

Redogörelse för penningpolitiken

2019



Redogörelse för penningpolitiken 2019

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.

Huvuddragen i rapporten sammanfattas i kapitel 1. Kapitel 2 undersöker måluppfyllelsen 2019, medan kapitel 3 redogör för den penningpolitik som bedrivits under året. Kapitel 4 analyserar träffsäkerheten i prognoserna. Rapporten innehåller också ett antal fördjupningar om bland annat inflationens utveckling i ett mer långsiktigt perspektiv och Riksbankens utvecklingsarbete.

Redogörelsen för penningpolitiken 2019 finns, liksom tidigare rapporter, tillgänglig på Riksbankens webbplats www.riksbank.se. Där går det också att utan kostnad beställa en tryckt version av rapporten eller ladda ned den i pdf-format.

Penningpolitiken i Sverige

PENNINGPOLITISK STRATEGI¹

- Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har preciserat detta som ett mål för inflationen som innebär att den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent.
- Samtidigt som penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera 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.
- 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 RÄNTEBESLUT

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

¹ En utförlig beskrivning av den penningpolitiska strategin finns i skriften *Penningpolitiken i Sverige*. Skriften finns i pdf-format på Riksbankens webbplats www.riksbank.se.

Innehåll

KAPITEL 1 – Måluppfyllelse 5

Inflationen och den ekonomiska utvecklingen under 2019 5

KAPITEL 2 – Penningpolitiken 2019 8

Penningpolitiken i korthet 8

Direktionens diskussion och penningpolitiska överväganden 11

Penningpolitiska beslut 2019 14

FÖRDJUPNING – Riksbankens erfarenheter av negativ reporänta 16

KAPITEL 3 – Riksbankens prognoser och penningpolitik de senaste åren 21

FÖRDJUPNING – Att analysera växelkurser – några centrala begrepp 26

FÖRDJUPNING – Riksbankens växelkursprognoser 30

KAPITEL 4 – Viktiga penningpolitiska frågor 35

Perspektiv på den expansiva politiken 35

Syftet med inflationsmålet 35

Bred politisk uppslutning kring inflationsmålet 38

Den penningpolitiska debatten 38

FÖRDJUPNING – Riksbankens penningpolitiska utvecklingsarbete 44

KAPITEL 1 – Måluppfyllelse

Riksbanken har under flera år fört en expansiv penningpolitik för att få inflationen att stiga och stabiliseras nära inflationsmålet. Sedan början av 2017 har inflationen varit nära 2 procent. Inflationen dämpades i och för sig tydligt under sommaren 2019 eftersom energipriser sjönk, men den underliggande inflationen hölls väl uppe enligt medianen av ett antal olika mått. Under året gick svensk ekonomi, efter flera år med ovanligt stark tillväxt, från en konjunktur som var starkare än normalt mot ett mer normalt läge. Penningpolitiken har bidragit till en inflation nära målet och till en god ekonomisk utveckling.

Inflationen och den ekonomiska utvecklingen under 2019

Inflationen nära målet 2019

KPIF-inflationen, som varit nära målet sedan början av 2017, sjönk under sommaren 2019, men steg igen mot slutet av året. I genomsnitt var KPIF-inflationen 1,7 procent under 2019.

Det är vanligt att inflationen pressas upp eller ned på grund av tillfälliga förändringar i enskilda priser, exempelvis de mer volatila energipriserna. För att bättre kunna avgöra hur stor del av utvecklingen i inflationen som är tillfällig respektive varaktig analyserar Riksbanken kontinuerligt alternativa mått på inflationen. Medianen av flera mått på underliggande inflation, som exkluderar eller minskar betydelsen av kraftigt varierande priser, indikerar att den mer varaktiga inflationen har varit relativt stabil under 2019 och har legat nära 2 procent (se diagram 1:2 och tabell 1:1). Det indikerar att det inte var tillfälliga effekter som bidrog till att inflationen var nära målet under 2019.

Tabell 1:1. Inflationen enligt olika mått

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2017	2018	2019
KPIF	2,0	2,1	1,7
KPIF exklusive energi	1,7	1,4	1,6
Underliggande inflation (median)	1,7	1,6	1,8

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). Se <https://www.riksbank.se/sv/statistik/makroindikatorer/underliggande-inflation/> för mer information.

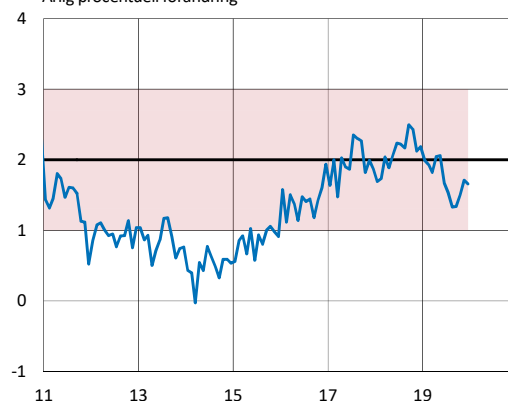
Källor: SCB och Riksbanken

Ökningstakten i KPIF var högre 2019 än den genomsnittliga ökningen mellan 2000 och 2018. De flesta komponenter, undantaget kapitalstocken, ökade snabbare än genomsnittet (se tabell 1:2).

Inköpspriset på hushållens egna ägda småhus och bostadsrätter (den komponent som i tabell 1:2 kallas kapitalstock) ökade något svagare än den genomsnittliga ökningstakten sedan 2000. Kapitalstockens utveckling liknar ett glidande medelvärde av de senaste tio årens prisutveckling på bostäder.

Diagram 1:1. KPIF och variationsband

Årlig procentuell förändring

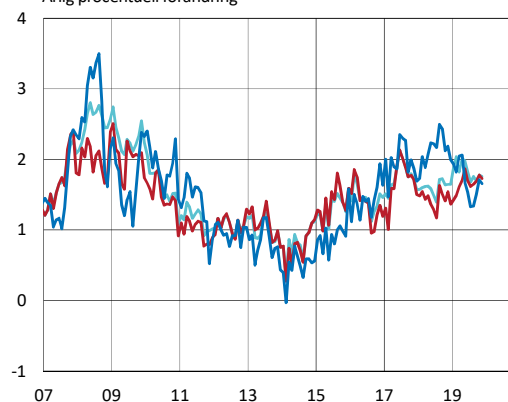


Anm. Det rosa fältet visar Riksbankens variationsband och täcker ungefär tre fjärdedelar av utfallen sedan januari 1995. Variationsbandet är ett sätt att visa om avvikelser från inflationsmålet är ovanligt stora.

