löneökningar utöver de centrala avtalen. Men trots

¹ Att ökningen 2017 och 2018 är högre än genomsnittet beror till viss del på en metodförändring där bostadsrätter inkluderas i index från 2017. Se vidare marginalruta "Små direkta effekter av bostadspriser på KPIF", Penningpolitisk rapport december 2017.

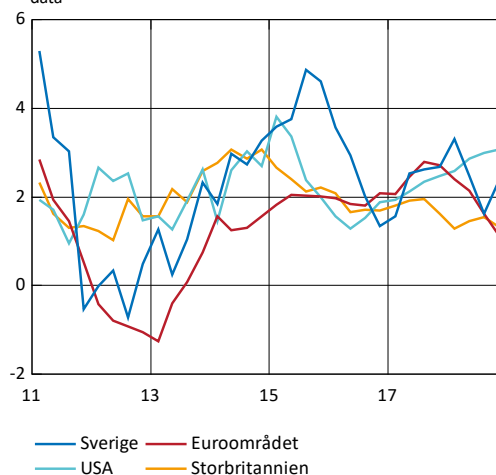
Diagram 1:3. Inflationsförväntningar
Procent, medelvärde



Anm. Avser inflationen mätt med KPI. Tillfrågade aktörer är arbetsmarknadens parter, inköpschefer och penningmarknadsaktörer.

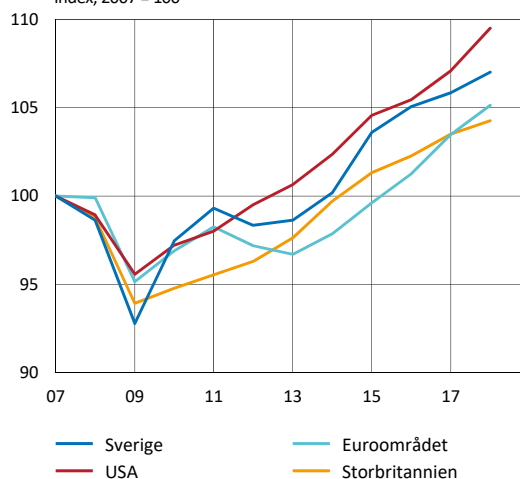
Källa: Kantar Sifo Prospera

Diagram 1:4. BNP-tillväxt i Sverige och i omvärlden
Årlig procentuell förändring, säsongrensade och kalenderkorrigerade data



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

Diagram 1:5. Utvecklingen i BNP per capita i Sverige och i omvärlden
Index, 2007 = 100



Anm. För USA visas en kvartalsserie omräknad till årstakt.

Källor: Eurostat, OECD och Riksbanken

en allt högre aktivitet i ekonomin och en allt lägre arbetslöshet så har lönerna utvecklats svagt givet konjunkturläget.

Högt resursutnyttjande i ekonomin

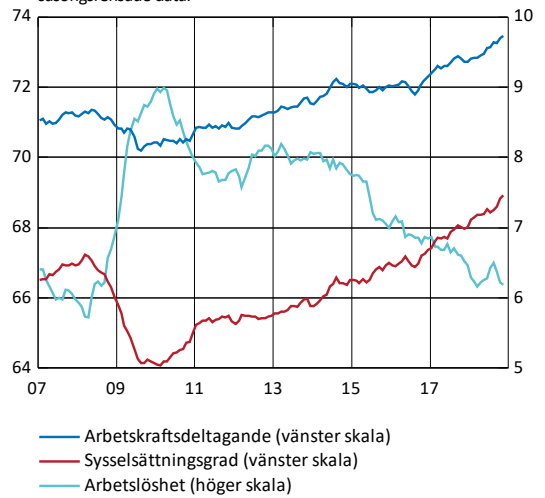
Aktivitetsnivån i ekonomin sammanfattas ofta i form av ett mått på resursutnyttjande. Det finns dock inget entydigt sätt att mäta detta. Riksbanken använder därför ett antal indikatorer för att bedöma hur högt resursutnyttjandet är. Två av dessa indikatorer är BNP-gapet och timgapet som mäter BNP:s och antalet arbetade timmars procentuella avvikelser från sina respektive uppskattade långsiktiga trender. Den tredje indikatorn, den så kallade RU-indikatorn, sammanfattar information från olika enkäter och arbetsmarknadsdata. Om respektive mått är positivt indikerar det ett högre resursutnyttjande än normalt och omvänt när måtten är negativa. Om måtten är lika med noll är läget normalt och det råder konjunkturell balans. Samtliga tre indikatorer ger bilden av att resursutnyttjandet var högre än normalt under 2018 (se diagram 1:8). Riksbanken bedömer att resursutnyttjandet i svensk ekonomi kommer att sjunka tillbaka under 2019 men ändå vara fortsatt högre än normalt.

En höjning av reporäntan i december

De senaste årens expansiva penningpolitik har bidragit till den starka svenska konjunkturen och till att inflationen nu är nära målet. Eftersom förutsättningarna bedöms vara goda för att inflationen och inflationsförväntningarna ska förbli nära inflationsmålet framöver har behovet av en mycket expansiv penningpolitik minskat något. Direktionen fattade därför i december 2018 beslutet att höja reporäntan från -0,50 procent till -0,25 procent. Kapitel 2 beskriver penningpolitiken under det gångna året mer i detalj. Eftersom penningpolitiken påverkar ekonomin med en fördröjning beskriver kapitel 3 Riksbankens prognoser och penningpolitik 2016–2017.

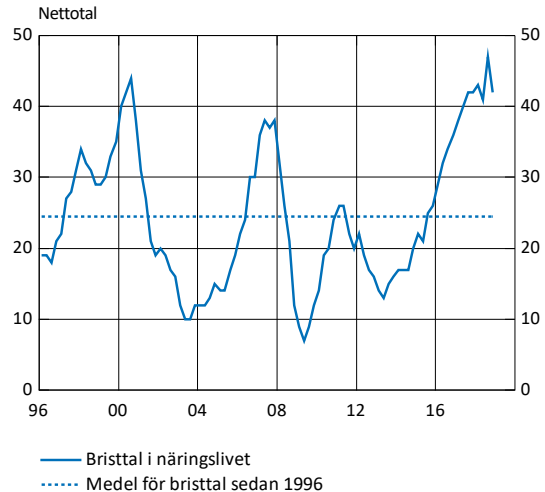
Diagram 1.6. Arbetskraft, sysselsättning och arbetslöshet

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



Anm. Tre månaders glidande medelvärde.
Källa: SCB

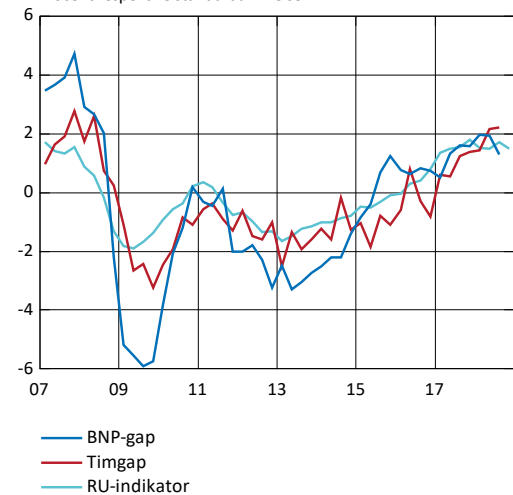
Diagram 1.7. Brist på arbetskraft



Källa: Konjunkturinstitutet

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

KAPITEL 2 – Penningpolitiken 2018

Den expansiva inriktningen på penningpolitiken låg fast under 2018, med en negativ reporänta i kombination med ett omfattande innehav av statsobligationer. Riksbanken hade sedan en tid kommunicerat att tidpunkten för en höjning av reporäntan närmade sig. Men när det underliggande inflationstrycket i april 2018 blev lägre än väntat reviderade Riksbanken ränteprognosen något så att den första höjningen förväntades ske strax före eller efter årsskiftet 2019. De ekonomiska utsikterna i stort förändrades inte så mycket under året och utsikterna för inflationen stod sig i stora drag under hösten. Därför genomförde Riksbanken i december den första höjningen av reporäntan sedan 2011, från $-0,5$ till $-0,25$ procent. Samtidigt indikerade Riksbankens prognos att fortsatta räntehöjningar skulle ske i försiktiga steg. En viktig fråga i direktionens diskussioner under året gällde inflationens och inflationsförväntningarnas stabilitet kring målet på 2 procent och när det därmed skulle vara lämpligt att börja göra penningpolitiken mindre expansiv.

Penningpolitiken i korthet

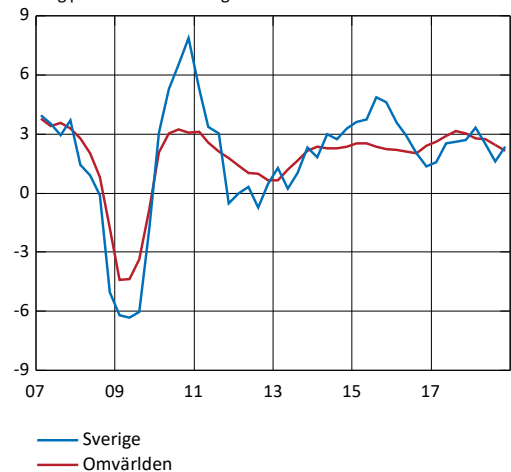
Sverige är en liten ekonomi som påverkas mycket av utvecklingen i omvärlden. Under 2018 var konjunkturen i omvärlden fortsatt relativt god (se diagram 2:1). Det fanns dock flera osäkerhetsfaktorer som satte sin prägel på utvecklingen. Handelskonflikten mellan USA och Kina bidrog till osäkerheten, särskilt om konflikten skulle trappas upp och omfatta fler länder och regioner, eller påverka förtroendet hos hushåll och företag negativt. Det fanns också en osäkerhet kring de ekonomiska och finansiella effekterna av Storbritanniens planerade utträde ur EU och euroområdets strukturella problem i banksektorn och svaga offentliga finanser i flera länder.

Energipriserna drev upp inflationen tillfälligt i omvärlden under 2018. Trots en relativt stark realekonomisk utveckling var prisökningarna exklusive energi- och livsmedel måttliga. Ett allt högre globalt resursutnyttjande medförde dock att löner och arbetskostnader ökade i snabbare takt.

Penningpolitiken i omvärlden var fortsatt påtagligt expansiv, även om det fanns stora skillnader mellan olika regioner. I USA höjde Federal Reserve sin styrränta med sammanlagt en procentenhet och fortsatte minska innehavet av finansiella tillgångar. Europeiska centralbanken (ECB) fortsatte att utöka sina tillgångsinnehav under året och signalerade att styrräntan skulle vara kvar på samma nivå åtminstone över sommaren 2019. ECB trappade dock ned takten i sina obligationsköp under hösten och beslutade att inte göra nya köp efter årsskiftet.

Den svenska ekonomin fortsatte att utvecklas förhållandevis starkt under året. Sysselsättningen fortsatte att öka och arbetslösheten sjönk ytterligare. Mätt med KPIF hade inflationen legat i närheten av Riksbankens mål sedan början av 2017 (se diagram 2:2). Styrkan i det underliggande inflations-

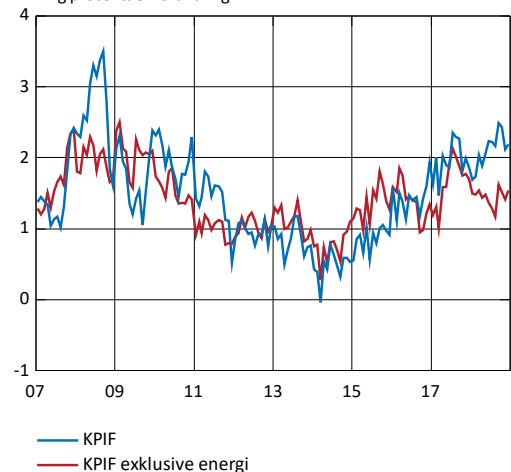
Diagram 2:1. BNP-tillväxt i Sverige och i omvärlden
Årlig procentuell förändring



Anm. BNP i omvärlden är sammanvägd med vikterna i kronindex, KIX. För BNP i omvärlden avser 2018 kv4 Riksbankens prognos i februari 2019.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

Diagram 2:2. KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

trycket i Sverige var dock fortsatt osäker. Att lönerna utvecklades svagt i förhållande till konjunkturläget var en fråga som fortsatte att diskuteras under 2018.²

Nedan redogörs i korthet för penningpolitiken 2018 och de bedömningar som Riksbanken gjorde. Prognoserna för de mest centrala variablerna, som låg till grund för de beslut som fattades, visas i diagram 2:3–2:7.

Fortsatt expansiv penningpolitik i inledningen av året

Alltsedan april 2017 hade Riksbankens prognoser indikerat att en första höjning av reporäntan skulle ske under andra halvåret 2018. För detta talade bland annat att inflationsförväntningarna enligt enkäter legat nära målet en längre tid och att inflationen i Sverige enligt Riksbankens prognos förväntades fortsätta ligga nära målet.

I början av 2018 präglades de ekonomiska utsikterna av att den globala konjunkturen stärktes allt mer och i Sverige var tillväxten hög, arbetsmarknaden stark och inflationen var sedan en tid nära 2 procent (se diagram 2:3–2:4). Den starka konjunkturen hade bidragit till att tjänstepriserna ökat snabbare under 2017. Men vid beslutet i februari konstaterade Riksbanken att tjänstepriserna inte ökade lika snabbt och att lönerna ökat långsammare än väntat, vilket tydde på ett lägre inflationstryck än i tidigare bedömningar. Även om inflationsprognosen därför reviderades ned något väntades inflationen vara nära 2 procent från 2019 och prognosen för reporäntan behölls oförändrad (se diagram 2:5).

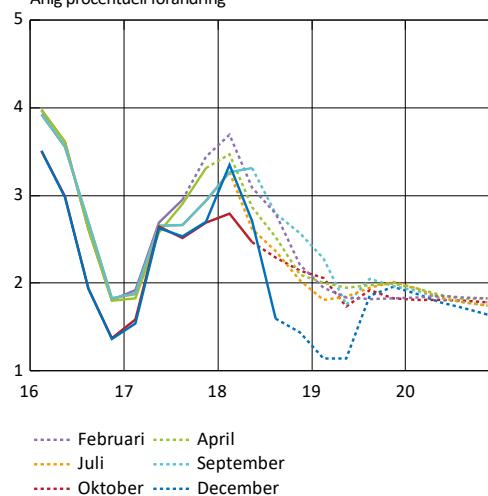
Ökad osäkerhet kring inflationstrycket – kommande räntehöjningar sköts fram till slutet av året

I april var läget i den svenska ekonomin fortsatt starkt och arbetslösheten hade i inledningen av året sjunkit till den lägsta nivån sedan 2008 (se diagram 1:6 och diagram 2:6). Den underliggande inflationen hade dock varit oväntat låg och rest frågetecken om styrkan i inflationsutvecklingen. Kronans växelkurs hade visserligen försvagats, vilket bidrog till en högre inflation (se diagram 2:7). Men Riksbankens bedömning var att det var viktigt att konjunkturen var fortsatt stark och satte avtryck i prisutvecklingen för att inflationen skulle ligga nära målet även framöver. Det var också viktigt att växelkursen utvecklades på ett sätt som var förenligt med att inflationen stabiliseras nära målet.

Bedömningen var att inflationen behövde fortsatt stöd av penningpolitiken och reporäntan behölls därför oförändrad på –0,50 procent. Med tanke på frågetecknen kring den underliggande inflationen reviderades prognosen för reporäntan ned något och indikerade nu en första höjning av räntan mot slutet av året.

Diagram 2:3. BNP, prognoser 2018

Årlig procentuell förändring

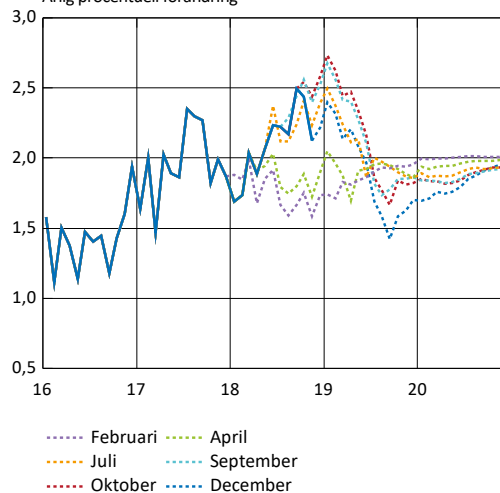


Anm. I diagrammet syns flera utfallslinjer. Detta beror på att utfallen har reviderats av SCB.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:4. KPIF, prognoser 2018

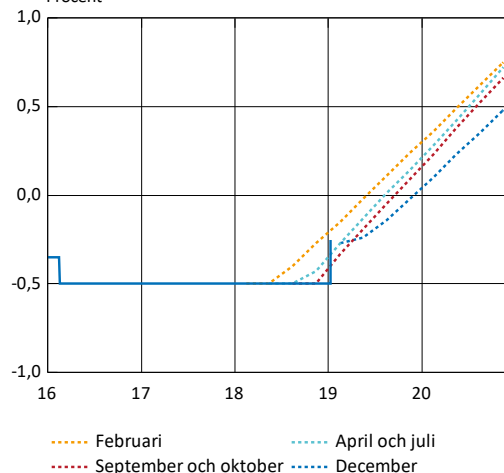
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:5. Reporänta, prognoser 2018

Procent



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden. Prognoserna för april och juli samt september och oktober är identiska.

Källa: Riksbanken

² Se till exempel fördjupningen "Phillipskurvan och penningpolitiken" i Penningpolitisk rapport juli 2018.

Konkretiserade planer kring kommande räntehöjningar

I juli hölls prognosen för reporäntan oförändrad då de ekonomiska utsikterna i princip var desamma som tidigare, men i september reviderades reporänteprognosen åter ned något.³ Den nya prognosen innebär att en första höjning av reporäntan väntades ske antingen vid mötet i december eller vid mötet i februari 2019, förutsatt att ekonomin utvecklades som väntat.

Inflationen var visserligen nära målet på 2 procent men det berodde till stor del på snabbt stigande energipriser som under en tid bidragit till en högre KPIF-inflation. Olika mått på den underliggande inflationen indikerade att inflationstrycket var fortsatt måttligt. Liksom tidigare gav dock den starka konjunkturen goda förutsättningar för inflationstrycket att stiga och KPIF-inflationen väntades därför ligga kvar nära målet även när ökningstakten i energipriserna dämpades.

I och med att tidpunkten för en första räntehöjning närmade sig ville direktionen vid mötet i september tydliggöra att höjningar av reporäntan väntades ske i steg om 0,25 procentenheter.