Källor: SCB och Riksbanken

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

Årlig procentuell förändring



— KPIF
— KPIF exklusive energi
— Underliggande inflation (median)

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

Tabell 1.2. Utveckling i KPIF och dess komponenter
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	Vikt (procent)	2000-2018	2018	2019
Tjänster	45	1,7	1,9	2,0
Varor	27	-0,5	-0,4	-0,1
Livsmedel	18	1,8	2,2	2,6
Energi	7	2,4	10,5	3,2
Kapitalstock	3	6,2	7,1	5,8
KPIF	100	1,4	2,1	1,7

Anm. Vikterna är de som gällde för 2019.

Källa: SCB

Inflationsförväntningarna lägre men nära 2 procent

Penningpolitiken siktar på att stabilisera inflationen kring inflationsmålet. Syftet är att skapa stabilitet och förutsägbarhet i pris- och lönebildningen och medverka till en gynnsam ekonomisk utveckling. För att det ska vara möjligt att uppnå målet är det viktigt att aktörerna i ekonomin lutar på att centralbanken återför inflationen till målet när störningar har fått den att avvika. Att de mer långsiktiga inflationsförväntningarna ligger nära målet är ett tecken på att aktörerna har en sådan tillit till penningpolitiken.

I Sverige har de mer långsiktiga inflationsförväntningarna de senaste åren legat nära 2 procent, både enligt enkäter och enligt prissättningen på de finansiella marknaderna (se diagram 1:3).

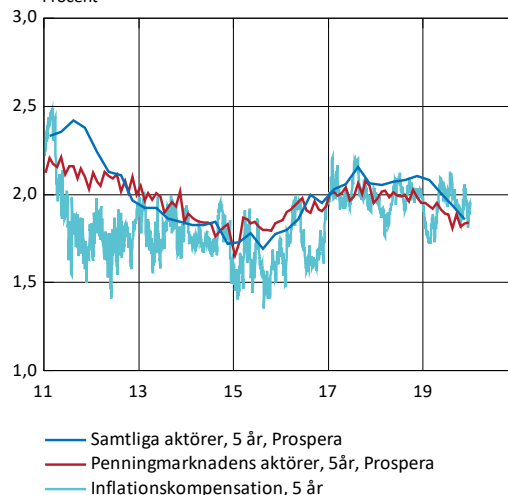
Enligt TNS Sifo Prosperas enkätundersökning sjönk penningmarknadsaktörernas inflationsförväntningar på fem års sikt tillbaka något under första halvåret 2019 men har därefter varit förhållandevis stabila. I mätningen som publicerades i december 2019 förväntar sig aktörerna att inflationen mätt med KPI kommer att vara 1,8 procent om fem år. I en bredare grupp respondenter, som inkluderar näringslivet och arbetsmarknadens parter, visar de långsiktiga inflationsförväntningarna en liknande utveckling (se diagram 1:3). Nedgången är hittills begränsad men det är givetvis viktigt att följa hur förväntningarna fortsätter att utvecklas framöver.

Mer normalt konjunkturläge

Sedan slutet av 2018 har Sveriges ekonomi i likhet med många andra ekonomier i omvärlden, gått in i en fas med lägre tillväxt (se diagram 1:4). Den måttliga BNP-tillväxten 2019 förklaras av flera olika faktorer. En sådan var den svaga utvecklingen på svenska exportmarknader under 2019 vilket försämrade utsikterna för den svenska industrisektorn. Dessutom byggdes det allt färre bostäder, även om byggtakten fortsatt var hög i ett historiskt perspektiv.

Det ekonomiska välbefindandet mätt med BNP per capita har ökat långsamt de senaste åren. Men ur ett internationellt perspektiv har utvecklingen i Sverige sedan finanskrisen varit jämförelsevis god (se diagram 1:5). I ett internationellt perspektiv så har Sverige också en gynnsam situation på arbetsmarknaden med hög sysselsättningsgrad och högt arbetskraftsdeltagande. Arbetslösheten är på en relativt hög nivå i Sverige delvis till följd av att många vill ha ett arbete och

Diagram 1:3. Långsiktiga inflationsförväntningar, Sverige
Procent

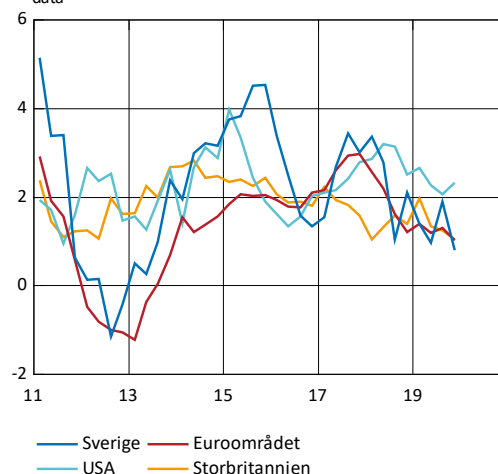


Anm. Marknadsbaserade förväntningarna avser genomsnittlig inflation under en 5-års period med start om 5 år och beräknad utifrån obligationsräntor.

Källor: Kantar Sifo Prospera, Macrobond och Riksbanken

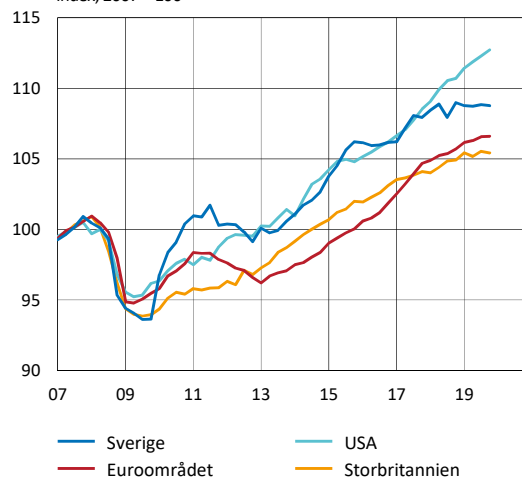
Diagram 1:4. BNP-tillväxt i Sverige och i omvärlden

Årlig procentuell förändring, säsongrensade och kalenderkorrigerade data



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

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



Källor: Eurostat och OECD

deltar i arbetskraften (se diagram 1.6). Läget på arbetsmarknaden försvagades något under 2019, då efterfrågan på arbetskraft mattades av. Arbetslösheten steg något, men andelen sysselsatta av befolkningen 15–74 år var oförändrat hög ur ett historiskt perspektiv (se diagram 1:7). Avmattningen på arbetsmarknaden kom efter flera år med hög tillväxt och stark utveckling.²

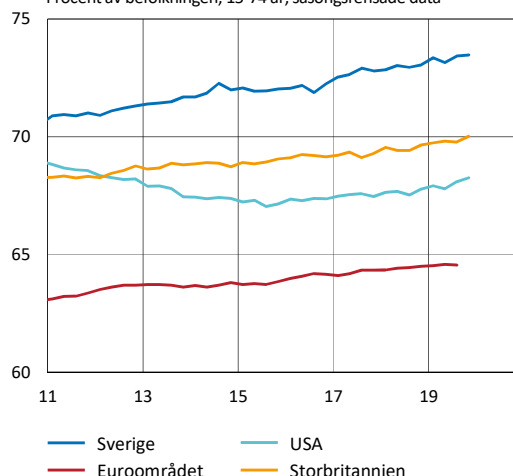
Sedan inledningen av fjolåret har bostadspriserna ökat gradvis, och priserna är nu tillbaka på ungefär samma nivåer som innan fallet hösten 2017. Hushållens skulder i förhållande till de disponibla inkomsterna bedöms öka något de kommande åren, från en redan hög nivå.

Resursutnyttjandet i svensk ekonomi mot ett normalläge

Aktivitetsnivån i ekonomin sammanfattas ofta i olika mått på resursutnyttjandet. Det man försöker mäta är i vilken utsträckning ekonomins produktiva resurser – arbetskraft och kapital – används i förhållande till vad som är långsiktigt hållbart. Då resursutnyttjandet inte kan mätas exakt, uppskattar Riksbanken det med hjälp av ett antal indikatorer, däribland så kallade produktions- och timgap. Dessa mäter BNP:s och antalet arbetade timmars procentuella avvikelse från sina respektive uppskattade långsiktiga trender. Ytterligare en indikator är den så kallade RU-indikatorn som sammanfattar information från olika enkäter och arbetsmarknadsdata. Om respektive mått är positivt indikerar det ett högre resursutnyttjande än normalt och omvänt när måttet är negativt.

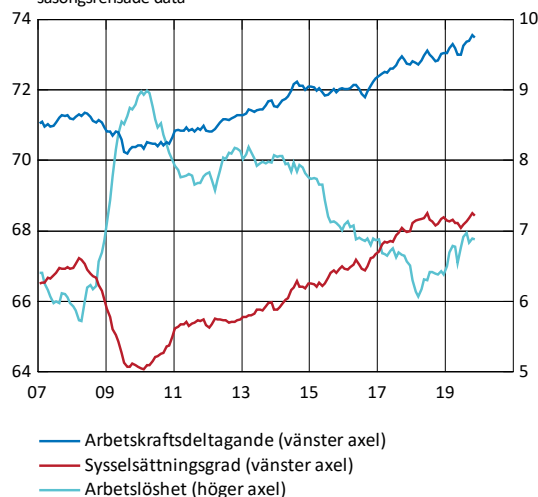
Samtliga tre indikatorer visar att resursutnyttjandet minskade under 2019, efter att ha varit högt under några år, och närmade sig ett mer normalt läge (se diagram 1:8).

Diagram 1.6. Arbetskraftsdeltagande
Procent av befolkningen, 15-74 år, säsongsrensade data



Källa: OECD

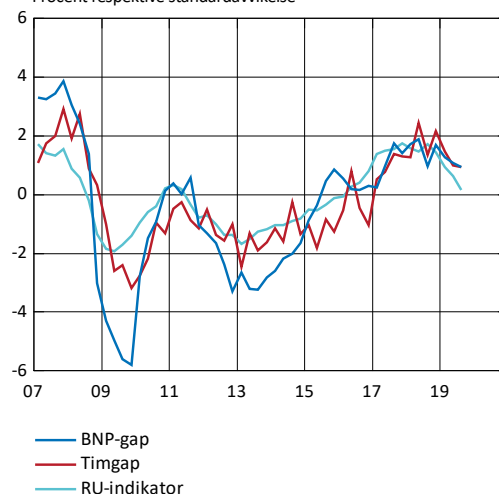
Diagram 1.7. Arbetskraft, sysselsättning och arbetslöshet
Procent av befolkningen respektive procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongsrensade data



Anm. Tre månaders glidande medelvärde.

Källa: SCB

Diagram 1.8. BNP- och timgap samt RU-indikator
Procent respektive standardavvikelse



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

Källor: SCB och Riksbanken

² Under hösten 2019 uppmärksammade SCB allvarliga kvalitetsbrister i sin externa leverantörs datainsamling. I november beslutade SCB därför att publicera reviderad statistik för perioden juli 2018 – september 2019. Denna bygger nu enbart på hälften av urvalet – den del av undersökningen som SCB:s egen insamlingsavdelning ansvarar för. Att statistiken nu baseras på ett urval som är hälften så stort ökar osäkerheten i siffrorna. AKU har också under en längre tid haft bekymmer med stora bortfall, det senaste året har de varit nära 50 procent. Riksbanken beaktar även andra källor än AKU för att få en nyanserad och mer komplett bild av arbetsmarknaden. Se exempelvis Häkkinen Skans, I., "Utvecklingen på arbetsmarknaden enligt olika källor", Ekonomiska kommentarer nr 6 2019, Sveriges riksbank, för en beskrivning och diskussion om olika statistikällor som mäter utvecklingen på arbetsmarknaden.

KAPITEL 2 – Penningpolitiken 2019

Penningpolitiken var fortsatt expansiv under 2019 – reporäntan var låg och Riksbankens innehav av statsobligationer var omfattande. Handelskonflikten mellan USA och Kina samt Storbritanniens utträde ur EU skapade osäkerhet om den internationella konjunkturutvecklingen, vilket påverkade finansmarknaderna och försämrade stämningläget i industrin. Centralbanker i omvärlden gjorde penningpolitiken mer expansiv, vilket bidrog till att konjunkturindikatorerna stabiliserades. I Sverige gick ekonomin från ett starkt till ett mer normalt konjunkturläge. I inledningen av året indikerade Riksbankens prognos att reporäntan skulle höjas under andra halvåret, under förutsättning att konjunktur- och inflationsutsikterna stod sig. När räntor sedan sjönk i omvärlden reviderades prognosen för reporäntan på längre sikt ned. Utvecklingen under hösten följde dock i stora drag Riksbankens bedömning och i december genomförde Riksbanken den aviserade höjningen av reporäntan från –0,25 till noll procent. Prognosen indikerade att räntan väntades vara kvar på noll procent de närmaste åren.