I december höjdes reporäntan för första gången sedan 2011

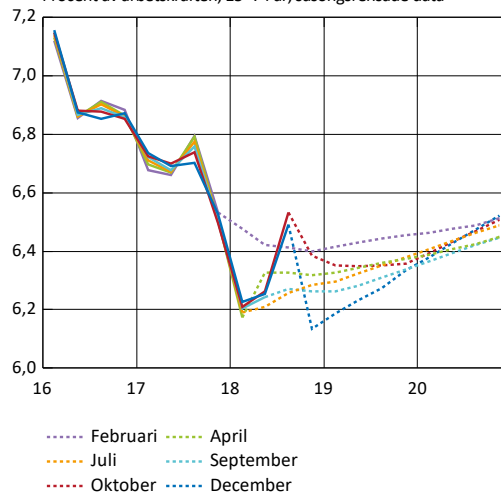
Vid det penningpolitiska mötet i oktober konstaterade Riksbankens direktion att utvecklingen i stora drag varit som förväntat och att prognoserna i stort sett var oförändrade, även om osäkerheten kring utsikterna för världsekonomin hade ökat. Bedömningen att en första höjning av reporäntan sannolikt skulle ske vid mötet i december eller vid mötet i februari 2019 stod sig.

Vid beslutet i december konstaterade Riksbanken att världsekonomin som väntat börjat gå in i en fas med mer dämpad BNP-tillväxt. Penningpolitiken i omvärlden rörde sig i en mindre expansiv riktning, men osäkerheten kring den globala konjunkturutvecklingen var fortsatt stor. Den svenska konjunkturen var alltså stark, även om BNP-tillväxten och inflationen blivit svagare än väntat. Sysselsättningsgraden var historiskt hög och företagens arbetskostnader steg. Trots att inflationen blivit lägre än väntat var förutsättningarna fortsatt goda för att inflationen skulle vara kvar nära målet även framöver.

I takt med att inflationen och inflationsförväntningarna etablerats kring 2 procent hade behovet av en mycket expansiv penningpolitik minskat något. Då utsikterna för inflationen dessutom var i stort sett oförändrade sedan oktober bedömde direktionen att det var lämpligt att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till -0,25 procent. Liksom tidigare indikerade den nya prognosen för reporäntan att fortsatta höjningar förväntades ske i långsam takt.

Diagram 2:6. Arbetslöshet, prognoser 2018

Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data

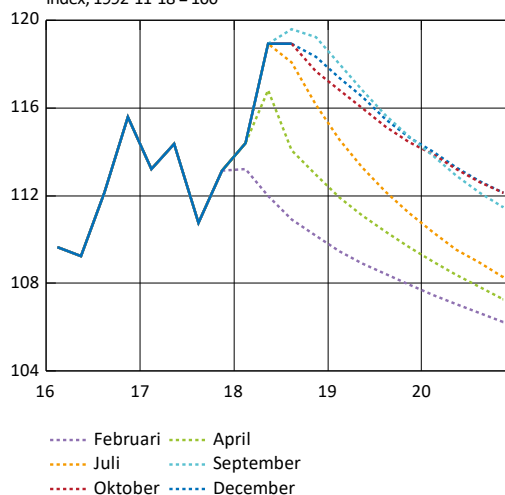


Anm. I diagrammet syns flera utfallslinjer. Det beror på att serierna är säsongrensade och säsongrensningen kan förändras då ett nytt utfall publiceras.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:7. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX, prognoser 2018

Index, 1992-11-18 = 100



Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt av kronans växelkurs mot valutor i de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

³ Förutom att besluta om oförändrad reporänta och reporäntebana vid det penningpolitiska mötet i juli fattade direktionen också beslutet att förlänga det mandat som underlättar att snabbt intervensera på valutamarknaden. Mandatet förlängdes till februari 2019.

Återinvesteringar men inga nya köp av statsobligationer under 2018

Riksbankens direktion fattade inga beslut om nya köp av statsobligationer under året, men förfall och kupongbetalningar från statsobligationsportföljen återinvesterades tills vidare (se diagram 2:8). I december 2017 hade direktionen beslutat att tidigarelägga återinvesteringarna av de stora förfall som skulle ske under våren 2019. Återinvesteringarna av dessa förfall inleddes i januari 2018. Detta innebar att Riksbankens innehav av statsobligationer ökade tillfälligt under 2018.

Direktionens diskussion och penningpolitiska överväganden

Viktigt med väl förankrade inflationsförväntningar

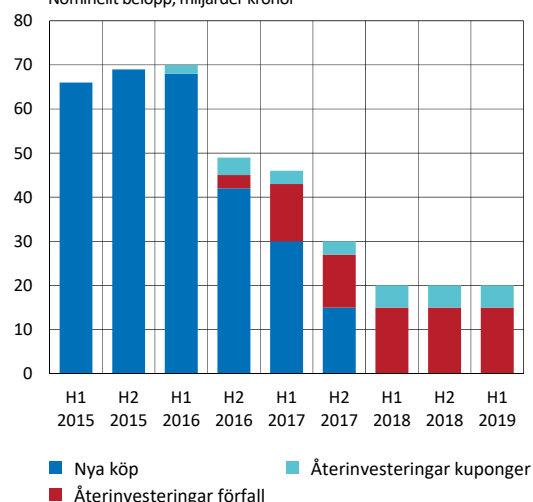
En fråga som många av direktionens diskussioner kretsade kring under 2018 var när inflationen och inflationsförväntningarna kunde anses vara tillräckligt förankrade vid målet – det vill säga förtroendet för inflationsmålet tillräckligt stort – för att det skulle vara lämpligt för Riksbanken att börja höja räntan. Direktionen var enig om att reporäntan skulle behöva höjas framöver men inte om exakt när detta borde ske.

Frågan om hur väl förankrad inflationen är hänger nära samman med frågan om i vilken mån en viss inflation avspeglar varaktiga eller tillfälliga faktorer. Analysen av mått på den underliggande inflationen fick av denna anledning stort utrymme under året (se fördjupningen ”KPIF och mått på underliggande inflation”).

En risk direktionen noterade var att om reporäntan skulle börja höjas för tidigt så skulle inflationen åter kunna falla under målet. Efter den globala finanskrisen låg inflationen i Sverige under målet i ungefär sex års tid och var tidvis under 1 procent mätt med KPIF (se diagram 2:2). Det har krävts en expansiv politik med mycket låg reporänta under lång tid för att åter nå målet. Om inflationen återigen skulle falla under målet skulle detta riskera att medföra att målets trovärdighet åter börjar ifrågasättas och att aktörerna i ekonomin förväntar sig en inflation under 2 procent även på lång sikt.

Om inflationen och inflationsförväntningarna är mycket låga kan det bli svårare att åstadkomma samhällsekonomiskt fördelaktiga anpassningar av relativlöner mellan yrken, företag och branscher. Lönebildningens förutsättningar att fördela resurser i ekonomin på ett effektivt sätt försämras därmed. Ett annat problem är att en låg genomsnittlig inflation skulle göra det svårare för penningpolitiken att i framtiden motverka lågkonjunkturer, eftersom det skulle bli svårt att åstadkomma en tillräckligt låg realränta.⁴ Detta har gett upphov till en internationell debatt om huruvida 2 procent egentligen är

Diagram 2:8. Riksbankens köp av statsobligationer
Nominellt belopp, miljarder kronor



Anm. Utvecklingen för återinvesteringar från och med 2019 är en prognos och avser nominella belopp. De slutliga beloppen kommer att bero på aktuella marknadspriser.

Källa: Riksbanken

⁴ Dessa beskrivs närmare i avsnittet ”Syftet med inflationsmålet” i kapitel 4.

ett för lågt mål. Med ännu lägre genomsnittlig inflation än så skulle problemen bli ännu större.

I vilket läge förtroendet för inflationsmålet är tillräckligt stort för att inte utgöra ett hinder för att höja reporäntan är i slutänden en bedömningsfråga. Direktionsmedlemmarna hade lite olika syn på detta under året, liksom på hur starkt inflationstrycket förväntades bli framöver. Som framgått tidigare i kapitlet menade en majoritet i direktionen att det i december var lämpligt att göra en första höjning av reporäntan.

Penningpolitiska beslut 2018

13 februari	Reporäntan lämnades oförändrad på –0,50 procent. Prognosen för reporäntan lämnades också oförändrad med långsamma höjningar från andra halvåret 2018. Henry Ohlsson reserverade sig mot räntebeslutet och räntebanan. Han förordade en höjning av reporäntan till –0,25 procent med hänvisning till den starka ekonomiska utvecklingen i Sverige och internationellt.
25 april	Reporäntan lämnades oförändrad på –0,50 procent. Prognosen för reporäntan reviderades ned och indikerade långsamma höjningar först från slutet av året. Henry Ohlsson reserverade sig mot räntebeslutet och räntebanan. Han förordade en höjning av reporäntan till –0,25 procent av samma skäl som tidigare.
2 juli	Reporäntan lämnades oförändrad på –0,50 procent. Även prognosen för reporäntan lämnades oförändrad. Martin Flodén reserverade sig mot räntebanan och förespråkade en bana med en höjning med 0,25 procentenheter i september eller oktober 2018 och som sammanfaller med räntebanan från och med tredje kvartalet 2019. Henry Ohlsson reserverade sig mot räntebeslutet och räntebanan. Han förordade en höjning av reporäntan till –0,25 procent av samma skäl som tidigare. Direktionen beslutade också att förlänga mandatet för valutainterventioner till den 12 februari 2019. Martin Flodén och Henry Ohlsson reserverade sig mot detta. Flodén angav samma motivering som vid tidigare beslut om valutaintentionsmandatet, nämligen att valutainterventioner inte är ett lämpligt verktyg för att i det aktuella läget göra penningpolitiken mer expansiv. Ohlsson ansåg att i ett läge med inflation och inflationsförväntningar nära målet kan eventuella

5 september	<p>interventioner på valutamarknaden handläggs utan särskilda mandat.</p> <p>Reporäntan lämnades oförändrad på –0,50 procent. Prognosen för reporäntan reviderades ned något och indikerade en höjning med 0,25 procentenheter, antingen i december eller i februari 2019. Martin Flodén reserverade sig mot räntebanan och förespråkade en bana med en hög sannolikhet för en höjning med 0,25 procentenheter i oktober och som sammanfaller med räntebanan från och med tredje kvartalet 2019. Han menade att kommunikationen av en sådan räntebana skulle medföra en tillräcklig åtstramning. Henry Ohlsson reserverade sig mot räntebeslutet och räntebanan och förordade en höjning till –0,25 procent av samma skäl som tidigare.</p>
23 oktober	<p>Reporäntan lämnades oförändrad på –0,50 procent. Även prognosen för reporäntan lämnades oförändrad. Martin Flodén och Henry Ohlsson reserverade sig och förordade en höjning av reporäntan till –0,25 procent. Flodén hänvisade till inflationsuppgången och det stärkta förtroendet för inflationsmålet och förespråkade en räntebana som sammanföll med rapportens räntebana från och med tredje kvartalet 2019. Ohlsson hänvisade till samma argument som tidigare och förespråkade en tidigare lagd räntebana med samma lutning som räntebanan i den penningpolitiska rapporten.</p>
19 december	<p>Reporäntan höjdes till –0,25 procent. Prognosen för reporäntan reviderades ned och indikerade att nästa höjning sannolikt skulle ske under andra halvåret 2019. Därefter indikerade prognosen ungefär två höjningar per år med 0,25 procentenheter vid varje tillfälle. Per Jansson reserverade sig mot räntebeslutet och räntebanan. Han hänvisade till den fortsatta stora osäkerheten kring styrkan i den mer varaktiga inflationstakten. Han tyckte att det var bättre att avvakta ytterligare information och gå försiktigt fram med oförändrad ränta under ännu en tid.</p>

FÖRDJUPNING – KPIF och mått på underliggande inflation

Riksbankens målvariabel för penningpolitiken är inflationen enligt KPIF, vilket innebär att penningpolitiken anpassas så att KPIF-inflationen ska vara kring 2 procent på två till tre års sikt. Ibland kan KPIF-inflationen tillfälligt förändras upp eller ned på grund av enskilda prisförändringar. Till exempel bidrog snabbt stigande energipriser relativt mycket till KPIF-inflationen 2018. Under förutsättning att effekten på KPIF är tillfällig är en sådan förändring inget som penningpolitiken behöver reagera på. Riksbanken beräknar olika mått på den underliggande inflationen för att få en bild av hur mycket av utvecklingen av KPIF-inflationen som är tillfällig respektive varaktig. Den underliggande inflationen kan mätas på många olika sätt, där måtten har det gemensamt att de exkluderar eller minskar betydelsen av tillfälliga prisförändringar. Enligt de mått som Riksbanken beräknar var den varaktiga delen av inflationen något under 2 procent 2018.

Inflationen enligt KPIF är Riksbankens målvariabel

Riksbankens mål är att inflationen ska vara låg och stabil. Mer specifikt är målet att den årliga förändringen av konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) ska vara 2 procent. När Riksbanken införde inflationsmålet 1993 uttrycktes målet i termer av den årliga förändringstakten i KPI, men i september 2017 ändrades målvariabeln för penningpolitiken till KPIF. Skälet till förändringen var framför allt att tydliggöra den roll som KPIF hade haft under senare år då detta prisindex i praktiken hade varit viktigare för utformningen av penningpolitiken än KPI.⁵

När Riksbanken gör penningpolitiken mer eller mindre expansiv påverkar det ekonomin och inflationen via olika kanaler. Vissa kanaler har ett relativt snabbt genomslag på inflationen, men många av dem tar längre tid på sig och en stor del av penningpolitikens effekt på inflationen kommer med fördröjning. Penningpolitiken baseras därför på prognoser över utvecklingen framöver. För att uppfylla inflationsmålet anpassar Riksbanken normalt penningpolitiken så att KPIF-inflationen, enligt prognosen, ska vara nära målet på 2 procent på ett par års sikt.

Prognoserna två till tre år framåt visar den varaktiga förändringen av KPIF-inflationen

Inflation brukar definieras som en ökning av den allmänna prisnivån i ekonomin. En stor förändring av ett enskilt pris är alltså inte detsamma som inflation när övriga priser ökar i normal takt. De *mått* som används för att uppskatta inflationen, som till exempel KPIF, kan dock påverkas relativt mycket av att enskilda priser förändras. Om till exempel priserna på frukt och grönt ökar kraftigt på grund av dåliga skördar kan det slå igenom och tillfälligt driva upp

inflationen mätt med KPIF. Under förutsättning att effekten av prisökningen inte är varaktig och inte får följeffekter på andra priser är uppgången i KPIF-inflationen inget som Riksbanken behöver parera med penningpolitiken.

Av denna anledning är det viktigt att Riksbanken noga analyserar utfallen för inflationen för att förstå vad som för tillfället driver utvecklingen och vad det kan innebära för inflationen framöver. Om bedömningen är att tillfälliga faktorer påverkar KPIF-inflationen kommer det att avspeglas i prognoserna som sträcker sig några år framåt. Är effekterna på KPIF-inflationen tillfälliga kommer de i normala fall inte att påverka inflationen om två till tre år.

Mått på den underliggande inflationen kompletterar prognoserna för KPIF-inflationen

För att skapa sig en generell bild av hur mycket av utvecklingen i KPIF som är tillfällig respektive varaktig beräknar Riksbanken också olika mått på den så kallade underliggande inflationen. Det finns ingen entydig definition av begreppet underliggande inflation och den kan beräknas på många olika sätt. Måtten kan grovt delas in i två grupper.⁶

Vissa mått på underliggande inflation identifierar specifika priser som historiskt har drivits av mer tillfälliga faktorer och rensar bort dessa priser från KPIF. Sådana mått får extra stort fokus då det är uppenbart att inflationsutfallen har påverkats av dessa enskilda priser, till exempel mat- eller energipriser, och man vill illustrera vilken effekt det har haft på KPIF-inflationen.

För andra mått på underliggande inflation är utgångspunkten mer förutsättningslös i den meningen att det inte är bestämt på förhand vilka priser som ska rensas bort. Istället används statistiska metoder för att identifiera pri-

⁵ Se vidare fördjupningen "KPIF målvariabel för penningpolitiken" i Penningpolitisk rapport september 2017.

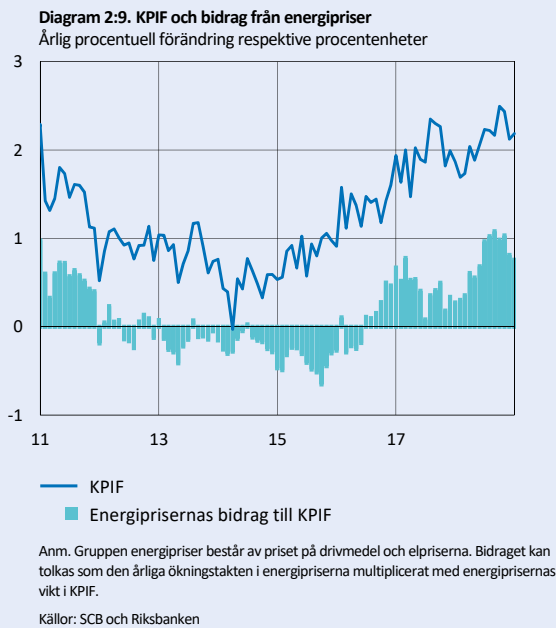
⁶ Mer detaljer om hur Riksbanken beräknar mått på underliggande inflation finns i fördjupningen "Varför mått på underliggande inflation?" i Penningpolitisk rapport oktober 2018 samt i J. Johansson, M. Löf, O. Sigrist och O. Tysklind (2018), "Mått på underliggande inflation i Sverige". *Ekonomiska kommentarer* nr 11. Sveriges riksbank.

ser i KPIF som historiskt har varierat relativt mycket. Därefter rensar man antingen bort dessa från KPIF eller minskar betydelsen av dem då man summerar samtliga priser till ett totalt mått.

Mått på den underliggande inflationen är alltså tänkta att fånga den varaktiga delen av inflationen i dagsläget, vilket kan ge en bättre bild av den framtida inflationen om den aktuella KPIF-inflationen påverkas av tillfälliga effekter. Men det är viktigt att poängtera att måtten på underliggande inflation är komplement till prognoserna för KPIF-inflationen några år framåt. Det är prognoserna för KPIF-inflationen som Riksbankens direktion baserar de penningpolitiska besluten på.

Energipriserna bidrog mycket till KPIF-inflationen 2018

Som tidigare nämnts påverkades KPIF-inflationen 2018 relativt mycket av utvecklingen av energipriserna under året. Under sommaren och hösten bidrog uppgången i elpriserna och priserna på drivmedel till sammanlagt cirka 1 procentenhet av utfallet för KPIF-inflationen (se diagram 2:9). Det är en situation som skiljer sig mycket från perioden 2012–2015 då energipriserna ovanligt länge bidrog till att hålla tillbaka KPIF-inflationen.



Ett annat sätt att illustrera energiprisernas påverkan på KPIF är att studera det underliggande inflationsmättet KPIF exklusive energi. Det ger en tydligare bild av vad KPIF-inflationen skulle ha blivit utan bidraget från energipriserna. I genomsnitt för 2018 var inflationen enligt KPIF exklusive energi 1,4 procent, att jämföra med 2,1 procent enligt KPIF.

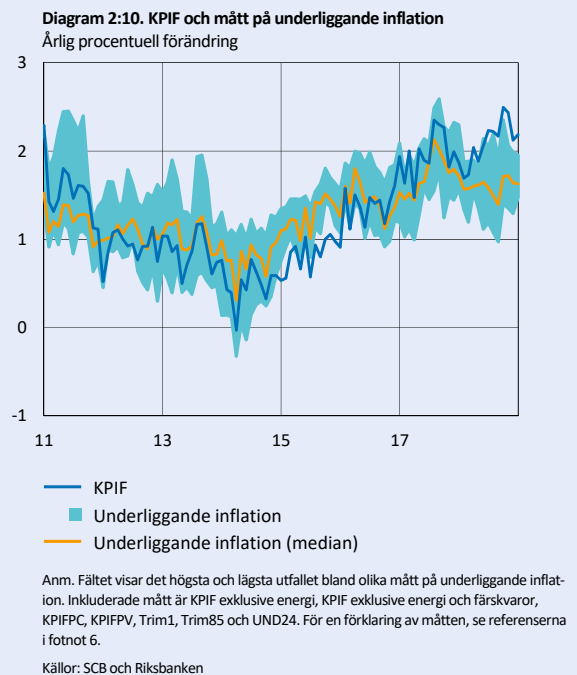
Den bedömning som Riksbanken gjorde under 2018 var att uppgången av energipriserna till största delen var

tillfällig och att bidraget från energipriserna till KPIF-inflationen skulle minska framöver. Oljepriset sjönk relativt mycket mot slutet av året. Elpriset, som drivits upp av den extremt varma och torra sommaren, låg kvar på en hög nivå men förväntades sjunka mot en mer normal nivå under våren 2019 då efterfrågan på el minskar och utbudet av vattenkraft ökar.

Mått på underliggande inflation indikerar en varaktig inflation något under 2 procent 2018

Även om bidraget från energipriser till KPIF-inflationen var stort 2018 påverkades KPIF-inflationen givetvis också av andra undergrupper av priser (se kapitel 1). KPIF exklusive energipriser är som tidigare nämnts bara ett av flera tänkbara mått på den underliggande inflationen. Även om bidraget från just energipriserna var tillfälligt är det inte uppenbart hur mycket av utfallet för inflationen 2018 som speglade tillfälliga faktorer respektive en mer varaktig utveckling.

Diagram 2:10 visar KPIF-inflationen tillsammans med ett fält som sträcker sig från den lägsta till den högsta uppskattningen av den underliggande inflationen varje månad enligt sju mått som Riksbanken beräknar regelmässigt.⁷ Diagrammet illustrerar att det från månad till månad kan vara en relativt stor spridning på de olika måtten, men det är också tydligt att den varaktiga delen av inflationen under 2018 generellt uppskattas vara lägre än KPIF-inflationen. Medianen för måtten pendlade mellan 1,4 och 1,7 procent under året.



⁷ Dessa mått beskrivs närmare i referenserna i fotnot 6.

De olika sätten att beräkna underliggande inflation har olika styrkor och svagheter och kan fungera bättre eller sämre beroende på olika omständigheter. Men en utvärdering av måtten har visat att särskilt två av dem uppfyller ett antal önskvärda kriterier över tiden. Det ena av dessa mått viktat undergrupperna i KPIF efter hur mycket de varierar över tiden. Det andra beräknar den gemensamma trenden hos undergrupperna i KPIF. Under 2018 var genomsnittet för dessa mått 1,7 procent respektive 1,6 procent.⁸ Det är alltså en något högre uppskattning av den varaktiga inflationen än vad inflationen enligt KPIF exklusive energi indikerar, men också klart lägre än KPIF-inflationen för året.

⁸ De två måtten har beteckningarna UND24 respektive KPIFPC.

KAPITEL 3 – Riksbankens prognoser och penningpolitik de senaste åren

Under 2016 och 2017 fortsatte Riksbankens mycket expansiva penningpolitik för att säkra förtroendet för inflationsmålet och stabilisera inflationen kring 2 procent. Politiken bidrog till en fortsatt stark konjunktur som också satte avtryck i prisutvecklingen. Inflationen var under 2017 tillbaka på målet och höll sig kvar där under 2018. Prognoserna som Riksbanken gjorde dessa år och som vägledde penningpolitiken fångade utvecklingen av inflationen och konjunkturen på ett förhållandevis bra sätt och reporäntan har följt Riksbankens prognoser relativt nära sedan slutet av 2016 och framåt.

För att uppfylla inflationsmålet på 2 procent anpassar Riksbanken normalt penningpolitiken så att prognosen för KPIF-inflationen är nära målet på ett par års sikt. Besluten baseras på prognoser eftersom penningpolitiken påverkar inflationen med fördröjning. Det är dock inte självklart hur fort inflationen påverkas. Vissa effekter visar sig relativt snabbt, till exempel sådana som åstadkoms när förändringar av växelkursen påverkar priserna på importerade varor. Penningpolitiken som bedrevs under 2018, beskriven i kapitel 2, kan därför i viss utsträckning ha påverkat inflationen under året. Andra effekter som går via förändringar av aggregerad efterfrågan blir märkbara först efter en längre tid. Det innebär att den penningpolitik som Riksbanken bedrev 2016 och 2017 har stor betydelse för inflationen och realekonomin 2018.

Prognoserna gjorda 2016 och 2017 speglar penningpolitiken som bedrevs de åren

Bedrev då Riksbanken en penningpolitik 2016–2017 som bidrog till en god måluppfyllelse 2018? Ett sätt att närma sig frågan är att studera vad Riksbanken gjorde för prognoser för inflationen och den övriga ekonomin framöver under de åren. På så sätt får man en bild av den penningpolitik som bedrevs och de bedömningar den baserades på.

Diagram 3:1–3:9 visar den faktiska utvecklingen samt Riksbankens prognoser under åren 2016 och 2017 för ett antal centrala variabler.⁹ Syftet med diagrammen är att på ett övergripande sätt illustrera Riksbankens syn på framtiden under dessa år och jämföra med vad som i efterhand visade sig bli utfallet. Det är därför inte nödvändigt att urskilja enskilda prognoser.

Reporäntan har följt Riksbankens prognoser relativt nära sedan slutet på 2016

Under 2016 var det globala ränteläget lågt och osäkerheten om konjunkturen i omvärlden var hög. I Sverige stärktes dock

Även välgrundade prognoser kan slå fel

Måluppfyllelsen, som diskuteras i kapitel 1, är en naturlig utgångspunkt för en utvärdering av penningpolitiken. Men inflationens avvikelser från målet säger inte nödvändigtvis allt om hur väl penningpolitiken har bedrivits.

Penningpolitiken baseras på prognoser eftersom den påverkar den ekonomiska aktiviteten och inflationen med viss fördröjning. Målet är givetvis att Riksbankens prognoser ska vara träffsäkra så att de penningpolitiska besluten baseras på en bra bild av den ekonomiska utvecklingen framöver. Men det inträffar ständigt oförutsedda saker i ekonomin, vilket gör att avvikelser från inflationsmålet är regel snarare än undantag. Viss statistik revideras också, vilket gör att utfall som togs för givna då prognoserna gjordes kan ändras i efterhand. Allt detta tillsammans gör att även välgrundade och genomarbetade prognoser ofta slå fel.

⁹ Att startpunkten för prognoserna i vissa fall ligger relativt långt från kurvan för utfallet kan delvis bero på att utfallet har reviderats i efterhand, att vikterna som eventuellt används för att väga samman utfallsrader har ändrats eller att effekterna av eventuell säsongrensning av utfallsrader förändrats över tiden.

konjunkturen och resursutnyttjandet var nära normalt. Inflationen ökade, men uppgången var ryckig. Under 2016 sänkte därför Riksbanken reporäntan och utökade köpen av statsobligationer för att stödja uppgången och upprätthålla förtroendet för målet. I början av året var bedömningen att reporäntan skulle kunna höjas 2017, under förutsättning att ekonomin i stort utvecklades som förväntat (se diagram 3:1). Osäkerheten om styrkan i inflationsutvecklingen gjorde dock att Riksbanken under hösten 2016 sköt fram tidpunkten för en första höjning till 2018.¹⁰

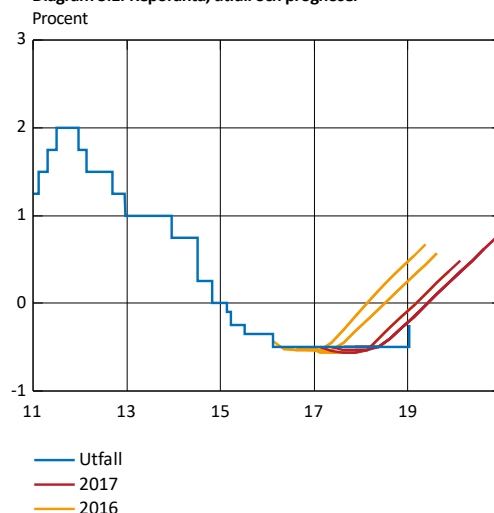
Därefter har reporäntan följt Riksbankens prognoser som gjordes under slutet på 2016 och under 2017 relativt nära. Enligt dessa prognoser bedömde Riksbanken att höjningar av reporäntan skulle börja ske i långsam takt från mitten av 2018. Att reporäntan sedan höjdes i december 2018, det vill säga något senare än i prognoserna, var delvis ett resultat av fortsatt osäkerhet om styrkan i den underliggande inflationen (se kapitel 2).

KPIF-inflationen som förväntat, men oväntat svag underliggande inflation 2018

Med den penningpolitik som bedrevs 2016–2017 var Riksbankens bedömning att inflationen skulle fortsätta stiga och stabiliseras kring inflationsmålet. Så blev det också. Prognoserna för KPIF-inflationen som Riksbanken gjorde 2016 fångade på ett bra sätt uppgången av inflationen under 2017 (se diagram 3:2). Att KPIF-inflationen sedan låg kvar kring inflationsmålet under 2018 fångades av Riksbankens prognoser som gjordes 2016 och 2017.

KPIF-inflationen kan stundtals påverkas mycket av hur enskilda priser rör sig.¹¹ Under 2016–2018 bidrog energipriserna periodvis till att höja KPIF-inflationen ovanligt mycket, vilket speglas i prognoserna som Riksbanken gjorde för inflationen enligt KPIF exklusive energi (se diagram 3:3). Riksbankens bedömning i början av 2016 var att prisökningarna exklusive energipriser skulle bli högre framöver än vad som blev fallet. Även prognoserna som gjordes 2017 var högre än utfallet för inflationen 2018. Eftersom prognoserna för själva KPIF-inflationen ändå var i linje med utfallet under hela perioden, som diagram 3:2 illustrerar, indikerar det att energipriserna ökade oväntat mycket.

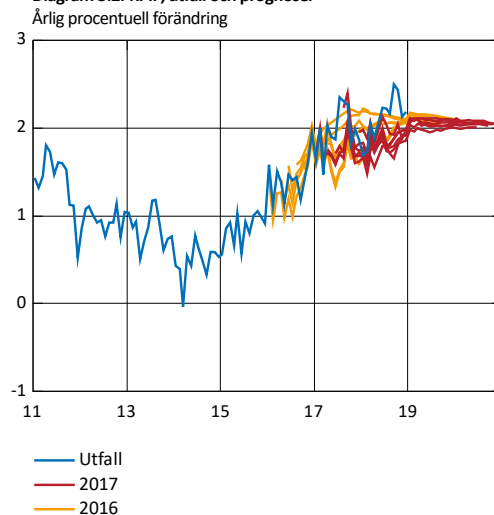
Diagram 3:1. Reporänta, utfall och prognoser



Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2016 och 2017. Flera av prognoserna gjorda under 2016 sammanfaller i stort sett med varandra. Det samma gäller prognoserna gjorda 2017. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

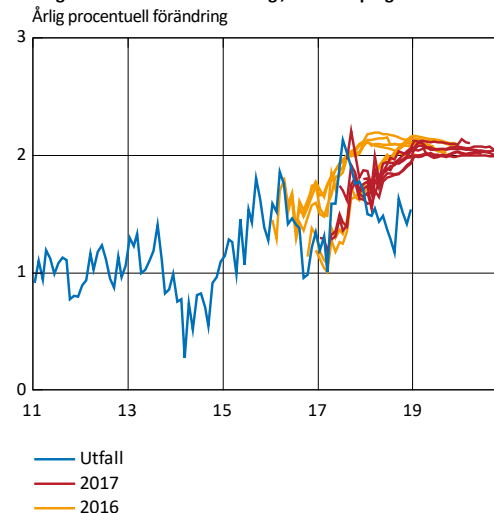
Diagram 3:2. KPIF, utfall och prognoser



Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2016 och 2017.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:3. KPIF exklusive energi, utfall och prognoser



Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2016 och 2017.

Källor: SCB och Riksbanken

¹⁰ Denna previdering syns dock inte i diagram 3:1. Efter revideringen var ränteprognozen i stort sett oförändrad fram till april 2017. I diagrammet sammanfaller därför de sista prognoserna som gjordes 2016 med de första prognoserna som gjordes 2017.

¹¹ Se vidare fördjupningen "KPIF och mått på underliggande inflation".

Stark tillväxt och inflationsuppgång i omvärlden

En bidragande orsak till inflationsuppgången i Sverige är att den internationella konjunkturen gradvis har blivit starkare de senaste åren. I de länder som spelar störst roll för Sveriges ekonomi ökade BNP snabbare än väntat både 2017 och 2018 (se diagram 3:4). Till viss del förklaras prognosfelen av att statistiken har reviderats upp i efterhand, vilket innebär att Riksbankens prognoser startade på för låga nivåer.

Konjunkturuppgången har samtidigt bidragit till att inflationen i omvärlden har ökat och uppgången 2016 fångades väl i Riksbankens prognoser (se diagram 3:5). Omvärldsinflationen 2017 var högre än tidigare år, men blev ändå överraskande låg. Med tanke på att BNP-tillväxten samtidigt blev starkare än väntat trodde Riksbanken, liksom andra bedömare, på ett högre inflationsutfall det året. Under 2018 var dock inflationen i omvärlden i linje med Riksbankens prognoser.

Kronans växelkurs har blivit svagare än väntat

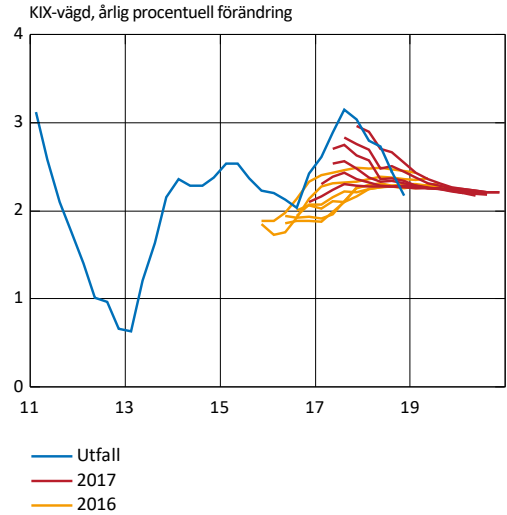
Under 2016 försvagades kronan på ett sätt som Riksbanken inte hade väntat sig (se diagram 3:6). Det är ofta svårt att identifiera vad som driver förändringar i kronans växelkurs och hur den kommer att röra sig på kort sikt. På längre sikt är det rimligt att växelkursen påverkas av mer strukturella faktorer som beror på den ekonomiska utvecklingen i Sverige i förhållande till andra länder. Riksbankens bedömning har varit att kronan bör stärkas på sikt och från slutet av 2016 fram till hösten 2017 stärktes också växelkursen i linje med Riksbankens bedömning. Men sedan dess har kronan återigen blivit oväntat svag.

Penningpolitiken inriktas inte på att uppfylla ett särskilt mål för kronan. Men växelkursen påverkar hur priserna i kronor på importerade varor och tjänster förändras. Det viktiga för penningpolitiken är därför hur växelkursen påverkar inflationen. Det är dock svårt att veta hur stort genomslaget på inflationen blir och hur snabbt det går. Men det är tydligt att försvagningen under 2016 och sedan slutet på 2017 har bidragit till uppgången i inflationen de senaste åren. Växelkursens utveckling 2018 och effekterna på inflationen diskuteras mer i fördjupningen "Kronans betydelse för inflationen".

Inhemsk konjunkturutveckling ungefär som förväntat

I Sverige har konjunkturutvecklingen varit stark under en längre period. Det har avspeglats i en stark tillväxt, en stigande sysselsättning och ett allt högre resursutnyttjande. Den starka konjunkturen både i Sverige och i omvärlden har bland annat gjort det lättare för företagen att höja sina priser. De senaste åren har konjunkturen varit fortsatt god och under 2017 liksom 2018 var BNP-tillväxten i linje med ett historiskt genomsnitt. Riksbanken hade väntat sig att BNP-tillväxten skulle dämpas, men prognoserna överskattade utvecklingen något (se diagram 3:7). Det förklaras delvis av historiska nedrevideringar av BNP-utfallen för 2016 och 2017.

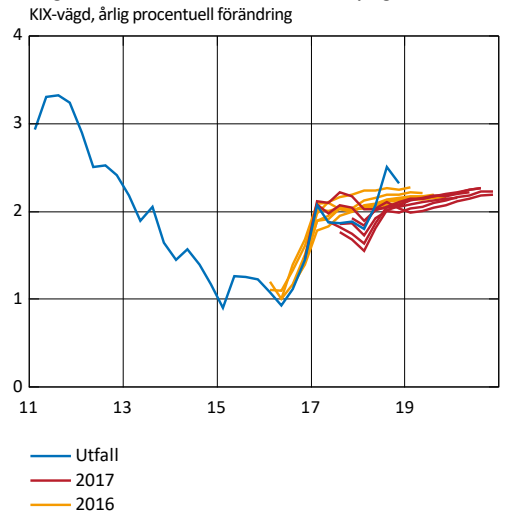
Diagram 3:4. BNP i omvärlden, utfall och prognoser



Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2016 och 2017. Utfallet 2018 kv4 avser Riksbankens prognos i februari 2019. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

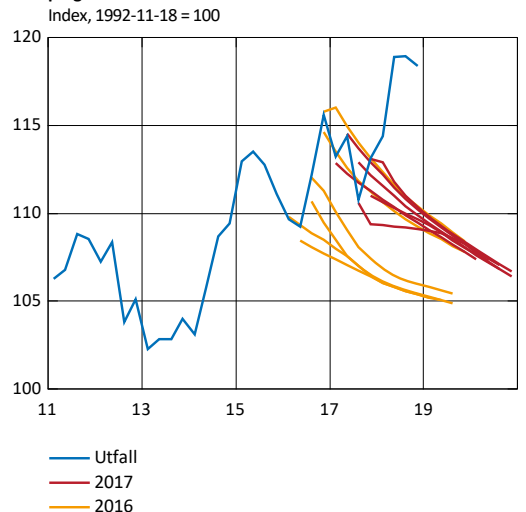
Diagram 3:5. Inflation i omvärlden, utfall och prognoser



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

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 3:6. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX, utfall och prognoser



Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2016 och 2017. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt av kronans växelkurs mot valutor i de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Den goda konjunkturen avspeglas också i arbetslösheten som föll i linje med Riksbankens bedömning under 2016 och 2017. För 2018 var Riksbankens prognos att aktiviteten i ekonomin skulle dämpas något och att arbetslösheten i princip skulle vara oförändrad under året. Men i början av 2018 ökade sysselsättningen oväntat mycket, vilket bidrog till att arbetslösheten sjönk ytterligare (se diagram 3:8). Även om antalet personer i arbetskraften också blev större än väntat 2018 gjorde den starka sysselsättningen att arbetslösheten totalt sett blev överraskande låg under året.