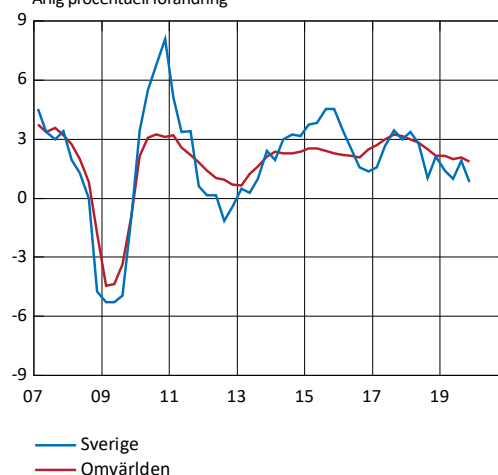
Penningpolitiken i korthet

Under 2019 försvagades efterfrågan i den globala ekonomin och BNP-tillväxten fortsatte att dämpas något och blev mer i linje med ett historiskt genomsnitt (se diagram 2:1). Utvecklingen präglades bland annat av handelskonflikten mellan USA och Kina och det oklara läget kring Storbritanniens utträde ur EU. Osäkerheten påverkade de finansiella marknaderna och bidrog till att försämrade stämningläget i industrin, även om indikatorer på företagets framtidstro stabiliserades mot slutet av året. Samtidigt var arbetslösheten fortsatt låg i många länder och konsumentförtroendet var på relativt höga nivåer. Inflationen var låg, framför allt i euroområdet, och inflationsförväntningarna i euroområdet och i USA sjönk.

Oron kring konjunkturen, sjunkande inflationsförväntningar och signaler om mer expansiv penningpolitik från centralbanker i omvärlden fick marknadsaktörerna att förvänta sig en mer expansiv penningpolitik och de längre statsobligationsräntorna sjönk markant under året. Att döma av bland annat stigande aktiepriser och minskade ränteskillnader mellan riskfria och riskfyllda tillgångar fanns det dock inga förväntningar om en snabb konjunktumedgång.

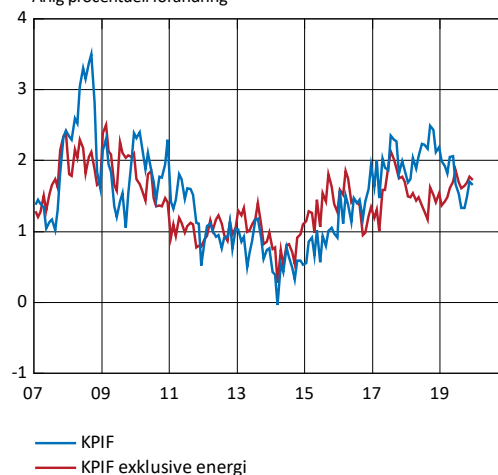
Den svenska kronan försvagades mot flera valutor under året, vilket avspeglade sig i kronindex (KIX) som väger samman kronans växelkurser mot valutorna i de länder som är viktigast för Sveriges transaktioner med omvärlden. Valutorna i många små öppna ekonomier som den svenska brukar försvagas i tider då osäkerheten på de finansiella marknaderna stiger (se diagram 4:7). Kronan försvagades dessutom i samband med att statistik publicerades som indikerade att den inhemska ekonomiska utvecklingen skulle bli svagare än vad marknadsaktörerna förväntat sig. Även

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



Anm. BNP i omvärlden är sammanvägd med vikterna i kronindex (KIX).
Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

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



Källor: SCB och Riksbanken

förväntningar om lägre räntor under längre tid i Sverige och i omvärlden kan ha bidragit till att kronan försvagades.³

Den svenska ekonomin bromsade in lite snabbare än väntat under 2019 efter en lång period av stark utveckling på arbetsmarknaden och god BNP-tillväxt (se diagram 2:1). Arbetslösheten steg något 2019, men andelen sysselsatta i befolkningen 15–74 år var oförändrat hög i ett historiskt perspektiv. KPIF-inflationen, som varit nära målet sedan början av 2017, sjönk under hösten men steg igen mot slutet av året (se diagram 2:2). I genomsnitt under 2019 var KPIF-inflationen 1,7 procent. Utvecklingen i den svenska ekonomin 2019 beskrivs vidare i kapitel 1.

Nedan följer en kort redogörelse för penningpolitiken 2019 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.

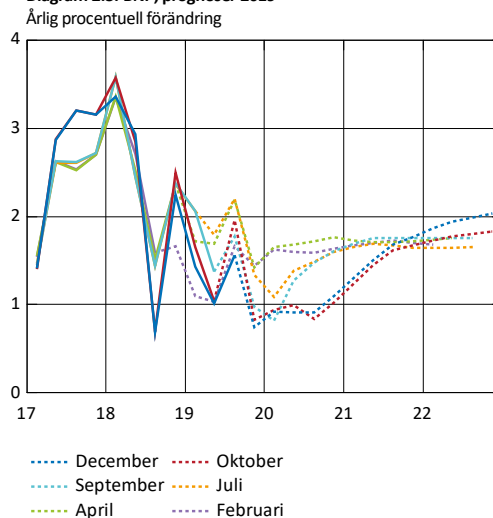
Fortsatt stark konjunktur men lägre tillväxt och stor osäkerhet om utsikterna

I december 2018 höjde Riksbanken reporäntan till –0,25 procent. Det var första gången räntan höjdes sedan 2011. I inledningen av 2019 noterade Riksbanken att konjunkturutvecklingen både i omvärlden och i Sverige gått in i en mognare fas och att en lägre tillväxt jämfört med de föregående åren var att vänta (se diagram 2:3). Men trots att tillväxttakten var lägre var konjunkturläget fortfarande starkt i Sverige. Utvecklingen i den globala ekonomin var dock fortsatt osäker och det fanns skäl för penningpolitiken att gå försiktigt fram. Riksbankens prognos indikerade att nästa höjning av reporäntan skulle ske under andra halvåret 2019, under förutsättning att konjunktur- och inflationsutsikterna stod sig. Sannolikt skulle räntan därefter behöva höjas i långsam takt för att inflationen skulle hålla sig kring inflationsmålet.

Lägre inflation än väntat både i omvärlden och i Sverige

Vid det penningpolitiska mötet i april konstaterade Riksbanken att tillväxten i omvärlden hade dämpats ungefär i linje med den tidigare bedömningen men att inflationen, särskilt i euroområdet, blivit svagare än väntat. Även i Sverige hade inflationen blivit oväntat låg. Det berodde delvis på tillfälliga faktorer, men också på att de stigande kostnaderna och den starka konjunkturen hade fått mindre effekter på inflationen än väntat. I ljuset av detta reviderade Riksbanken ned inflationsprognosen (se diagram 2:4). Eftersom inflationsutsikterna såg något svagare ut reviderades även bedömningen av reporäntan ned. Prognosen indikerade nu att nästa höjning skulle ske mot slutet av året eller i början av 2020 och att räntehöjningarna därefter skulle ske i något långsammare takt jämfört med bedömningen i februari (se diagram 2:5).