Måttliga löneökningar men oväntat högt kostnadstryck

När resursutnyttjandet ökar brukar det speglas i stigande kostnader hos företagen. Kostnaderna för arbetskraft har också ökat, men det är inte i första hand löneökningar som drivit på utvecklingen. I jämförelse med tidigare perioder med motsvarande konjunkturläge har löneökningarna varit oväntat måttliga.

De stigande kostnaderna förklaras i större utsträckning av den svaga utvecklingen av produktiviteten, det vill säga produktionen per arbetad timme. Utvecklingen var svag både 2017 och 2018 och även svagare än vad Riksbanken bedömt. Trots de relativt måttliga löneökningarna har kostnaderna för det arbete som lagts ned på produktionen i företagen ändå ökat. Ökningstakten i arbetskostnaden per producerad enhet, differensen mellan ökningen i de totala lönekostnaderna och ökningen i produktiviteten, har varit högre än vad Riksbanken bedömt (se diagram 3:9).¹²

Inga stora skillnader mellan Riksbankens och andra bedömares prognoser de senaste åren

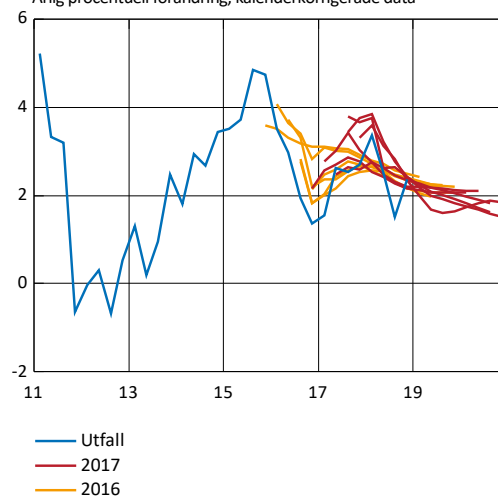
I en utvärdering av penningpolitiken finns det anledning att jämföra Riksbankens prognoser med andra bedömares eftersom det kan ge en indikation om hur rimliga Riksbankens prognoser var i realtid. Skiljde sig Riksbankens prognoser väsentligt från de som andra bedömare gjorde, och i så fall varför? Eller resonerade alla bedömare på i stort sett samma sätt? Riksbanken publicerar varje år en utförlig utvärdering av Riksbankens prognoser jämförda med andra bedömares. För prognoserna som gjordes 2016 och 2017 är slutsatserna i korthet att Riksbanken lyckades jämförelsevis bra med prognoserna för inflationen 2018. Generellt var det dock relativt små skillnader mellan olika prognosmakare. Detta beskrivs närmare i "Utvärdering av Riksbankens prognoser", Riksbanksstudier, mars 2019 och motsvarande rapport från mars 2018.

Den expansiva penningpolitiken 2016–2017 hade avsedd effekt

Under 2016 och 2017 fortsatte Riksbankens mycket expansiva penningpolitik för att säkra förtroendet för inflationsmålet

Diagram 3:7. BNP, utfall och prognoser

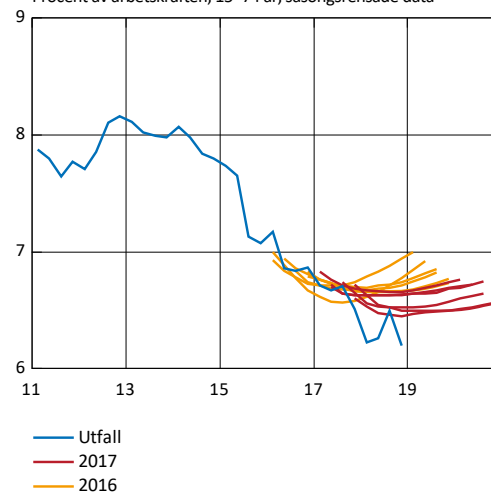
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2016 och 2017.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:8. Arbetslöshet, utfall och prognoser

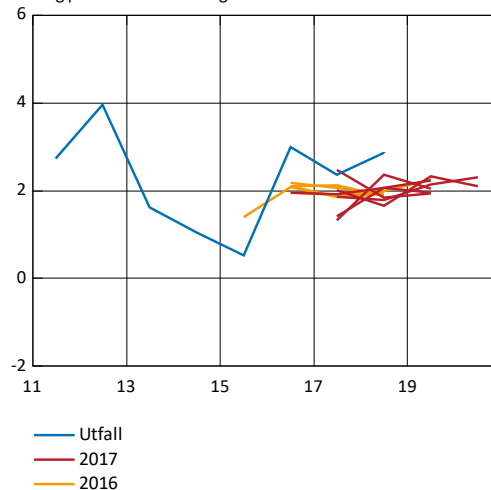
Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2016 och 2017.
Källor: SCB och Riksbanken

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

Årlig procentuell förändring



Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2016 och 2017.
Källor: SCB och Riksbanken

¹² Även i detta fall beror dock en del av prognosfelen på senare revideringar av nationalräkenskaperna.

och stabilisera inflationen kring 2 procent. Politiken hade avsedd effekt i den meningen att den bidrog till en fortsatt stark konjunktur som också satte avtryck i prisutvecklingen. Inflationen var under 2017 tillbaka på målet och höll sig kvar där under 2018, även om det fanns frågetecken om styrkan i den underliggande inflationen. Inflationsförväntningarna på lång sikt låg också kring 2 procent.

Från 2016 har såväl konjunkturen i stort som inflationen utvecklats i linje med Riksbankens prognoser och reporäntan har följt Riksbankens prognoser relativt nära sedan slutet av 2016 och framåt.

FÖRDJUPNING – Kronans betydelse för inflationen

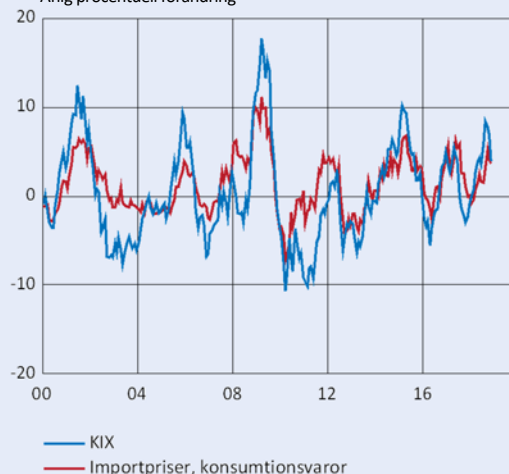
Förändringar i kronkursen kan påverka både inflationen och realekonomin. För en centralbank med inflationsmål, som Riksbanken, är effekterna på inflationen särskilt viktiga att följa. I denna fördjupning beskrivs hur förändringar i kronkursen påverkar inflationen i Sverige. Sambandet mellan växelkursen och inflationen är mer komplicerat än vad man kan få intryck av vid en första anblick. Under 2018 bedöms kronan ha varit på en svagare nivå än vad som är långsiktigt normalt. Riksbankens analys tyder på att detta har bidragit till att inflationen i Sverige hållit sig kring målet på 2 procent. Eftersom inflationsmålet är kombinerat med en rörlig växelkurs har Riksbanken inget mål för den svenska kronkursens utveckling. Men penningpolitiken kan bidra till att föra inflationen mot målet bland annat genom effekterna på växelkursen. Det är därför av stor betydelse för Riksbanken att följa och analysera utvecklingen av den svenska kronan.

Kronkursen har ett tydligt samband med importpriser för svenska företag...

Det mest *direkta* sättet som förändringar i kronans kurs påverkar den svenska inflationen på är via priset på importerade produkter för svenska företag i *producentledet* eller "vid gränsen".

Priser förändras i allmänhet inte kontinuerligt utan är trögrörliga. Hur starkt det omedelbara sambandet är mellan växelkursen och importpriser i svenska företag kan bland annat bero på om det importerande företaget har ett kontrakterat pris i utländsk valuta eller i kronor. Om priset är kontrakterat i utländsk valuta medför en förändring i kronkursen omedelbart en förändring i importpriset i kronor.¹³ Mycket tyder på att export från stora länder och valutaområden i hög grad prissätts i exportörens valuta.¹⁴ Att en stor del av Sveriges utrikeshandel sker med euroområdet och USA skulle därför kunna indikera att en betydande andel av importen till svenska företag är prissatt i utländsk valuta. Diagram 3:10 visar förändringen av kronans växelkurskurs tillsammans med förändringen i importpriserna på svenska konsumtionsvaror i producentledet.¹⁵ Vi ser att det finns ett mycket starkt samband, även om det inte är hundra procentigt.

Diagram 3:10. Nominell växelkurs och importpriser i producentledet
Årlig procentuell förändring



Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt av kronans växelkurs mot valutor i de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

... men ett svagare samband med de samlade konsumentpriserna

Flera omständigheter gör att växelkursen har ett svagare samband med de samlade konsumentpriserna än med importpriserna "vid gränsen".

De företag som importerar produkter och säljer dem vidare till svenska konsumenter står inför ett val då inköpspriset på importen förändras: att förändra priset till konsumenterna för att kompensera för det förändrade inköpspriset, att justera marginalerna och behålla priset till konsu-

¹³ Att priset på exportprodukter prissätts i det exporterande landets valuta brukar benämnas producer currency pricing, PCP. Att exportören istället sätter priset i det mottagande landets valuta brukar benämnas local currency pricing, LCP. För forskningsstudier av hur valet av prissättningsvaluta påverkar växelkursens effekt på importpriser, se exempelvis M. Flodén och F. Wilander, "State dependent pricing, invoicing currency, and exchange rate pass-through", *Journal of International Economics*, s. 178–196, 2006 samt G. Gopinath, O. Itskhoki, och R. Rigobon, "Currency choice and exchange rate pass-through", *American Economic Review*, s. 304–336, 2010.

¹⁴ Exempelvis indikerar en studie att 97 procent av exporten från USA prissätts i dollar. Se G. Gopinath, O. Itskhoki, och R. Rigobon, "Currency choice and exchange rate pass-through", *American Economic Review*, s. 304–336, 2010. En studie av svenska företag visar tvärtom att svensk export huvudsakligen prissätts i utländsk valuta, se R. Friberg och F. Wilander, "The currency denomination of exports – A questionnaire study", *Journal of International Economics*, s. 54–69, 2008.

¹⁵ Totalt lämnas cirka 60 procent av importprisuppgifterna till SCB i utländsk valuta. Dessa priser räknas då om till svenska kronor med aktuell växelkurs.

ment oförändrat eller någon kombination av dessa alternativ. Som nämndes tidigare är priser i allmänhet trögrörliga, och det gäller även priser mot svenska konsumenter.¹⁶ Det hänger samman med olika kostnader förknippade med att ändra priser, som kan reflektera risken att förlora långsiktiga kundrelationer eller arbetet med att distribuera ny information om förändrade priser. Om förändringen i växelkursen kan antas vara *tillfällig* är företagen antagligen mindre benägna att föra vidare kostnadsförändringen till konsumenterna än om växelkursförändringen bedöms vara *varaktig*.

Hur benägna företagen är att föra vidare kostnadsförändringar för importerade varor till konsumentpriserna påverkas av en rad *inhemska faktorer*. Det svenska *konjunkturläget* är en sådan faktor. I en högkonjunktur då efterfrågan är stark är det generellt sett lättare att höja priserna till konsument. Även *konkurrensförhållanden* spelar roll. En ökad konkurrens på den svenska marknaden skulle kunna minska benägenheten att föra vidare kostnadsökningar till konsumentpriserna. Ett företag kan exempelvis uppleva att ett pris som överstiger konkurrenternas kan leda till förlorade marknadsandelar.¹⁷ Ofta brukar man tala om företagets *prispåslag*, som visar priserna i förhållande till kostnaderna. Högre konkurrens tenderar att sänka prispåslagen, medan en stark konjunktur tenderar att öka dem. Ett ytterligare exempel på inhemska faktorer som kan påverka priser på importvaror mot konsumenter är kostnader för transporter i Sverige.

Så här långt har vi diskuterat effekterna på importerade varor mellan producent- och konsumentled. En uppenbar omständighet som försvagar sambandet mellan importpriser vid gränsen och de samlade konsumentpriserna är att importerade produkter bara utgör en del av den totala KPI-korgen. Även om det är vanskligt att urskilja importerade produkter från inhemskt producerade, kan man förenklat tänka på KPI-korgen i termer av varor och tjänster. *Varorna* utgörs till stor del av *importerade produkter* medan *tjänsterna* i större utsträckning avspeglar *inhemska förhållanden*.¹⁸ I KPI-korgen utgör varor inklusive livsmedel respektive tjänster ungefär 45 procent vardera.¹⁹

Växelkursen påverkar även inflationen via indirekta effekter

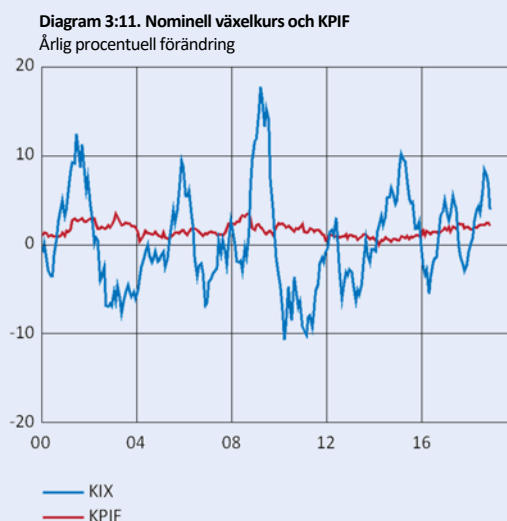
Förändringar av växelkursen påverkar inte bara inflationen via effekterna på importpriserna, utan kan också påverka

inflationen på mer *indirekta* sätt. Exempelvis kan en försvagning av växelkursen också öka efterfrågan på svensk export i utlandet och driva upp produktionen i Sverige. Detta kan i sin tur, via ett högre resursutnyttjande, leda till bland annat stigande löner och i förlängningen högre konsumentpriser i Sverige.²⁰

Just effekten på svensk export av en förändrad kronkurs kan dock ha försvagats av en ökad förekomst av så kallade *globala värdekedjor*. Ett exempel är ett svenskt exportföretag som använder importerade insatsvaror från andra länder. Om kronan exempelvis försvagas skulle det inte bara bidra till att göra företagets export billigare i utlandet utan även till att göra importen av insatsvarorna dyrare.²¹

Svårt att observera sambandet mellan växelkursen och inflationen

Eftersom den samlade inflationen i Sverige påverkas av många faktorer utöver växelkursen är det svårt att observera sambandet mellan växelkursen och inflationen i data (se diagram 3:11).



Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt av kronans växelkurs mot valutor i de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

En ytterligare anledning till svårigheterna att observera sambandet har att göra med *orsakerna* till att växelkursen förändras.²² Att kronan försvagas kan exempelvis avspegla att investerare söker sig till andra valutor på grund av *försämrade konjunktur- och inflationsutsikter i Sverige*. Då skulle vi kunna observera att kronan blir svagare samtli-

¹⁶ Se M. Apel, R. Friberg och K. Hallsten, "Prissättningsbeteendet i svenska företag", *Penning- och valutapolitik* 2004: 4, Sveriges riksbank.

¹⁷ Se M. Jonsson, "Ökad konkurrens och inflation", *Penning- och valutapolitik* 2007:2, Sveriges riksbank.

¹⁸ Också tjänstepriser påverkas i viss utsträckning av växelkursen. En anledning är att exempelvis importerade insatsvaror, som påverkas av växelkursförändringar, används i tjänsteproduktionen.

¹⁹ Resterande poster utgörs av energi och kapitalkostnader för boende.

²⁰ Se fördjupningen "Växelkursens genomslag på inflationen", i *Penningpolitisk rapport*, december 2016, Sveriges riksbank.

²¹ Se E. Frohm, "Hur påverkar globala värdekedjor kronkursens effekter på exporten?", *Ekonomiska kommentarer* nr. 9, 2018, Sveriges riksbank.

²² Se fördjupningen "Växelkursen och inflationen" i *Penningpolitisk rapport*, april 2018, Sveriges riksbank samt V. Corbo och P. Di Casola, "Conditional exchange rate pass-through: evidence from Sweden", Sveriges Riksbank Working Paper Series No. 352, 2018.

digt som inflationen sjunker. Det beror på att de höjda importkostnaderna "vid gränsen" motverkas av flera inhemska faktorer som avspeglar att konjunkturen försämrats och gör att det är mindre sannolikt att företag för vidare kostnadsökningar för importerade produkter mot konsument.

Men om växelkursen försvagas på grund av faktorer i omvärlden kan sannolikheten vara större att en försvagning av växelkursen hänger samman med att inflationen stiger i Sverige, eftersom försvagningen av kronan inte motverkas av inhemska faktorer.

En mer expansiv penningpolitik i Sverige bidrar till en svagare kronkurs, eftersom det blir mindre attraktivt att placera i svenska räntebärande tillgångar jämfört med motsvarande tillgångar i omvärlden. Men den bidrar också till en starkare konjunktur genom att bland annat stimulera hushållens konsumtion. Den starkare inhemska konjunkturen underlättar i sin tur för företagen att föra vidare kostnadsökningar från höjda importpriser och bidrar dessutom till stigande löner och att tjänstepriserna ökar snabbare. Vi borde alltså förvänta oss att en kronförsvagning som är ett resultat av en mer expansiv penningpolitik hänger samman med stigande inflation, eftersom effekterna på inflationen av försvagningen av kronan förstärks av inhemska faktorer. Men en mer expansiv penningpolitik kan i sin tur vara en reaktion på försämrade konjunktur- och inflationsutsikter i Sverige, vilket illustrerar svårigheterna med att dra slutsatser bara av observerade data.

Det framgår av diagram 3:10 och 3:11 att kronkursen sett över en längre period *omväxlande försvagats och förstärkts* och därmed *temporärt bidragit till både högre och lägre inflation*.

Svag krona under 2018...

Under 2018 har kronan varit på en svag nivå jämfört med åren dessförinnan (se diagram 3:12).