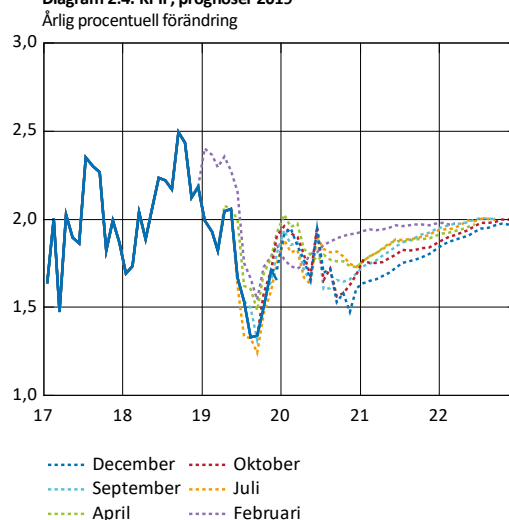
Diagram 2:3. BNP, prognoser 2019



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

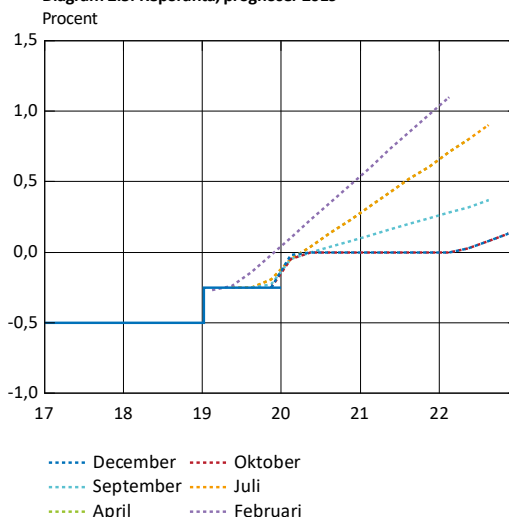
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:4. KPIF, prognoser 2019



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:5. Reporänta, prognoser 2019



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden. Räntebanan i april och juli är identiska och räntebana i december sammanfaller i stort sett med banan i oktober.

Källa: Riksbanken

³ Se vidare avsnittet om växelkursen i avsnittet "Den penningpolitiska debatten" i kapitel 4.

Ökad osäkerhet om den internationella konjunkturen

Osäkerheten om den globala ekonomiska utvecklingen ökade under sommaren och hösten. Oron för att handelsrelationerna mellan USA och Kina skulle försämrats ytterligare tillsammans med osäkerheten kring Storbritanniens utträde ur EU bidrog till att försämra stämningläget, vilket påverkade prissättningen på de finansiella marknaderna. Marknadsräntorna föll då flera centralbanker sänkte sina styrräntor eller kommunicerade att penningpolitiken skulle kunna bli mer expansiv.

I konkurrensviktade termer utvecklades kronan svagare än väntat (se diagram 2:6). Till en inte obetydlig del var det en effekt av den ökade osäkerheten i världsekonomin och på de finansiella marknaderna, men det berodde också på att ny statistik indikerade att den inhemska ekonomiska utvecklingen skulle bli svagare än vad marknadsaktörerna förväntat sig. I september konstaterade Riksbanken att realekonomin och inflationen i omvärlden ändå i stora drag utvecklats enligt förväntan. Liksom tidigare indikerade Riksbankens prognos att nästa höjning av reporäntan skulle ske mot slutet av året eller i början av 2020. Därefter väntades dock höjningarna ske i en långsammare takt på grund av de låga räntorna och det försämrade stämningläget i omvärlden.

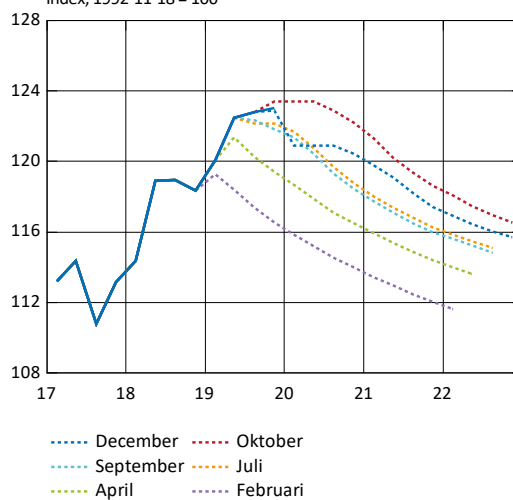
Snabbare avmattning av konjunkturen än väntat men oförändrade utsikter för inflationen det närmaste året

Ny information vid det penningpolitiska mötet i oktober indikerade att konjunkturen mattats av snabbare än väntat. Avmattningen skedde dock från ett läge med hög tillväxt och god utveckling på arbetsmarknaden (se diagram 2:7).⁴ Sammantaget gav prognoserna inte bilden av någon kommande lågkonjunktur, vare sig i Sverige eller i omvärlden. Inflationsutsikterna för det närmaste året var oförändrade och Riksbankens prognos för reporäntan fram till mitten av 2020 var därför densamma. Riksbanken kommunicerade att prognosen indikerade att räntan mest sannolikt skulle höjas till noll procent i december. Osäkerheten om de ekonomiska utsikterna gjorde det dock svårt att säga när det kunde vara lämpligt att höja räntan därefter. Resursutnyttjandet skulle enligt bedömningen också sjunka mot en normal nivå lite snabbare än i prognosen från september. Prognosen för reporäntan på längre sikt reviderades därför ned och innebar att reporäntan förutsågs vara oförändrad en längre tid efter den sannolika höjningen i närtid.

Höjning av reporäntan till noll procent i december

Utvecklingen i både omvärlden och Sverige mot slutet av året blev ungefär som Riksbanken förväntat sig. Stämningläget på de finansiella marknaderna hade förbättrats och enligt

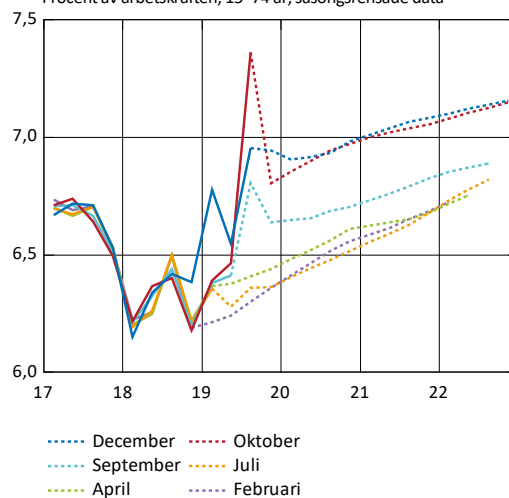
Diagram 2:6. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX, prognoser 2019
Index, 1992-11-18 = 100



Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt mot valutor i de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 2:7. Arbetslöshet, prognoser 2019
Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Anm. I diagrammet syns flera utfallslinjer. Det beror delvis på att serierna är säsongrensade och säsongrensningen kan förändras då ett nytt utfall publiceras. I november reviderade SCB också utfallet för perioden juli–september på grund av kvalitetsbrister i den tidigare publicerade statistiken. Diagrammet ger bilden av att Riksbankens prognos i oktober utgick från det då oreviderade utfallet. Det stämmer dock inte. I oktober var det känt att SCB skulle revidera statistiken och Riksbankens prognos baserades därför på en bedömning av hur statistiken skulle komma att revideras. Den bedömningen visade sig stämma relativt väl, vilket framgår vid en jämförelse av den blå heldragna linjen med den röda streckade linjen.