Riksbankens bedömning är att kronan under 2018 även har varit svagare än sin långsiktiga nivå.²³ Detta förklaras av att tillfälliga faktorer har försvagat kronan under en period. Att kronan försvagades i inledningen av 2018 berodde huvudsakligen på en kombination av förväntningar om en mer expansiv penningpolitik i Sverige och en ökad oro på de internationella finansiella marknaderna.²⁴

Diagram 3:12. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX Index, 1992-11-18 = 100



Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt av kronans växelkurs mot valutor i de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Under resten av året var kronkursen kvar på ungefär samma nivå även om den varierade en del. Liksom i inledningen av året var de två huvudsakliga faktorer som påverkade kronan: graden av oro på de internationella finansiella marknaderna och förväntningarna kring den svenska penningpolitiken.

... vilket har bidragit till högre inflation i Sverige

Som vi såg tidigare är det svårt att dra slutsatser kring växelkursens effekt på inflationen genom att endast observera data. Man måste därför på något sätt försöka isolera växelkursens effekter på inflationen från de andra faktorerna som har betydelse. Detta kan göras med hjälp av en analys i Riksbankens makroekonomiska modell, Ramses. Sådana modellskattningar indikerar att den svaga kronan har bidragit till att inflationen legat kring 2 procent under 2018.²⁵

Men en sådan analys visar också att låga prispåslag kan ha bidragit till att inflationen 2018 inte blev ännu högre. Detta kan avspegla en lägre benägenhet än normalt att föra kostnadsökningar från exempelvis importerade produkter vidare mot konsumenterna. Men denna dämpande effekt på inflationen är betydligt mindre än under 2014–2015, vilket kan vara en avspegling av den förbättrade konjunkturen sedan dess. Att konjunkturutvecklingen haft betydelse för företagens möjligheter att föra vidare kostnadsökningar till konsumentpriserna stämmer också väl överens med Riksbankens tidigare analyser.²⁶

²³ Denna bedömning grundar sig på den reala växelkursen, som visar den nominella växelkursen justerad för skillnaden i prisnivåer mellan Sverige och omvärlden. Det finns stöd för att reala växelkurser över tiden har en tendens att röra sig mot en jämviktsnivå. Om dagens nivå på den reala växelkursen är svagare än jämviktsnivån förväntas kronan stärkas, och tvärtom. Se "Kronans utveckling på sikt", fördjupning i Penningpolitisk rapport, oktober 2018.

²⁴ Se fördjupningen "Växelkursen och inflationen" i Penningpolitisk rapport, april 2018.

²⁵ Se "Utvärdering av Riksbankens prognoser", Riksbanksstudier mars 2019, Sveriges riksbank.

²⁶ Se exempelvis fördjupningen "Kostnadsutvecklingen och inflationen" i Redogörelse för penningpolitiken 2013, Sveriges riksbank, M. Apel, E. Frohm, J. Hokkanen, C. Nyman och S. Palmqvist, "Resultat från en enkät om företagens prissättning", *Ekonomiska kommentarer* nr. 4, 2014, Sveriges riksbank samt fördjupningen "Förklaringar till den stigande inflationen" i Redogörelse för Penningpolitiken 2017, Sveriges riksbank.

Riksbanken har inget mål för växelkursen, men den är en viktig beståndsdel i inflationsbedömningen

Sedan 1993 har Sverige rörlig växelkurs i kombination med ett inflationsmål.²⁷ Riksbanken har alltså inget mål för den svenska kronkursen, vare sig beträffande nivån eller utvecklingen. Som vi har sett är utvecklingen av kronan betydelsefull för utvecklingen av inflationen. Det är därför viktigt att göra en bedömning av den framtida kronkursen i samband med att prognoserna för inflationen tas fram. Riksbanken behöver också ha en uppfattning om vilken penningpolitik som krävs för att föra inflationen mot målet i en lämplig takt. Penningpolitiken kan bidra till att föra inflationen mot målet bland annat genom effekterna på växelkursen. Det är därför av stor betydelse för Riksbanken att följa och analysera utvecklingen av den svenska kronan.

²⁷Den fasta växelkursen övergavs den 19 november 1992. Inflationsmålet infördes den 15 januari 1993, med avsikt att gälla från och med 1995.

KAPITEL 4 – Viktiga penningpolitiska frågor: perspektiv på den expansiva penningpolitiken

Riksbankens penningpolitik har de senaste åren varit inriktad på att stabilisera inflationen kring 2 procent och säkra förtroendet för inflationsmålet. Politiken har inbegripit historiskt sett unika åtgärder: reporäntan har sänkts under noll och Riksbanken har köpt stora mängder statsobligationer. En summering av de senaste årens politik indikerar att de nya och oprövade åtgärderna bidragit till att inflationen har stigit trendmässigt och till att den under 2017 kom tillbaka till målet. De negativa sidoeffekterna av politiken förefaller samtidigt ha varit begränsade. Eftersom politiken varit ovanlig är det naturligt att den har debatterats. Argument har framförts för en mindre expansiv politik och en högre reporänta. Riksbankens bedömning är dock att den politik som bedrivits har varit nödvändig för att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet, vilket är en förutsättning för en gynnsam ekonomisk utveckling.

En expansiv penningpolitik under lång tid

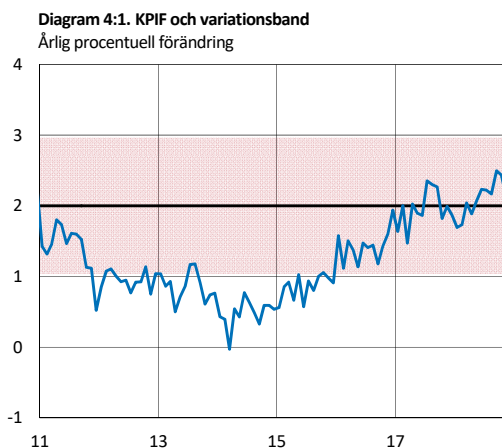
Riksbanken har under ett antal år bedrivit en mycket expansiv penningpolitik med åtgärder som i ett historiskt perspektiv varit unika. Reporäntan har sänkts under noll och Riksbanken har köpt statsobligationer i stor skala för att få ytterligare en press nedåt på marknadsräntorna för att därigenom stimulera ekonomin och stabilisera inflationen och inflationsförväntningarna kring inflationsmålet.

I detta kapitel summerar vi politiken och går igenom kunskapsläget när det gäller effekterna av den negativa reporäntan och obligationsköpen. Vi diskuterar också olika sidoeffekter av politiken, det vill säga effekter som uppstått till följd av den politik som bedrivits men som inte avspeglas i Riksbankens målvariabler – inflationen samt produktionen och sysselsättningen. Eftersom dessutom själva inriktningen på penningpolitiken har diskuterats utifrån olika utgångspunkter finns det även skäl att ta upp den debatt som förts kring penningpolitiken.

En expansiv penningpolitik för att säkra förtroendet för inflationsmålet

För att sätta in den expansiva politiken i sitt sammanhang kan det vara bra att börja med en tillbakablick.

Under 2011 sjönk KPIF-inflationen ned till en nivå kring 1 procent och höll sig sedan på denna låga nivå tills den föll ytterligare i början på 2014 (se diagram 4:1). Vid den tidpunkten fanns det tecken på att aktörer i ekonomin började ifrågasätta om Riksbanken skulle kunna uppnå en inflation på 2 procent. Bland annat sjönk medelvärdet av de långsiktiga inflationsförväntningarna bland ekonomiska aktörer allt längre under målet (se diagram 1:3). Det snabba fallet i medianen av penningmarknadsaktörernas inflationsförväntningar, som länge varit exakt på målet, illustrerar på ett tydligt sätt förändringen och allvaret i situationen under 2014 (se diagram 4:2). Inflationen



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

Källor: SCB och Riksbanken

hade då varit lägre än 2 procent under lång tid och i den allmänna debatten började Riksbankens möjligheter att få inflationen tillbaka till målet ifrågasättas. Penningpolitiken under 2014 och 2015 fokuserade därför allt mer på att föra inflationen och inflationsförväntningarna tillbaka till 2 procent.

Riksbanken har också behövt väga in att många andra centralbanker under perioden har fört en mycket expansiv penningpolitik. Det gäller inte minst politiken som ECB bedrivit 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 få upp inflationen och förankra förväntningarna.

För att beskriva vilka problem som då skulle kunna uppstå finns det skäl att påminna om det grundläggande syftet med ett inflationsmål.

Syftet med inflationsmålet

Ett trovärdigt inflationsmål utgör ett ankare i ekonomin...

Syftet med ett inflationsmål är att det ska fungera som ett riktmärke för pris- och lönebildningen i ekonomin – att det ska utgöra vad som brukar kallas ett nominellt ankare. När inflationen varierar mindre och ekonomins aktörer har en gemensam bild av hur priserna kommer att utvecklas i framtiden blir det lättare att planera långsiktigt. Det förbättrar i sin tur möjligheterna till en gynnsam ekonomisk utveckling. En förutsättning för att detta ska fungera är att det finns ett förtroende för målet.

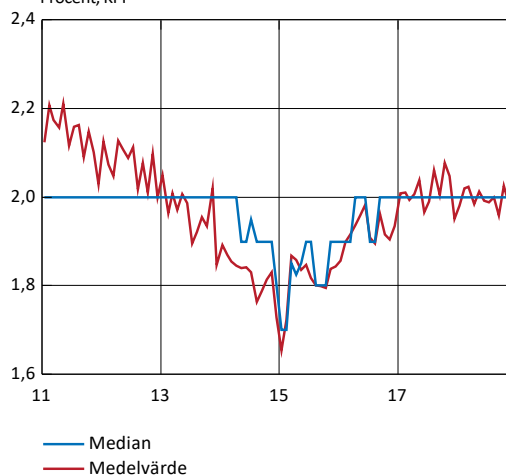
... och minskar de ekonomiska variationerna

Ett trovärdigt inflationsmål kan dessutom göra så att inte bara inflationen varierar mindre, utan även produktionen och sysselsättningen.

Anta att vi av någon anledning får ett bortfall i efterfrågan. Om det inte finns förtroende för inflationsmålet kan inflationsförväntningarna även på lite längre sikt falla, det vill säga ekonomins aktörer förväntar sig inte att inflationen ens om ett antal år kommer att vara tillbaka på målet. Därmed ökar realräntan, det vill säga räntan korrigerad för inflationsförväntningarna, vid oförändrad nominell ränta. Den högre realräntan förstärker effekten av den ursprungliga bortfallet i efterfrågan och försvagar ekonomin ännu mer. Centralbanken behöver då sänka styrräntan kraftigt för att realräntan inte ska bli för hög. Med dåligt förankrade förväntningar blir därför penningpolitiken mer volatil, och förmodligen inte lika effektiv.

På motsvarande sätt kan en positiv förändring i efterfrågan göra att inflationen och inflationsförväntningarna stiger.

Diagram 4.2. Inflationsförväntningar 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: Kantar Sifo Prospera

Det sänker realräntan och bidrar till att öka efterfrågan ytterligare. Ekonomin löper då risken att överhettas.

När förtroendet för inflationsmålet är svagt och inflationsförväntningarna inte är väl förankrade blir resultatet alltså större svängningar i ekonomin. Det var en sådan utveckling vi hade i Sverige under 1970- och 1980-talen då den fasta växelkursen inte fungerade som ett tillräckligt starkt nominellt ankare. Lönebildningen fungerade dåligt och priser och löner ökade systematiskt snabbare än i omvärlden, vilket resulterade i upprepade kostnadskriser och devalveringar.

Ett mål på 2 procent underlättar en anpassning av relativlöner...

Det finns också goda skäl till att målet är 2 procent och inte lägre. Ett skäl är att lönebildningens förutsättningar att effektivt fördela resurserna i ekonomin kan försämrats när den genomsnittliga inflationen är alltför låg. Anledningen är att det i praktiken har visat sig svårt att sänka nominella löner. Om inflationen är låg och de nominella lönerna inte kan sänkas blir det svårt att anpassa reallönerna mellan olika yrken, företag och branscher. I förlängningen kan detta medföra både högre arbetslöshet och en sämre produktivitet utveckling i ekonomin. Med en viss underliggande inflation mildras dessa problem.

... och gör det lättare för penningpolitiken att motverka lågkonjunkturer

En annan fördel med ett mål på 2 procent, som varit särskilt tydlig under senare år, är att en mycket låg genomsnittlig inflation skulle göra det svårare för penningpolitiken att motverka lågkonjunkturer. Om inflationen i genomsnitt är mycket låg kommer även den nominella räntan i genomsnitt att bli mycket låg. Ju lägre räntan är i ett normalläge, desto mindre utrymme finns det att sänka den innan den når sin nedre gräns. Det blir därmed svårare att motverka framtida lågkonjunkturer med hjälp av räntesänkningar. Med en lägre genomsnittlig inflation än 2 procent blir det också svårare att åstadkomma en tillräckligt låg *real* ränta.

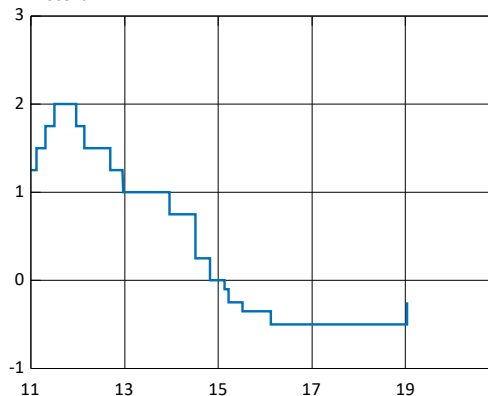
Det finns en internationell diskussion om huruvida ett mål på 2 procent, som de flesta utvecklade länder har idag, ger tillräckligt utrymme att bedriva en så expansiv penningpolitik som man ibland behöver göra. Med ett lägre mål skulle det utrymmet bli ännu mindre.

Effekter av den negativa räntan och obligationsköpen

En ny och oprövad penningpolitisk miljö

Diagram 4:3 visar hur Riksbankens reporänta utvecklades under perioden, hur den sänktes till strax under noll i februari 2015 och strax därefter till -0,25 procent vid ett extrainsatt

Diagram 4:3. Reporänta
Procent



Källa: Riksbanken

möte i mars. När det gäller köpen av statsobligationer illustrerar diagram 4:4 Riksbankens innehav från 2015 och framåt. Liksom för minusräntan var starten försiktig med två inledande köp på 10 och 30 miljarder i februari respektive mars 2015.²⁸ Det var en medveten strategi från Riksbankens sida som speglade att man rörde sig i en ny och oprövad penningpolitisk miljö. Riksbanken ville gå försiktigt fram och utvärdera effekterna innan man gick vidare.

Då minusräntan infördes förväntade sig Riksbanken att genomslaget på ekonomin via vissa kanaler i princip skulle bli detsamma som en räntesänkning har i normala fall, till exempel effekterna på ekonomin via växelkursen. Däremot kunde effekten via bankräntorna bli mindre än normalt. Om bankerna inte ville införa minusränta på inlåningen skulle de sannolikt inte heller sänka utlåningsräntorna lika mycket. Det fanns därför skäl att förvänta sig ett något svagare genomslag av penningpolitiken än normalt.²⁹

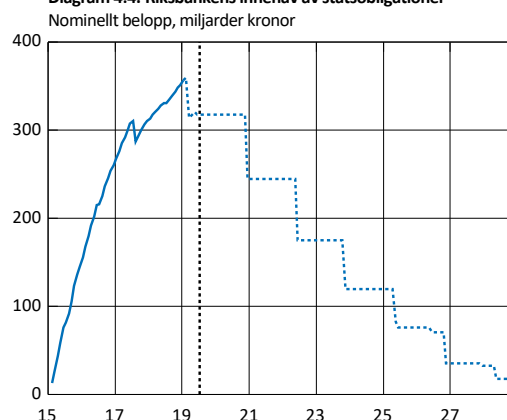
Obligationsköpens effekter på ekonomin var mer osäkra. Det fanns äldre erfarenheter att lära av, men under decennierna som föregick finanskrisen hade obligationsköp sällan använts som ett penningpolitiskt verktyg. Efter finanskrisen hade dock vissa centralbanker med framgång använt obligationsköp som ett komplement till att sänka sina styrräntor. Syftet med köpen var att sänka det allmänna ränteläget i ekonomin ytterligare, bland annat genom att investerare balanserar om sina portföljer då tillgången till statsobligationer minskar. Som ett resultat ökar då efterfrågan på andra tillgångar, vilket i sin tur gör att priserna på dessa tillgångar ökar samtidigt som räntorna faller.³⁰

Sänkningarna av reporäntan har haft genomslag på marknadsräntorna och växelkursen

Om man studerar hur marknadsräntorna har utvecklats de senaste åren med minusränta är det uppenbart att de följt reporäntan.³¹ Såväl korta interbankräntor som statsobligationsräntor har följt reporäntan ned i takt med sänkningarna och de ligger nu på ungefär samma nivå som reporäntan (se diagram 4:5).

Att reporäntan sänkts under noll innebär i praktiken att bankerna betalar ränta för att hålla pengar hos Riksbanken. Även bankernas lån sinsemellan görs till minusränta sedan ett par år och eftersom räntan på statsobligationer för korta och medellånga löptider är under noll kan staten låna till minusränta – staten får alltså betalt för att låna. Även banker och

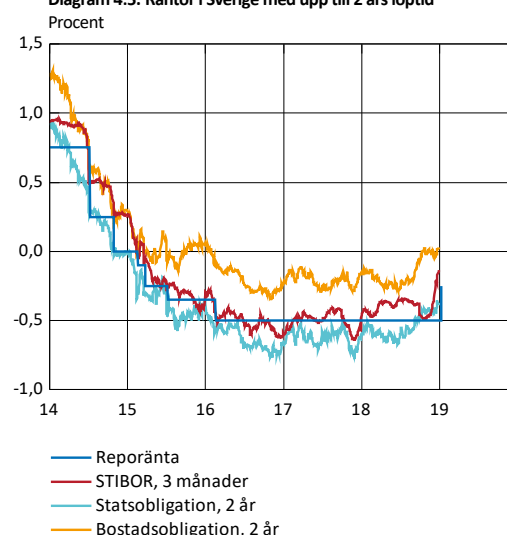
Diagram 4:4. Riksbankens innehav av statsobligationer



Anm. Avser Riksbankens prognos i december 2018. Prognos 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

Diagram 4:5. Räntor i Sverige med upp till 2 års löptid



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

Källa: Riksbanken

²⁸ Detaljer om Riksbankens obligationsköp från 2015 och framåt finns bland annat i fördjupningen "Den negativa reporäntan och kompletterande penningpolitiska åtgärder" i Redogörelse för penningpolitiken 2017. Se också fördjupningen "Riksbankens strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken" i Penningpolitisk rapport december 2017.

²⁹ Se fördjupningen "Riksbankens kompletterande penningpolitiska åtgärder" i Penningpolitisk rapport februari 2015.

³⁰ För mer detaljer om hur obligationsköpen påverkar ränteläget i ekonomin, se J. Alsterlind, H. Erikson, M. Sandström och D. Vestin, "Hur kan köp av statsobligationer göra penningpolitiken mer expansiv?", *Ekonomiska kommentarer*, nr 12, 2015, Sveriges riksbank.

³¹ Riksbanken har löpande rapporterat om genomslaget av penningpolitiken. Se fördjupningarna "Perspektiv på den negativa reporäntan", Penningpolitisk rapport juli 2016, "Penningpolitikens effekter på finansiella variabler", Penningpolitisk rapport april 2017, "Effekterna av Riksbankens penningpolitik 2015–2016", Redogörelse för penningpolitiken 2016 och "Den negativa räntan och kompletterande penningpolitiska åtgärder", Redogörelse för penningpolitiken 2017.

vissa större företag och kommuner kan finansiera sig kortfristigt till minusränta. Generellt har de sjunkande räntorna på kapitalmarknaderna inneburit att icke-finansiella företags kostnader för finansiering via obligationer och certifikat har blivit billigare (banklån utgör dock fortfarande den övervägande delen av finansieringen).

En mer expansiv penningpolitik i Sverige bidrar till en svagare kronkurs genom att det blir mindre attraktivt att placera i svenska räntebärande tillgångar jämfört med motsvarande tillgångar i omvärlden. Eftersom marknadsräntorna har följt reporäntan sedan den sänktes under noll har därför penningpolitikens genomslag på växelkursen fungerat ungefär som normalt.

Bankerna har hållit inlåningsräntorna nära noll

Reporäntans genomslag till räntorna på inlåning i bankerna har varit mindre än normalt. Men det var alltså något som Riksbanken hade räknat med skulle kunna bli fallet. Bankerna har valt att inte införa minusränta på inlåningen för de flesta av sina kunder. I stället har de genomsnittliga inlåningsräntorna till hushåll och företag varit i stort sett oförändrade sedan mitten av 2015 och legat nära noll (se diagram 4:6).³²

Utlåningsräntorna har följt reporäntan, men med viss eftersläpning

Bankernas kostnader för finansiering via inlåningen har således inte sjunkit i samma utsträckning som kostnaderna för marknadsfinansieringen. Sammantaget har det ändå funnits ett utrymme att sänka räntorna på utlåningen. För att analysera om bankerna har utnyttjat det utrymme behöver man studera räntor på de lån som bankerna faktiskt har beviljat snarare än deras så kallade listräntor. Skälet är att listräntorna avser hypotetiska lån där räntan inte nödvändigtvis sammanfaller med de lån som sedan faktiskt beviljas.

Det visar sig vid en närmare studie att bankernas utlåningsräntor med tre månaders bindningstid – de rörliga bolåneräntorna – har följt sänkningarna av reporäntan, om än med ett mindre tydligt genomslag än på marknadsräntorna.³³ Utlåningsräntorna föll inte alltid direkt i anslutning till att reporäntan sänktes, framför allt inte vid sänkningarna i mitten av 2015 och i början av 2016. Men med tiden har utlåningsräntorna fallit i mer eller mindre samma omfattning som reporäntan även efter dessa sänkningar (se diagram 4:7). Det är svårt att säga exakt vad eftersläpningen berodde på. En hypotes är att räntorna inledningsvis hölls uppe, men att de sedan har pressats ned i takt med att nya aktörer har tillkommit på bolånemarknaden och konkurrensen har hårdnat. Men det kan också finnas andra förklaringar som snarare är kopplade

Diagram 4:6. Reporänta samt genomsnittlig inlåningsränta för hushåll och företag, nya avtal
Procent

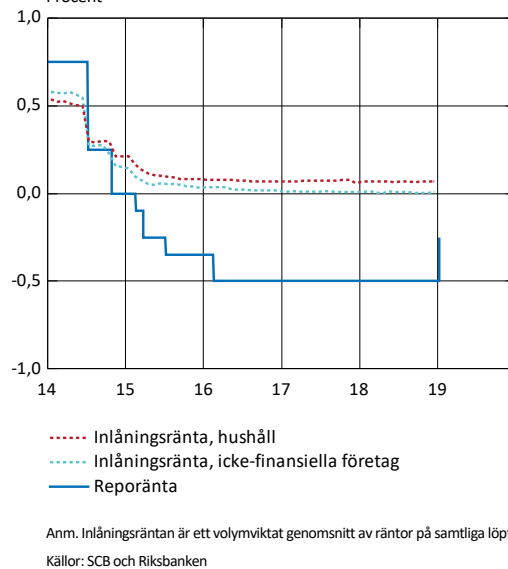
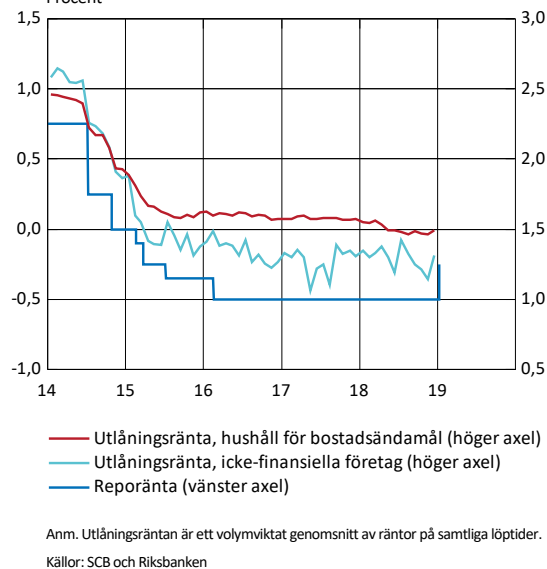


Diagram 4:7. Reporänta samt genomsnittlig utlåningsränta för hushåll och företag, nya avtal
Procent



³² Inlåningsräntor till finansiella företag, större icke-finansiella företag och vissa kommuner och landsting har dock fallit i takt med reporäntan. Även avgifter har stigit, vilket minskar den totala avkastningen på banktillgodohavanden.

³³ Det är naturligt att fokusera på dessa räntor eftersom majoriteten av nya bostadslån tas just till rörlig ränta. Det är också de räntor som i hög grad borde påverkas av förändringar av reporäntan. Räntor med längre bindningstider påverkas av mycket annat och bör i större utsträckning spegla förväntningar om reporäntan i framtiden. För mer detaljer, se H. Erikson och D. Vestin, "Pass-through at Mildly Negative Policy Rates: The Swedish Case", Staff Memo januari 2019, Sveriges riksbank.

till förändringar av regleringar, till exempel amorteringskravet, än till sänkningarna av reporäntan i sig.

Riksbankens köp av statsobligationer har också haft genomslag på ränteläget

Förutom sänkningarna av reporäntan har Riksbankens köp av statsobligationer varit en viktig del av den expansiva penningpolitiken. Köpen startade 2015 och har därefter utökats successivt till ett innehav av drygt 350 miljarder kronor i nominellt belopp (se diagram 4:4). Inga nya nettoköp av statsobligationer har skett sedan 2017, men innehavet har inte minskat eftersom Riksbanken löpande har återinvesterat förfall och kupongbetalningar i obligationsportföljen för att inte penningpolitiken gradvis ska bli mindre expansiv.

Ett vanligt angreppssätt i studier som försöker uppskatta genomslaget av obligationsköp är att analysera de effekter på finansiella tillgångar som uppstår direkt då centralbanken annonserar ett nytt beslut 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. En vanlig slutsats i de studier som analyserar effekterna av obligationsköpen av de större centralbankerna är att de har fungerat ungefär som förväntat.³⁴

Studier visar att den typen av annonseringseffekter funnits även för Riksbankens obligationsköp och att storleken på effekterna är i linje med de effekter som observerats i andra länder.³⁵ Obligationsköpen har bidragit till att svenska räntor varit lägre än vad de annars skulle ha varit, vilket också har minskat skillnaderna mellan svenska räntor och räntorna i omvärlden. Även om det generellt är svårt att separera effekterna indikerar resultaten också att obligationsköpen kompletterat sänkningarna av reporäntan.

En faktor bakom Riksbankens beslut att börja köpa statsobligationer 2015 var att Riksbanken ville undvika en alltför snabb förstärkning av kronan i ett läge då inflationen redan varit låg länge. Köpen av statsobligationer har minskat den risken genom att pressa ned svenska räntor på ungefär samma sätt som utländska centralbanker har pressat ned räntor i omvärlden.

Sidoeffekter av den expansiva penningpolitiken

Den långa perioden av låg reporänta – de senaste åren negativ reporänta – kompletterad med stora köp av statsobligationer har inneburit en mycket expansiv och i mångt och mycket oprövad penningpolitisk miljö. Riksbanken analyserar

³⁴ Se till exempel M. Weale och T. Wieladek, "What are the macroeconomic effects of asset purchases?", *Journal of Monetary Economics*, 79, sid 81–93, 2016.

³⁵ 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*, 74, sid 165–186, 2017 och fördjupningen "Penningpolitikens effekter på finansiella variabler" i Penningpolitisk rapport april 2017.

därför kontinuerligt penningpolitikens eventuella sidoeffekter på ekonomin.

Det är dock inte uppenbart vad som bör betraktas som en sidoeffekt. Även om penningpolitiken påverkar andra storheter än penningpolitikens primära målvariabler, inflationen samt produktionen och sysselsättningen, kan dessa effekter vara en naturlig och oundviklig del av penningpolitiken. Vad som utgör en sidoeffekt är därför i hög grad en bedömningsfråga.

I detta avsnitt diskuteras till exempel inte den expansiva penningpolitikens effekter på växelkursen. Att växelkursen är svag när penningpolitiken är expansiv är en av de vanliga kanaler genom vilken politiken verkar. Kronans försvagning har dock debatterats flitigt under året och tas därför upp i avsnittet "Den penningpolitiska debatten" nedan.

Hushållens höga skuldsättning oroar

Trots en viss inbromsning 2017–2018 har många tillgångspriser, till exempel aktie- och bostadspriserna, stigit trendmässigt över en längre period (se diagram 4:8 och 4:9). Även om perioden med stigande priser startade redan innan Riksbanken sänkte räntan till en negativ nivå och började köpa statsobligationer har penningpolitiken sannolikt bidragit till prisökningarna. Det finns en risk att en lång period med mycket expansiv penningpolitik kan skapa incitament till alltför stort risktagande i ekonomin där tillgångar blir övervärderade och risker felaktigt prissatta. Som ett resultat kan olika aktörers skuldsättning öka på ett sätt som inte är hållbart.

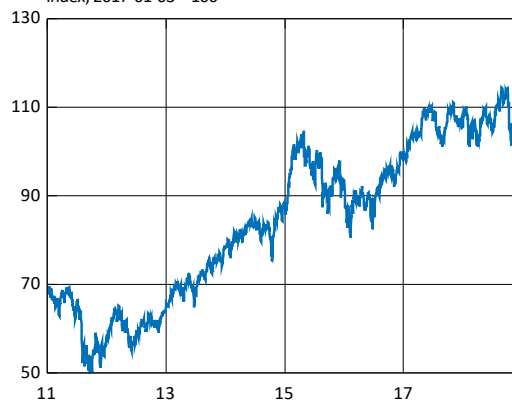
Under en lång tid har uppgången i de svenska hushållens skuldsättning varit en källa till oro (se diagram 4:10). Tillsammans med snabbt stigande bostadspriser har den gjort hushållen känsliga för både prisfall på bostadsmarknaden och stigande räntekostnader. Att skulderna vuxit beror på flera faktorer, bland annat strukturella problem på bostadsmarknaden och den trendmässiga nedgången i realräntorna i omvärlden som en liten öppen ekonomi som den svenska också påverkas av. Men även den expansiva penningpolitiken de senaste åren har bidragit till uppgången.

Riksbankens bedömning är att hushållens höga skuldsättning fortsätter att utgöra den största risken i svensk ekonomi.³⁶ Det är därför angeläget att på olika sätt öka hushållens motståndskraft och begränsa riskerna, framför allt med åtgärder inom bostads- och skattepolitiken.

Delade meningar om hur räntemarknaden fungerar

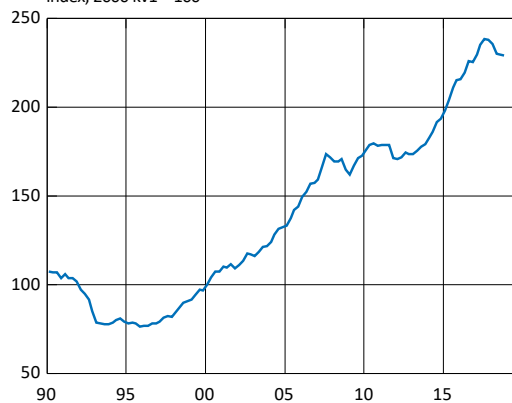
En tänkbar sidoeffekt av minusräntan och Riksbankens stora obligationsköp är en negativ påverkan på hur väl de finansiella marknaderna fungerar. Sedan hösten 2018 har Riksbanken genomfört en enkät bland aktörer aktiva på de svenska ränte- och valutamarknaderna för att bland annat få en samlad bild av aktörernas syn på detta. Hittills har marknaderna kunnat

Diagram 4:8. Börsutveckling, OMXS
Index, 2017-01-03 = 100



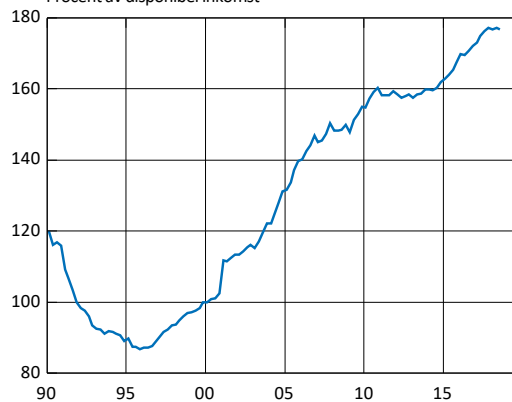
Källa: Macrobond

Diagram 4:9. Reala huspriser
Index, 2000 kv1 = 100



Anm. Reala huspriser avser fastighetsprisindex (småhus) deflaterade med KPIF.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:10. Hushållens skuldkvot
Procent av disponibel inkomst



Anm. Hushållens skuldkvot avser totala skulder som andel av disponibel inkomst.
Källor: SCB och Riksbanken

³⁶ Se Finansiell stabilitetsrapport 2018:2, Sveriges riksbank.

hantera negativ ränta relativt friktionsfritt. Av Riksbankens enkät framgick att de som ansåg att funktionen på räntemarknaden generellt var bra ungefär var lika många som de som tyckte att den var dålig (se diagram 4:11).³⁷

Efterfrågan på kontanter har inte ökat och bankernas lönsamhet är god

Eftersom inlåningsräntor under noll innebär en kostnad för banksparande är det möjligt att minusräntor får hushåll och företag att flytta över sitt banksparande till kontanter istället. Men som illustrerades tidigare har hushållen och de flesta företag hittills inte mött negativa inlåningsräntor. I Sverige är dessutom användningen av kontanter låg jämfört med andra länder och efterfrågan på kontanter har snarare minskat generellt sett (se diagram 4:12).

En utveckling som dock kan kopplas till den låga räntan är att insättningar på skattekonton hos Skatteverket ökade mycket under 2016. Vid denna tidpunkt var räntan på skattekonton positiv samtidigt som räntor på inlåningskonton hade sjunkit till noll, eller för vissa företag strax under noll. I januari 2017 beslutade regeringen att också sänka räntan på skattekonton till noll. Enligt Riksgäldens bedömning har dock de insättningar på skattekonton som kan betraktas som rena kapitalplaceringar fortsatt att öka, om än inte lika snabbt, och var under 2018 drygt 80 miljarder kronor.³⁸ Stora kapitalplaceringar på skattekonton innebär bland annat att statens upplåning blir onödigt dyr.

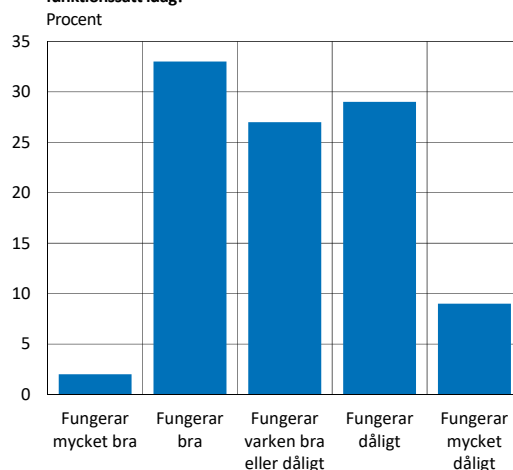
En risk med minusräntor som också har lyfts fram är att de kan minska bankernas lönsamhet, vilket i förlängningen skulle kunna leda till högre snarare än lägre utlåningsräntor och ett mindre utbud av krediter.³⁹ Även om de svenska bankernas lönsamhet har minskat något den senaste tiden har lönsamheten under perioden med minusränta varit hög och stabil generellt sett och bankernas resultat och utlåningskapacitet har inte påverkats nämnvärt (se diagram 4:13).

Fördelningseffekter av den expansiva penningpolitiken via en stigande sysselsättning och högre tillgångspriser

Den ovanligt långa perioden med expansiv penningpolitik, i kombination med de ovanliga åtgärder som centralbankerna har vidtagit, har aktualiserat frågan om penningpolitikens fördelningseffekter både i Sverige och i omvärlden.

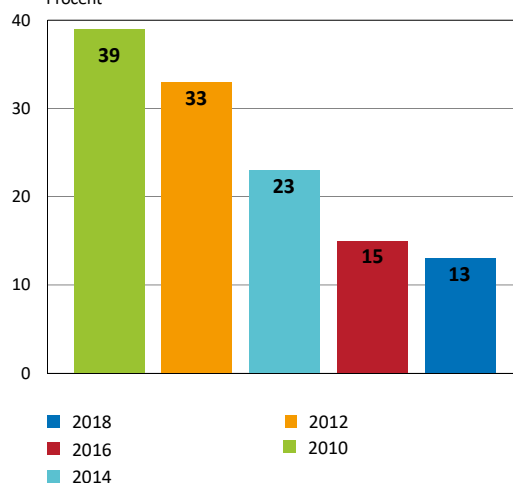
Det finns flera aspekter på detta. Syftet med ett inflationsmål är att det ska vara ett riktmärke för pris- och lönebildningen. Om man på så vis håller inflationen låg och stabil mot-

Diagram 4:11. Vad är er bedömning av den svenska räntemarknadens funktionssätt idag?