Källor: SCB och Riksbanken

⁴ Under en period hade utfallen från SCB:s arbetskraftsundersökningar (AKU) indikerat att inbromsningen på arbetsmarknaden var betydligt snabbare än väntat. Under hösten uppmärksammade SCB dock att statistiken påverkats av allvarliga kvalitetsbrister i datainsamlingen och utfallen för perioden juli 2018–september 2019 reviderades. Se marginalrutan "Reviderad arbetsmarknadsstatistik efter felaktigheter i AKU".

prissättningen på marknaderna räknade aktörerna med att konjunkturavmattningen skulle bli begränsad. Tillväxten i omvärlden hade blivit något högre än i Riksbankens bedömning i oktober och indikatorer på företagens förväntningar om framtiden hade stabiliserats. För Sverige visade korrigerad AKU-statistik att det skett en gradvis inbromsning på arbetsmarknaden i linje med Riksbankens tidigare bedömning.

Sammantaget var bilden att konjunkturen mattats av från ett starkt till ett mer normalt läge. Som väntat hade inflationen stigit igen under hösten efter att energipriserna stabiliserats, och förutsättningarna för en inflation nära målet framöver bedömdes vara goda. I linje med bedömningen i oktober höjdes därför reporäntan till noll procent i december. Prognosen för reporäntan var oförändrad och räntan väntades vara kvar på noll procent de närmaste åren.

Riksbankens innehav av statsobligationer hålls på ungefär samma nivå som då nettoköpen avslutades

I april 2019 gjorde direktionen bedömningen att penningpolitiken behövde vara fortsatt expansiv för att inflationen skulle stabiliseras runt målet på 2 procent. För att behålla en lämplig nivå på innehavet av statsobligationer och Riksbankens närvaro på marknaden beslutade direktionen därför att Riksbanken under perioden juli 2019–december 2020 skulle köpa svenska statsobligationer till ett nominellt belopp om 45 miljarder kronor (se diagram 2:9). Det motsvarar ungefär hälften av de betalningar från förfall och kuponger som Riksbanken tar emot under denna period (de tidigare besluten om löpande återinvesteringar upphävdes samtidigt).

Beslutet innebär att Riksbankens innehav av statsobligationer hålls på ungefär samma nivå som det varit i genomsnitt sedan början av 2018, det vill säga efter det att nettoköpen avslutades (se diagram 2:10).

Direktionens diskussion och penningpolitiska överväganden

Osäkerhet om världsekonomin och svårbedömda konjunkturutsikter

De penningpolitiska besluten under 2019 fattades mot en bakgrund av ökad osäkerhet om den internationella konjunkturutvecklingen. Osäkerheten bottnade i flera faktorer. Det var dels oklart hur spelreglerna för den internationella handeln skulle påverkas av handelskonflikten mellan USA och Kina och vad det skulle få för konsekvenser för handelsmönstren och för näringslivet i stort. Det fanns även oklarheter kring Storbritanniens utträde ur EU och

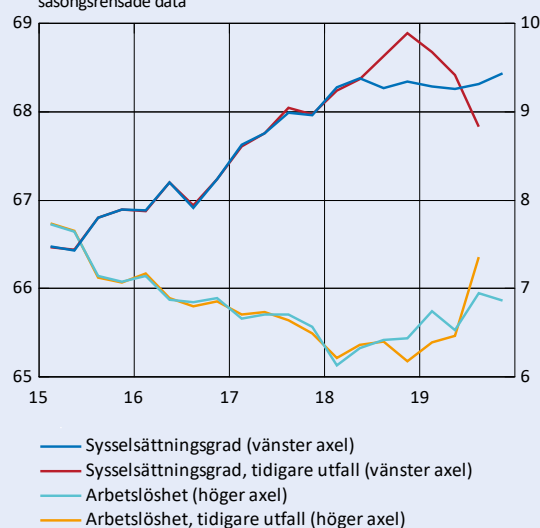
Reviderad arbetsmarknadsstatistik efter felaktigheter i AKU

Arbetskraftsundersökningarna (AKU) är en urvalsundersökning som utförs varje månad genom telefonintervjuer med cirka 29 500 personer. Sedan juli 2018 har ett externt datainsamlingsföretag, Evry, samlat in halva urvalet. Under hösten uppmärksammade SCB allvarliga kvalitetsbrister i Evrys datainsamling vilket innebar att den publicerade statistiken var missvisande.

I november beslutade SCB därför att publicera reviderad arbetsmarknadsstatistik för perioden juli 2018–september 2019. Denna bygger nu enbart på hälften av urvalet – den del av undersökningen som SCB:s egen insamlingsavdelning ansvarar för. Att statistiken nu baseras på ett urval som är hälften så stort ökar osäkerheten i siffrorna. AKU har också under en längre tid haft bekymmer med stora bortfall, det senaste året har de varit nära 50 procent. Ett mer begränsat urval gör det också mer problematiskt att analysera statistiken på detaljerad nivå. Detta innebär att AKU-statistiken blir mindre användbar som underlag för beslutsfattare.⁵ SCB har kommunicerat att man under 2020 kommer att utöka den egna insamlingen, men inte till samma urvalsstorlek som man hade tidigare. SCB har också tillsammans med andra myndigheter inlett ett omfattande och långsiktigt förändringsarbete för statistik på arbetsmarknadsområdet, vilket Riksbanken givetvis ser positivt på.

Den reviderade statistiken visar att sysselsättningen sedan början av 2018 har vuxit ungefär i linje med befolkningen 15–74 år (se diagram 2:8). Samtidigt har arbetslösheten reviderats upp från juli 2018 till juni 2019 men därefter reviderats ner. Därmed är bilden av att det skulle ha skett en dramatisk inbromsning på svensk arbetsmarknad ändrad och utfallet visar nu att arbetslösheten var som lägst i början på 2018 och därefter har stigit i långsam takt. I och med revideringen av AKU stämmer bilden bättre överens med mått på arbetslöshet från andra statistikkällor, till exempel Arbetsförmedlingen.

Diagram 2:8. Revidering av sysselsättningsgrad och arbetslöshet
Procent av befolkningen respektive arbetskraften, 15–74 år, säsongsrensade data



Anm. Serierna avser kvartalsdata.

Källa: SCB

⁵ Riksbanken använder även andra källor än AKU för att få en nyanserad och mer komplett bild av arbetsmarknaden. Se exempelvis Häkkinen Skans, I., "Utvecklingen på arbetsmarknaden enligt olika källor", Ekonomiska kommentarer nr 6 2019, Sveriges riksbank, för en beskrivning och diskussion om olika statistikkällor som mäter utvecklingen på arbetsmarknaden.

konsekvenserna för både Storbritannien och övriga Europa. Ytterligare osäkerhetsfaktorer var problemen med statsfinanserna och banksektorn i Italien.

Riskerna för den internationella konjunkturutvecklingen kopplade till dessa faktorer var ett stående inslag i direktionens penningpolitiska överväganden under 2019. Dessa risker var dock svåra att siffrasätta i prognoserna. Om riskerna materialiserades skulle effekten på konjunkturen bli betydande och en helt annan penningpolitik ligga i korten. Det var visserligen inte aktuellt för penningpolitiken att ta höjd för en sådan utveckling i förväg. Men osäkerheten om utsikterna och riskerna för en stark inbromsning i konjunkturen talade för att gå försiktigt fram med penningpolitiken generellt sett.

Konjunkturen gav stöd till inflationen

Inflationens utveckling, utsikterna på kort och lång sikt och inflationsförväntningarna var som alltid i fokus i direktionens överväganden. Under 2017–2018 låg inflationen i Sverige nära Riksbankens inflationsmål på 2 procent. I inledningen av 2019 var inflationen fortsatt nära målet, men sjönk sedan tillbaka i takt med att bidraget från ökningstakten i energipriserna blev mindre.

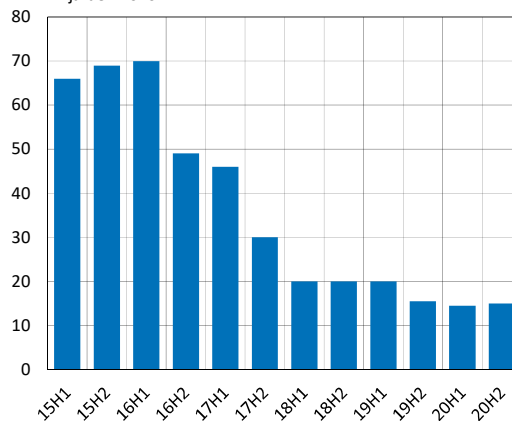
Att inflationen skulle utvecklas på det sättet var väntat. Under vintern sjönk dock inflationen lite snabbare än i Riksbankens bedömning, vilket delvis förklarades av tillfälliga faktorer och delvis av att den starka konjunkturen och den svaga kronan påverkade inflationen i något mindre utsträckning än väntat. Enligt Riksbankens olika mått steg dock den underliggande, mer varaktiga, delen av inflationen. Bedömningen var att inflationen skulle stiga igen under året, vilket den också gjorde.

Konjunkturen dämpades något snabbare än väntat och stämningläget i omvärlden försämrades, vilket dämpade de svenska inflationsutsikterna. Mer expansiv penningpolitik i många länder väntades dock bidra till att stabilisera konjunkturutvecklingen. Det svenska konjunkturläget var vid denna tid fortsatt gott och förutsättningarna för att inflationen skulle vara nära inflationsmålet även de närmaste åren bedömdes vara goda, givet att räntehöjningarna skedde i långsammare takt.

Bostadsmarknaden och hushållens skuldsättning riskfaktorer för svensk ekonomi

Liksom tidigare år konstaterade direktionen under 2019 att en av de största inhemska riskerna var utvecklingen på den svenska bostadsmarknaden. I det korta perspektivet skulle den kunna påverka konjunkturutvecklingen. Uppgången i bostadsbyggandet och den höga ökningstakten i bostadspriserna bidrog under tidigare år till den starka efterfrågan i svensk ekonomi. Efter att bostadsmarknaden bromsat in 2017 sjönk priserna (se diagram 2:11). Priserna återhämtade sig sedan något, men i inledningen av 2019 var

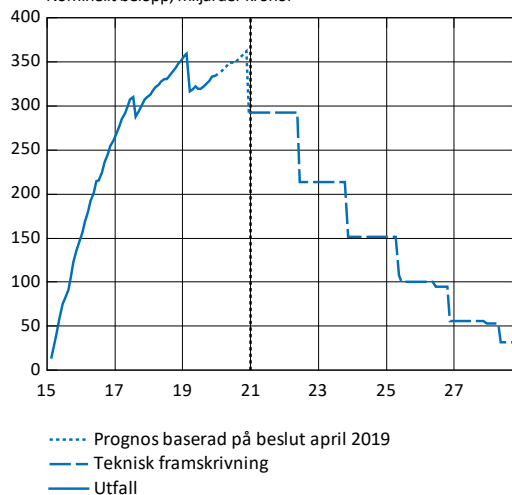
Diagram 2:9. Riksbankens köp av statsobligationer
Miljarder kronor



Anm. Nominellt belopp. Utvecklingen från och med 2020 är en prognos. De slutliga beloppen kommer att bero på aktuella marknadspriser.

Källa: Riksbanken

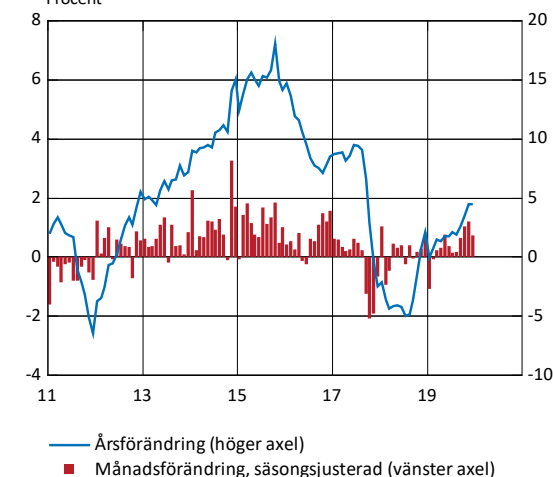
Diagram 2:10. Riksbankens innehav av statsobligationer
Nominellt belopp, miljarder kronor



Anm. Prognos fram till december 2020, därefter en teknisk framskrivning under antagandet att inga ytterligare köp görs. Detta var bedömningen som gjordes fram till och med det penningpolitiska mötet i februari. Vertikal linje markerar skiftet mellan prognos och teknisk framskrivning.