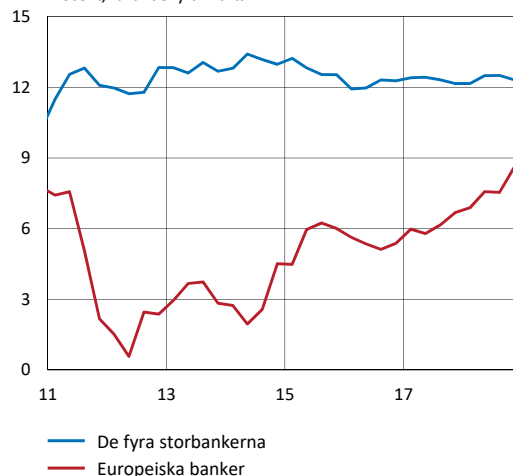
Anm. Procent av totalt 45 svar. Från Finansmarknadsenkäten hösten 2018. Källa: Riksbanken

Diagram 4:12. Efterfrågan på kontanter



Anm. Andel av de tillfrågade i undersökningen "Svenska folkets betalningsvanor" som svarade att de använt kontanter vid sitt senaste köp. Källa: Riksbanken

Diagram 4:13. Avkastning på eget kapital



Anm. Övikat genomsnitt justerat för engångsposter. Den röda linjen avser ett urval av stora europeiska banker – se Finansiell stabilitetsrapport 2018:2, Sveriges riksbank. Källor: SNL Financial och Riksbanken

³⁷ Se Finansmarknadsenkäten hösten 2018, Sveriges riksbank.

³⁸ Se rapporten Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2019–2022, Riksgälden.

³⁹ Att inlåningsräntorna inte sänks under noll, vilket minskar bankernas incitament att sänka utlåningsräntorna, gör vissa skeptiska till genomslaget av Riksbankens penningpolitik med minusränta, se till exempel G. Eggertson och L.H. Summers, "Negative interest rate policy and the bank lending channel", inlägg på vox.eu.org den 24 januari 2019. För en kommentar till detta, se H. Erikson och D. Vestin, "Pass-through at Mildly Negative Policy Rates: The Swedish Case", Staff Memo januari 2019, Sveriges riksbank. Att minusräntan snarare skulle ha gett bankerna incitament att höja utlåningsräntan motsägs också av resultaten i R. B. De Rezende och S. Laséen, "Monetary Policy Transmission and Spillovers in an Open Economy During Normal and Negative Interest Rate Periods", opublicerad uppsats, juni 2018, Sveriges riksbank.

verkas de godtyckliga omfördelningar av inkomster och förmögenheter som uppstår då inflationen är hög och varierar mycket från år till år. En penningpolitik som är inriktad på att upprätthålla ett inflationsmål motverkar därför oönskade fördelningseffekter.

Samtidigt kommer förändringar av penningpolitiken som genomförs för att uppnå inflationsmålet oundvikligen att också ha effekter på inkomster och förmögenheter. En expansiv penningpolitik bidrar bland annat till ökad aktivitet och starkare tillväxt och därmed till högre sysselsättning och lägre arbetslöshet. Eftersom tillgången till jobb har en avgörande betydelse för hushållens inkomster och ekonomiska utsikter generellt kommer en penningpolitik som bidrar till högre sysselsättning att också verka för en jämnare spridning av inkomster och förmögenheter. Samtidigt bidrar en expansiv penningpolitik till att priserna på aktier och andra tillgångar stiger, vilket medför att inkomster och förmögenheter blir mer ojämnt fördelade mellan hushållen. Nettoeffekten är inte uppenbar, men studier som har gjorts indikerar att effekten som går via sysselsättningen kan vara mer betydelsefull än den som går via tillgångspriser.⁴⁰

Även om den senaste tioårsperioden har varit speciell bör man också komma ihåg att penningpolitiken i normala fall är expansiv respektive åtstramande över inte alltför långa konjunkturcykler. I den mån penningpolitiken påverkar till exempel priserna på aktier och andra tillgångar går dessa därmed upp ibland och ned ibland. Även om tillgångarna inte är jämnt fördelade i befolkningen så borde därmed också fördelningseffekterna ungefär ta ut varandra över konjunkturcykeln.

Det är också värt att notera att tillgångsprisernas utveckling på längre sikt påverkas av realräntans långsiktiga utveckling, vilken bestäms av andra faktorer än penningpolitiken.

Positiva sidoeffekter på en tudelad arbetsmarknad?

Förutom de ofta diskuterade negativa sidoeffekterna av den mycket expansiva penningpolitiken kan det också finnas positiva sidoeffekter som inte uppmärksammas lika ofta. Det handlar framför allt om att en expansiv penningpolitik som bidrar till ett långvarigt högt resursutnyttjande kan bidra till en *varaktigt* högre sysselsättning. Anledningen är att det då kan bli lättare för grupper som i normala konjunkturlägen har svårt att komma in på arbetsmarknaden att faktiskt få ett jobb.⁴¹

Den svenska arbetsmarknaden beskrivs ofta som tudelad där arbetslösheten i vissa grupper, bland annat gruppen utlandsfödda, är betydligt högre än i andra (se diagram 4:14).

⁴⁰ Se till exempel M. Lenza och J. Slacalek, "How does monetary policy affect income and wealth inequality? Evidence from quantitative easing in the euro area", ECB Working Paper Series No 2190, October 2018. För en mer utförlig diskussion om penningpolitikens tänkbara effekter på inkomst- och förmögenhetsfördelningen, se till exempel H. Ohlsson, "Penningpolitikens fördelningseffekter", anförande 7 april 2017, Sveriges riksbank.

⁴¹ Detta berördes bland annat av vice riksbankschef Martin Flodén i ett inlägg på det penningpolitiska mötet i februari 2018, se Penningpolitiskt protokoll februari 2018, Sveriges riksbank.

De senaste åren har det dock varit en mycket stark utveckling på arbetsmarknaden, något den expansiva penningpolitiken sannolikt har bidragit till, och sysselsättningen har ökat märkbart även i grupper som har svårare att etablera sig på arbetsmarknaden (se diagram 4:15). När personer i dessa grupper väl fått in en fot på arbetsmarknaden ökar sannolikt deras möjligheter att bli kvar där. Skulle de i stället ha fortsatt att vara arbetslösa skulle de efter hand ha tappat kunskaper och färdigheter och sannolikt haft ännu svårare att få en anställning. Men eftersom många nu fått sysselsättning har de lättare att förbli anställda i framtiden. Även om en sådan så kallad positiv persistenseffekt inte är det primära målet för den expansiva penningpolitiken kan den få det resultatet.

Den penningpolitiska debatten

Med tanke på att Riksbanken under ett antal år bedrivit en mycket expansiv penningpolitik med nya verktyg är det naturligt att det har rests ett antal frågor kring penningpolitiken.

Mindre expansiv penningpolitik med ett bredare mandat?

Ett argument som har förts fram är att Riksbanken har fokuserat alltför mycket på inflationsmålet och att med ett bredare mandat skulle Riksbanken ha tvingats att ta hänsyn till andra faktorer, som till exempel hushållens höga skuldsättning.

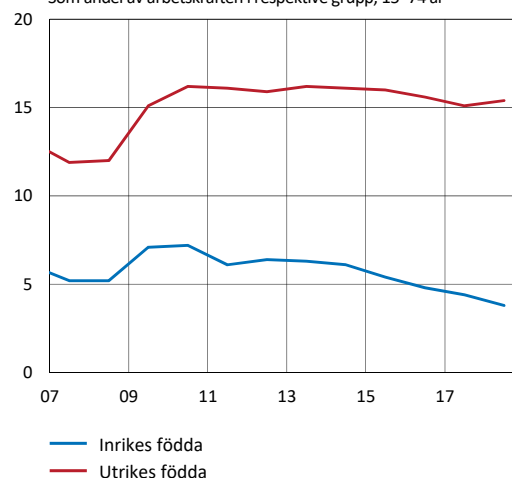
Liksom de flesta andra centralbanker bedriver Riksbanken i praktiken en flexibel inflationsmålpolitik där hänsyn tas även till annat än inflationen när detta bedöms vara lämpligt och möjligt.⁴² Prisstabiliteten – att se till att det finns ett nominellt ankare i ekonomin – är dock det överordnade målet för de flesta centralbanker, inklusive Riksbanken.

Direktionens bedömning har varit att möjligheten att bedriva en mer flexibel penningpolitik har varit begränsad efter att inflationsförväntningarna föll och förtroendet för inflationsmålet försvagades under 2014. En mindre expansiv politik än den Riksbanken har bedrivit skulle ha medfört att inflationen hade fortsatt att vara lägre än målet, och kanske fallit ytterligare, och att förtroendet för målet då hade riskerat att urholkas. Förväntningarna i ekonomin kunde då ha ställt in sig på en långsiktigt lägre inflation, vilket i sin tur skulle ha medfört olika problem som beskrivs närmare i avsnittet "Syftet med inflationsmålet".

Ett bredare penningpolitiskt mandat hade alltså knappast ändrat förutsättningarna för penningpolitiken. Riksbankens möjligheter att bedriva en flexibel penningpolitik har däremot förbättrats i takt med att inflationen och inflationsförväntningarna stigit och förtroendet för inflationsmålet stärkts.

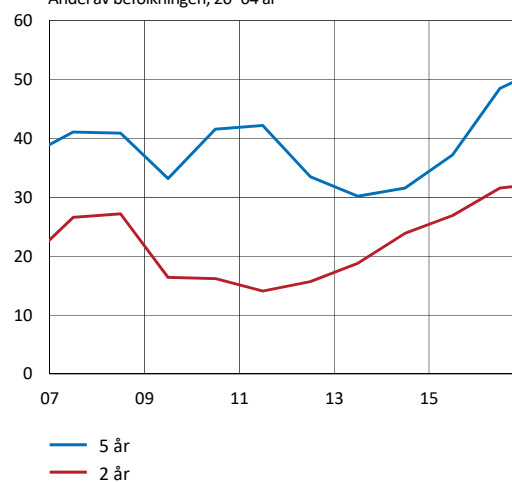
Angående bostadspriserna och hushållens skulder kan man konstatera att de har stigit parallellt och i stort sett oavbrutet i ungefär tjugo år ända tills helt nyligen, då bostadsmarknaden mattades av (se diagram 4:9 och 4:10). Under

Diagram 4:14. Arbetslöshet hos inrikes- och utrikes födda
Som andel av arbetskraften i respektive grupp, 15–74 år



Källa: SCB (Arbetskraftsundersökningarna)

Diagram 4:15. Sysselsättningsgrad hos utrikesfödda efter antal år i landet
Andel av befolkningen, 20–64 år



Källa: SCB (Registerbaserad arbetsmarknadsstatistik)

⁴² Riksbankskommittén utreder för närvarande om fler penningpolitiska mål än prisstabilitet ska skrivas in i lagen.

denna tid har penningpolitiken i olika faser varit såväl expansiv som åtstramande. De senaste decennierna har dessutom realränteläget i både Sverige och omvärlden fallit och är idag mycket lågt. Denna utveckling har i hög grad styrts av internationella spar- och investeringsmönster som penningpolitiken inte kan påverka. Mycket tyder på att det reala ränteläget kommer förbli lågt ett tag framöver. Det innebär att räntan kommer att vara förhållandevis låg i ett historiskt perspektiv, även under perioder då penningpolitiken är mer åtstramande.

De senaste årens expansiva penningpolitik har visserligen bidragit till att ytterligare förstärka uppgången i bostadspri- serna och hushållens skulder. Men problemen är i grunden strukturella och penningpolitiken är inte särskilt väl lämpad att hantera dem. Makrotillsynen och skatte- och bostadspoli- tiken är bättre verktyg för detta.

Mindre expansiv politik för att skapa penningpolitiskt utrymme?

Ett delvis relaterat argument i den externa debatten har varit att Riksbanken borde ha höjt reporäntan tidigare och därige- nom skapat utrymme att sänka den vid nästa lågkonjunktur.

Det är ofta oklart hur mycket högre man tänker sig att räntan borde ha varit. Givet att argumentet är att skapa utrymme för att sedan kunna sänka förefaller det vara en tydligt högre ränta man har i åtanke. Men med en högre ränta skulle såväl tillväxten som inflationen ha blivit lägre. Med en mindre expansiv politik än den Riksbanken bedrivit hade inflationen med stor sannolikhet understigit målet, och ju högre räntan hade varit desto större hade avvikelsen varit.

Som konstaterats ovan var en central bedömning av di- rektionen att en mindre expansiv politik skulle ha gjort att in- flationsmålets trovärdighet åter ifrågasatts och att aktörerna i ekonomin förväntat sig en inflation betydligt under 2 procent även på lång sikt. Som beskrivits i avsnittet "Syftet med inflat- ionsmålet" skulle detta bland annat innebära att det blir svår- rare för penningpolitiken att motverka framtida lågkonjunkturer.

Tidiga räntehöjningar hade alltså i slutänden kunnat resul- tera i ett *mindre* penningpolitiskt utrymme framöver snarare än ett större. Det är således viktigt att höjningar av reporän- tan inte sker på ett sådant sätt att inflationen blir påtagligt lägre och förtroendet för inflationsmålet riskerar att gå förlo- rat.

Penningpolitiken och kronans utveckling

I början av 2018 försvagades kronan märkbart (se diagram 4:16). Det gav upphov till en debatt om penningpolitikens an- svar för utvecklingen av kronan och om den politik som bedri- vits bidragit till att göra svenskarna fattigare.⁴³

Detta kan föra tankarna till förändringar i Sveriges väl- stånd i en bredare bemärkelse. Det finns dock inget enkelt

⁴³ För en sammanfattning av denna kritik och ett svar på den, se debattartikeln "Inflationsmålet har inte gjort svenskar fattigare" av vice riksbankschef Per Jansson i Dagens industri, den 23 mars 2018.

och entydigt samband mellan ett lands växelkurs och dess välstånd, såsom detta begrepp normalt används. Med vanliga mått på välstånd, som BNP per capita, har utvecklingen i Sverige det senaste decenniet varit relativt god i ett internationellt perspektiv.⁴⁴

Under de senaste åren har många länder fört en allt mer expansiv penningpolitik. Det gäller särskilt ECB som i praktiken har haft en negativ styrränta sedan sommaren 2014 och som har gjort mer omfattande tillgångsköp än Riksbanken.⁴⁵ Direktionen har sett en risk att kronan skulle stärkas snabbt i spåren av ECB:s expansiva penningpolitik. I så fall hade inflationen sannolikt fortsatt att ligga under målet och förtroendet för inflationsmålet försvagats ytterligare. Det grundläggande syftet med den expansiva penningpolitiken har alltså varit att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet, inte att hålla växelkursen svag. Att förtroendet för inflationsmålet är förankrat är avgörande för en stabil pris- och lönebildningsprocess.

Att kronan försvagades mot euron under 2018 trots ECB:s fortsatt expansiva penningpolitik beror förmodligen inte enbart på Riksbankens penningpolitik. Valutorna i flera andra små länder har utvecklats på ungefär samma sätt som den svenska kronan trots att styrräntorna i dessa länder har skilt sig åt ganska mycket (se diagram 4:17).

I den penningpolitiska regim som Sverige har haft sedan 1993 har inflationsmålet ersatt den fasta växelkursen som ekonomins nominella ankare. Då man nu diskuterar penningpolitikens ansvar för kronans utveckling är det viktigt att komma ihåg att penningpolitiken under en fast växelkurs behöver vara helt fokuserad på att just försvara växelkursen och inte kan ta hänsyn till andra faktorer.⁴⁶ Det illustreras till exempel av den devalveringspolitik som Sverige tvingades bedriva under 1970- och 1980-talen. Eftersom inflationen då blev alltför hög i förhållande till omvärlden behövde den internationella konkurrenskraften anpassas via upprepade devalveringar. Dessa avsteg från den fasta växelkursen skadade trovärdigheten för den fasta växelkursen och ökade svårigheterna att bedriva penningpolitik i den regimen.

Med en rörlig växelkurs och ett inflationsmål kan penningpolitiken ta större hänsyn till den inhemska ekonomiska utvecklingen, om det finns tillräckligt förtroende för inflationsmålet. Men växelkursens värde bestäms då fritt på marknaden. I den här regimen är det alltså ofrånkomligt att växelkursen svänger. Däremot ska man förstås inte förvänta sig att kronan ständigt försvagas. I stort sett alla länder i omvärlden har ett inflationsmål på eller mycket nära 2 procent. Den svenska inflationen relativt omvärldens inflation bör därför inte orsaka en trendmässig försvagning av kronans nominella

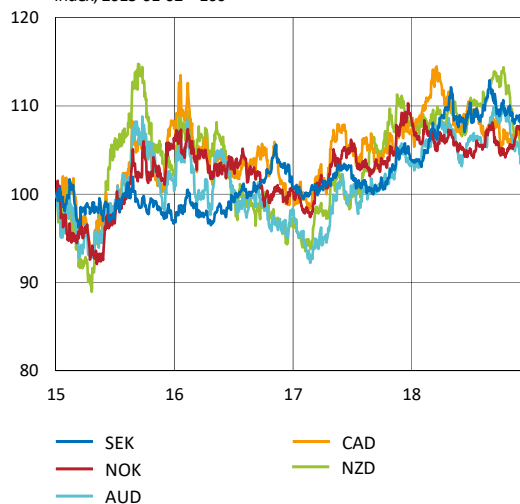
Diagram 4:16. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX Index, 1992-11-18 = 100



Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt av kronans växelkurs mot valutor i de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 4:17. Små öppna ekonomiers växelkurs mot euron Index, 2015-01-02 = 100



Anm. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs.

Källa: ECB

⁴⁴ Ett exempel på ett mått på välstånd som tar hänsyn till fler aspekter än BNP är OECD:s "Better Life Index" (www.oecdbetterlifeindex.org). Även med detta mått hävdar sig Sverige väl.

⁴⁵ Sedan starten 2015 har ECB:s köp av värdepapper i penningpolitiska syften växt till en storlek som motsvarar drygt 20 procent av euroområdet BNP.

⁴⁶ Det finns många exempel på centralbanker som tvingats strama åt penningpolitiken under lågkonjunkturer i länder med fast växelkurs. I Sverige behövde Riksbanken höja styrräntan mycket kraftigt under lågkonjunkturer 1992 i ett försök att försvara den fasta växelkursen. I Danmark behövde Nationalbanken höja sin styrränta under finanskrisen 2008 för att försvara den fasta växelkursen mot euron, samtidigt som andra centralbanker sänkte sina styrräntor för att stimulera ekonomierna.

växelkurs. Någon sådan trendmässig försvagning över en längre period har vi inte heller sett i praktiken (se diagram 3:11). Kronan har visserligen försvagats ganska kraftigt i vissa episoder, men i andra episoder har den stärkts. Riksbankens bedömning är att kronan under 2018 har varit svagare än sin långsiktiga nivå och att den därför kommer att stärkas på sikt (se fördjupningen ”Kronans betydelse för inflationen”).

Lönebildningens roll i inflationsprocessen

Under 2018 intensifierades också debatten om sambandet mellan lönebildningen och inflationen. Även om den debatten inte har en direkt koppling till den förda penningpolitiken kan den ha viktiga implikationer för förutsättningarna för inflationsmålspolitiken.

Sedan ungefär 20 år tillbaka styrs de centralt avtalade lönekostnadsökningarna i ekonomin av de avtal som sluts i industrin, i enlighet med det så kallade Industriavtalet. Syftet med Industriavtalet var att få till stånd en mer kontrollerad lönebildning som tar hänsyn till den internationella konkurrenskraften. De två senaste decennierna har industrins normering bidragit till återhållsamma löneökningar.

Efter hand har dock en del utmaningar med denna ordning börjat diskuteras allt mer.⁴⁷ Ett argument har varit att normeringen gör det svårare att ändra relativlöner. Detta har bland annat lyfts fram utifrån rättvise- och fördelningsaspekter, exempelvis som ett hinder att minska löneskillnaderna mellan kvinnor och män. Men det har också betonats utifrån ett makroekonomiskt perspektiv. Om relativlönerna inte är tillräckligt flexibla skulle detta kunna motverka en samhällsekonomiskt effektiv fördelning av arbetskraften mellan yrken och sektorer. Därmed skulle det skapas obalanser på arbetsmarknaden.⁴⁸

En för penningpolitiken viktig aspekt som lyfts fram är i vilken mån industrins lönenormering i alla lägen är förenlig med en ordning med inflationsmål. Skälet till att denna fråga har aktualiserats är att den sammantagna nominella löneökningstakten i ekonomin under senare år varit påfallande låg, trots ett gott konjunkturläge.

Att löneavtalen inom svensk industri varit återhållsamma beror till stor del på att löneökningarna i våra europeiska konkurrentländer har varit måttliga. Eftersom industrins avtal utgör normen för löneavtalen även inom andra sektorer som bara delvis eller inte alls är konkurrensutsatta blir även dessa avtal låga.

Utifrån ett teoretiskt perspektiv bör en lönenormering av detta slag inte långsiktigt vara oförenlig med inflationsmålspolitiken eftersom euroområdetets inflationsmål överensstämmer väl med Sveriges.⁴⁹ Men under perioder då löneökningarna i

⁴⁷ Se L. Calmfors, ”Industrins lönenormering kan och bör reformeras”, Lönebildning för jämlikhet – nr 4, 6F – Fackförbund i samverkan, 2018.

⁴⁸ Det bör framhållas att det finns studier som visar att det finns en viss löneflexibilitet med avseende på förändringar i arbetslösheten på regional nivå, se M. Carlsson, I. Häkkinen Skans och O. Nordström Skans, ”Wage Flexibility in a Unionized Economy with Stable Wage Dispersion”, IZA Discussion Paper No. 12093, januari 2019, Institute of Labor Economics.

⁴⁹ Den europeiska centralbankens mål är att inflationen ska vara ”under men nära 2 procent”.

euroområdet är osedvanligt låga kan industrins normering medföra att löneökningarna i Sverige blir så låga i hela ekonomin att inflationsmålet kan ta längre tid att uppnå. Under dessa perioder finns en risk att inflationsförväntningarna faller och förtroendet för inflationsmålet urholkas.

Samspelet mellan det penningpolitiska ramverket och formerna för lönebildningen är en viktig fråga att analysera framöver. Att detta samspel fungerar väl är centralt för en god ekonomisk utveckling.

FÖRDJUPNING – Riksbankens penningpolitiska utvecklingsarbete

Riksbanken arbetar kontinuerligt med att utveckla den penningpolitiska analysen. En viktig fråga att analysera 2018 var relationen mellan utvecklingen på arbetsmarknaden och löne- och prisutvecklingen. I och med att Riksbankens prognoser indikerade att en höjning av reporäntan närmade sig publicerades också analyser av vilka konsekvenser en höjd reporänta skulle kunna få för ekonomin. Ytterligare en fråga, som Riksbanken många gånger återkommit till, är bedömningen av kronans utveckling och dess effekter på inflationen. Arbetet med att fördjupa inflationsanalysen fortsatte också under året. En fråga som analyserades särskilt var hur olika mått på underliggande inflation prognostiserade inflationen, mot bakgrund av att energipriserna haft stor betydelse för inflationsutvecklingen under senare år. Analysen av en eventuell e-krona inkluderade olika möjliga konsekvenser för penningpolitiken, beroende på hur en sådan utformas.

Riksbanken arbetar kontinuerligt med att utveckla den penningpolitiska analysen och genomslaget av penningpolitiken på ekonomin. I arbetet ingår både att analysera den reala och finansiella ekonomins utveckling och att utveckla modeller som fångar hur ekonomin fungerar i en föränderlig omvärld.⁵⁰

Fördjupad analys av sambandet mellan arbetsmarknaden och löne- och prisutvecklingen

Trots att arbetslösheten minskat och resursutnyttjandet ökat har löne- och prisökningstakten varit dämpad de senaste åren såväl internationellt som i Sverige. Riksbanken hade under 2016 och 2017 analyserat tänkbara förklaringar till utvecklingen, och arbetet fortsatte under 2018. Bland annat har sambandet mellan resursutnyttjandet och inflationen, den så kallade Phillipskurvan, analyserats.⁵¹ Där konstaterades att Riksbankens prognoser ska fortsätta att utgå från att löneutvecklingen med viss fördröjning påverkas av resursutnyttjandet, men med hänsyn tagen till att sambandet verkar ha försvagats. Det framhölls också att inflationen påverkas av ett flertal faktorer utöver löneökningstakten, bland annat produktivitetstillväxten, energipriserna och växelkursen. Därför går det inte att per automatik säga i förväg hur penningpolitiken skulle förändras om löneökningarna skulle bli lägre än prognostiserat.

Riksbanken analyserade under året orsakerna till den låga löneökningstakten i Sverige med hjälp av mikrodata på individnivå.⁵² I en studie analyserades hur en förändrad sammansättning av arbetskraften, i riktning mot en högre

andel utrikes födda och en högre andel med eftergymnasial utbildning, kan ha påverkat löneökningstakten i Sverige de senaste tio åren. En större andel högutbildade i arbetskraften verkar för en högre löneökningstakt, medan det motsatta gäller för en större andel utrikes födda. Effekterna går alltså åt olika håll, och det konstaterades att de sammantaget i stort sett tar ut varandra. Slutsatsen var att sammansättningen av arbetskraften totalt sett verkar ha haft liten effekt på löneökningstakten i Sverige de senaste åren.

I en annan studie analyserades utvecklingen av löneskillnaden mellan personer som bytt arbete och personer som fått arbete genom att ha trätt in i arbetskraften eller gått från arbetslöshet. Det visade sig att löneutvecklingen som regel är starkare för dem som bytt arbete. Det konstaterades också att detta lönepåslag inte har varit mindre de senaste åren i förhållande till hur det har sett ut under tidigare högkonjunkturer i Sverige och alltså inte heller är förklaringen till den måttliga utvecklingen i lönerna.

Hur påverkar de framtida räntehöjningarna ekonomin?

En viktig fråga att analysera under året var hur ekonomin skulle påverkas av framtida höjningar av reporäntan.

En fördjupning i den penningpolitiska rapporten beskrev hur de svenska hushållens kassaflöden och konsumtion skulle kunna påverkas av stigande räntor.⁵³ Att hushållens skulder ökat och att deras bolån till stor del är tagna till rörlig ränta gör att penningpolitikens effekter på deras konsumtion är större än tidigare. I fördjupningen konstaterades att hushållens ökade räntekänslighet blivit

⁵⁰ Exempel på detta är "Minskat bostadsbyggande dämpar BNP-tillväxten", fördjupning i Penningpolitisk rapport februari 2018 och L. Alexandersson, "Liquidity premiums in the Swedish inflation-indexed government bond market", *Penning- och valutapolitik* nr. 2, 2018:2.

⁵¹ "Phillipskurvan och penningpolitiken", fördjupning i Penningpolitisk rapport juli 2018.

⁵² C. Flodberg, "Har löneutvecklingen påverkats av förändringar i sammansättningen av gruppen anställda?", *Ekonomiska kommentarer*, nr. 1, 2018 och C. Flodberg, "Vilka byter arbete och är lönepremierna för att byta arbete konjunkturellt normal?", *Ekonomiska kommentarer*, nr. 10, 2018.

⁵³ "Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av stigande räntor?", fördjupning i Penningpolitisk rapport december 2018. Denna fördjupning var en uppdatering av Riksbankens mer utförliga analys ett år tidigare, se "Hur påverkas hushållens kassaflöden av stigande räntor?", fördjupning i Penningpolitisk rapport december 2017 samt P. Gustafsson, M. Hesselman och B. Lagerwall, "Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av högre räntor?", Staff Memo, december 2017.

en viktigare omständighet att ta hänsyn till i den svenska penningpolitiken. Riksbankens reporäntebana indikerade dock att räntan skulle höjas i långsam takt, vilket talade för att de samlade effekterna på hushållens kassaflöden skulle bli begränsade. Det konstaterades också att Riksbankens penningpolitiska avvägning i slutändan främst vägleds av hur reporäntan påverkar hela makroekonomin och utsikterna för inflationen.

Riksbanken har utrett de legala möjligheterna att samla in eller ta del av mer detaljerad information om hushållens tillgångar och skulder eftersom sådan statistik skulle göra det möjligt att bättre analysera problemen med hushållens skulder. Ännu har de juridiska frågorna dock inte avgjorts.

I en studie analyserades effekterna på finansiella variabler av reporäntehöjningar.⁵⁴ Där presenterades en översiktlig genomgång av tidigare perioder med reporäntehöjningar i Sverige, med fokus på effekterna på längre räntor, växelkursen och hushållens bolåneräntor. Skillnaderna mellan dessa perioder och den nuvarande situationen i Sverige diskuterades också, mot bakgrund av dagens historiskt unika utgångsläge med negativ reporänta. Det konstaterades att de finansiella förhållandena gradvis blivit mindre expansiva och haft god följsamhet av både marknadsräntor och räntor till hushåll och företag under tidigare räntehöjningsperioder.

Analys av kronans genomslag på inflationen och en ny bedömning av kronans långsiktiga nivå

Med anledning av att kronan under inledningen av året försvagades relativt kraftigt publicerade Riksbanken analyser av de effekter som förändringar av kronkursen får på inflationen.⁵⁵ Ett tydligt resultat av dessa var att effekterna på inflationen av en förändring i kronkursen huvudsakligen beror på två faktorer: dels orsaken till förändringen, dels hur varaktig förändringen bedöms vara. Som fördjupningen visar så innebär detta sammantaget att en bedömning av effekterna är svår att göra.

Riksbankens prognoser för kronkursen utgår från en bedömning av den reala kronkursens långsiktiga nivå. Den reala kronkursen speglar prisnivån i Sverige i förhållande till omvärlden, mätt i gemensam valuta, vilket är detsamma som den nominella växelkursen justerad för relationen mellan prisnivån i Sverige och omvärlden. I en fördjupning publicerades en uppdaterad bedömning av intervallet för den långsiktiga reala handelsvägda kronkursen, mätt med kronindexet KIX.⁵⁶ Bedömningen visade att den långsiktiga reala kronkursen var svagare än den bedömning

som tidigare hade legat till grund för Riksbankens prognoser och som publicerades 2013. Arbetet med dessa frågor, som med många andra, kommer att fortsätta framöver.

Fortsatt arbete med inflationsanalysen

En fråga som varit i fokus i Riksbankens arbete att analysera inflationen under senare år är skillnaden i utvecklingen av Riksbankens målvariabel, inflationen enligt KPIF, och olika mått på underliggande inflation.⁵⁷ Exempelvis så varierar energipriserna ofta kraftigt och får därför ett stort genomslag på den uppmätta inflationen. Över tiden tenderar dock variationerna att ta ut varandra. När priserna som varierar kortsiktigt rensas bort får man därför en tidsserie som förhoppningsvis bättre avspeglar den underliggande inflationen. Slutsatsen blir att även om vissa mått är mer användbara än andra kan inget enskilt mått uppfylla alla kriterier på ett tillfredsställande sätt under alla tidsperioder, vilket talar för att Riksbanken ska använda en bred uppsättning mått på underliggande inflation.

Inflationen inom handels- respektive tjänstebanschen har också analyserats med frågor från Konjunkturinstitutets Konjunkturbarometer.⁵⁸ Riksbanken hade beställt dessa frågor med syftet att systematiskt samla in information på företagsnivå om priser och om hur dessa bestäms. Enkätsvaren pekade på att utländskt och inhemskt kostnadstryck har bidragit till prisökningar inom handeln. Högre efterfrågan och högre inhemska kostnader har bidragit till prisökningar i tjänstebanscher. Samtidigt har konkurrensen ändå hållit tillbaka prisstrycket i dessa branscher. Dessa resultat bekräftar i stort resultatet från Riksbankens makroekonomiska modeller.

Penningpolitisk analys av en eventuell e-krona

De penningpolitiska effekterna av att införa en e-krona har också studerats under året.⁵⁹ En aspekt som analyserats är Riksbankens styrsystem eftersom en e-krona innebär att Riksbanken utökar sin motpartsrets till att omfatta även hushåll och företag som inte är kreditinstitut. E-kronan kan vara en potentiellt stor och volatil post i balansräkningen och styrsystemet kan behöva anpassas efter det.

Om allmänheten skulle få möjlighet att hålla en obegränsad kvantitet e-kronor som inte är räntebärande är det sannolikt inte längre möjligt att sätta negativa räntor på de penningpolitiska instrumenten, till exempel negativ styrränta. Även effekterna av så kallade kvantitativa lättnader kan minska. Syftet med sådana lättnader är att pressa ned räntor med längre löptider. Dessa räntor avspeglar förväntade framtida korta räntor. Införandet av en

⁵⁴ "Vad brukar hända när reporäntan höjs?" fördjupning i Penningpolitisk rapport oktober 2018.

⁵⁵ "Växelkursen och inflationen" fördjupning i Penningpolitisk rapport april 2018 och V. Corbo och P. Di Casola, "Conditional exchange rate pass-through: evidence from Sweden", Working paper series no. 352, 2018.

⁵⁶ "Kronans utveckling på längre sikt", fördjupning i Penningpolitisk rapport oktober 2018.

⁵⁷ "Varför mått på underliggande inflation?", fördjupning i Penningpolitisk rapport oktober 2018 samt J. Johansson, M. Löf, O. Sigrist och O. Tysklind, "Mått på underliggande inflation i Sverige", *Ekonomiska kommentarer* nr. 11, 2018.

⁵⁸ E. Frohm, M. Löf och M. Tibblin, "Nya enkätdata belyser företagets prissättning", *Ekonomiska kommentarer* nr. 8 2018.

⁵⁹ Specialnummer om e-kronan, *Penning- och valutapolitik* nr. 3, 2018.

icke räntebärande e-krona kan innebära att den förväntade framtida reporäntan inte kan bli negativ, vilket skulle kunna betyda att de långa räntorna inte kan pressas ned i samma utsträckning. Om e-kronan å andra sidan skulle vara räntebärande uppstår inga sådan begränsningar och det penningpolitiska genomslaget kan under vissa förutsättningar istället öka. Riksbankens balansräkning, det penningpolitiska styrsystemet och penningpolitikens genomslag är viktiga områden som alltid finns på Riksbankens agenda.

Konsekvenser av den globala uppvärmningen

Även den globala uppvärmningen skulle kunna få konsekvenser för penningpolitiken. I en ekonomisk kommentar som publicerades 2018 diskuteras om centralbanker bör lägga mer fokus på att förstå effekterna av klimatförändringar.⁶⁰ Slutsatsen är att den globala uppvärmningen och dess konsekvenser är relevanta för centralbankerna eftersom konsekvenserna kan tänkas påverka penningpolitiken på sikt. De finansiella riskerna för Sverige är osäkra eftersom Sverige i sig är mindre exponerat mot klimatrisker än många andra länder, men samtidigt är en liten öppen ekonomi som är kraftigt beroende av vad som händer i övriga världen. I slutsatserna konstateras att centralbankerna främst kan bidra till långsiktig hållbarhet genom att medverka till en framgångsrik stabiliseringspolitik.

Tabell 4:1. Penningpolitiskt relaterade studier publicerade 2018⁶¹

Fördjupningar i den penningpolitiska rapporten

"Minskat bostadsbyggande dämpar BNP-tillväxten", februari

"Växelkursen och inflationen", april.

"Phillipskurvan och penningpolitiken", juli.

"Små effekter på produktionen och inflationen av sommarens torka och skogsbränder", september.

"Kronans utveckling på längre sikt", oktober.

"Vad brukar hända när reporäntan höjs?", oktober.

"Varför mått på underliggande inflation?", oktober.

"Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av stigande räntor?", december.

Ekonomiska kommentarer

C. Flodberg, "Har löneutvecklingen påverkats av förändringar i sammansättningen av gruppen anställda?", nr. 1.

E. Frohm, M. Löf och M. Tibblin, "Nya enkätdata belyser företagets prissättning", nr. 8.

E. Frohm, "Hur påverkar globala värdekedjor kronkursens effekter på exporten?", nr. 9.

C. Flodberg, "Vilka byter arbete och är lönepremiem för att byta arbete konjunktorellt normal?", nr. 10.

J. Johansson, M. Löf, O. Sigrist och O. Tysklind, "Mått på underliggande inflation i Sverige", nr. 11.

C. Olovsson, "Är klimatförändringar relevanta för en centralbank?", nr. 13.

R. Emanuelsson, G. Katinic och E. Spector, "Utvecklingen på bostadsmarknaden och dess bidrag till hushållens skulder", nr. 14.

Artiklar i Penning- och valutapolitik

L. Alexandersson, "Liquidity premiums in the Swedish inflation-indexed government bond market", nr. 2.

M. Nessén, P. Sellin och P. Åsberg Sommar, "Implikationer av en e-krona för Riksbankens penningpolitiska styrsystem", nr. 3.

H. Armelius, P. Boel, C. A. Claussen och M. Nessén, "E-kronan och makroekonomin", nr. 3.

C. Berg, P. Meyersson och J. Molin, "Dramatiska år globalt och i Sverige: den ekonomiska utvecklingen 2006–2017", nr. 4.

J. Hansson, M. Nessén och A. Vredin, "Stormen efter lugnet – lärdomar för den penningpolitiska analysen", nr. 4.

Working paper series

M. Sandström, "The impact of monetary policy on household borrowing – a high-frequency IV identification", no. 351.

V. Corbo och P. Di Casola, "Conditional exchange rate pass-through: evidence from Sweden", no. 352.

K. Walentin och A. Westermark, "Learning on the Job and the Cost of Business Cycles", no. 353.

R. De Rezende och A. Ristiniemi, "A shadow rate without a lower bound constraint", no. 355.

S. Franco och E. Frohm, "Reduced 'Border Effects', FTAs and International Trade", no. 356.

H. Armelius, C. Bertsch, I. Hull och X. Zhang, "Spread the Word: International Spillovers from Central Bank Communication", no. 357.

P. Di Casola och S. Sichelmiris, "Towards Technology-News-Driven Business Cycles", no. 360.

Riksbanksstudier

Utvärdering av Riksbankens prognoser, mars.

⁶⁰ C. Olovsson, "Är klimatförändringar relevanta för en centralbank?", *Ekonomiska kommentarer* nr. 13, 2018.

⁶¹ I tabellen finns också policyrelaterade studier som inte tas upp i texten ovan.



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 978-91-87551-00-0 (online)