Källa: Riksbanken

Diagram 2:11. Bostadspriser enligt HOX Sverige
Procent



Källor: Valueguard och Riksbanken

utvecklingen framöver osäker. En fråga som ställdes var hur ett ytterligare prisfall skulle påverka bostadsinvesteringarna och hushållens framtidstro och konsumtion. Mot slutet av året började dock bostadspriserna öka något snabbare och osäkerheten om utvecklingen på kort sikt minskade något.

Direktionen noterade samtidigt att bostadsmarknaden också utgör en risk för svensk ekonomi i ett längre perspektiv, vilket beror på att marknaden har en rad strukturella problem som skapar obalanser och risker, bland annat kopplade till den höga och växande skuldsättningen hos hushållen (se diagram 2:12). Den gör svensk ekonomi sårbar och riskerar att skapa problem om den ekonomiska utvecklingen skulle försämrats. Problemen på bostadsmarknaden påverkar också effektiviteten i ekonomin i och med att det blir svårare att flytta, till exempel när man byter arbete. För att komma till rätta med dessa strukturella problem behövs reformer inom bostads- och skattepolitiken.

Utvecklingen ungefär som väntat, men påtagliga risker för sämre konjunktur

Direktionens överväganden under året gjordes mot bakgrund av en något motsägelsefull bild. I stora drag utvecklades ekonomin både internationellt och i Sverige enligt Riksbankens bedömningar. Efter att ha varit stark under ett antal år dämpades konjunkturen mot ett mer normalt läge. Inflationen sjönk tillfälligt men steg därefter som väntat och var tillbaka nära målet. Resursutnyttjandet bedömdes vara nära normala nivåer framöver och även om konjunkturutsikterna reviderades ned gav de inte bilden av någon lågkonjunktur. Samtidigt påverkade osäkerheten om den internationella konjunkturen stämningssläget; riskerna för en svagare utveckling växte och räntorna sjönk i omvärlden.

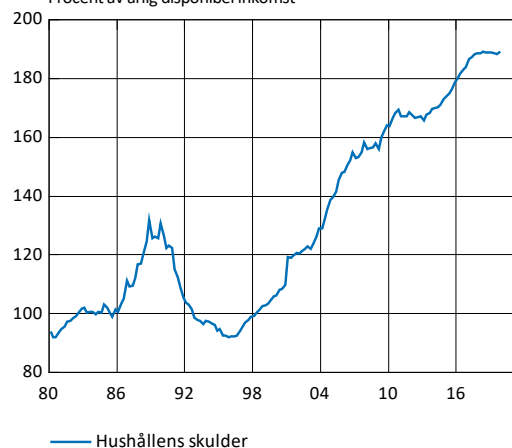
Eftersom utvecklingen mot ett mer normalt konjunkturläge gick snabbare än väntat påverkades inflationsutsikterna och direktionen justerade därför ned prognosen för reporäntan på längre sikt. I sina överväganden hade direktionsledamöterna lite olika uppfattningar om inflationsbilden och riskerna för inflationsutsikterna, vilket bland annat medförde att det fanns något olika uppfattningar om huruvida höjningen av reporäntan mot slutet av året borde genomföras eller senareläggas.

Efter att ha varit negativ sedan början av 2015 höjdes reporäntan till noll procent i december. Direktionens bedömning är att den negativa reporäntan har fungerat väl och fått ett bra genomslag i ekonomin. Men om negativa nominella räntor uppfattas som ett mer permanent tillstånd kan olika ekonomiska aktörers beteende förändras och negativa effekter uppstå. Se vidare fördjupningen "Riksbankens erfarenheter av negativ reporänta".

Riksbanken beslutade att förenkla räntestyrningssystemet

Riksbankens beslut om reporäntan omsätts i praktiken genom Riksbankens penningpolitiska räntestyrningssystem. Med hjälp av detta system ser Riksbanken till att de allra kortaste marknadsräntorna stabiliseras nära reporäntan. I juli aviserade Riksbanken att det var nödvändigt att förändra styrsystemet eftersom utvecklingen på betalningsmarknaden ställer nya krav på längre öppethållande och bättre tillgång till betalningssystemet. Efter att ha beaktat synpunkter från bland andra sina penningpolitiska motparter beslutade Riksbanken i september att genomföra vissa förändringar för att göra styrsystemet enklare och mer flexibelt. Förändringarna sker i två steg, där det första togs i början av oktober 2019. Anpassningarna av styrsystemet är av teknisk natur och är inte avsedda att ha några penningpolitiska effekter.⁶

Diagram 2:12. Hushållens skulder
Procent av årlig disponibel inkomst



Anm. Hushållens totala skulder som andel av deras disponibla inkomster summerade över de senaste fyra kvartalen.

Källor: SCB och Riksbanken

⁶ Detaljer om förändringarna och bakgrunden till dem finns i fördjupningen "Riksbankens räntestyrningssystem behöver anpassas till nya förutsättningar" i Penningpolitisk rapport juli 2019 samt beslutsunderlaget "Förändringar av Riksbankens penningpolitiska styrsystem", bilaga A till direktionens protokoll den 30 september 2019 och "Riksbankens nya räntestyrningssystem. En remiss från Sveriges riksbank", juli 2019.

Penningpolitiska beslut 2019

12 februari	Reporäntan lämnades oförändrad på –0,25 procent. Prognosen för reporäntan lämnades också oförändrad och indikerade att räntan skulle höjas igen under andra halvåret 2019 under förutsättning att konjunktur- och inflationsutsikterna stod sig. Mandatet som underlättade snabba interventioner på valutamarknaden, som förlängts ett flertal gånger sedan det infördes 2016, löpte ut den 12 februari 2019. Direktionen valde att inte förlänga det ytterligare.
24 april	Reporäntan lämnades oförändrad på –0,25 procent. Prognosen för reporäntan reviderades ned. Den indikerade nu att räntan skulle höjas igen mot slutet av året eller i början av 2020. Därefter väntades höjningarna ske i något långsammare takt. Direktionen beslutade också att Riksbanken från juli 2019 till december 2020 skulle köpa statsobligationer till ett nominellt belopp om 45 miljarder kronor. Detta för att bibehålla en lämplig nivå på innehavet och Riksbankens närvaro på marknaden. Martin Flodén och Henry Ohlsson reserverade sig mot beslutet att köpa statsobligationer från juli 2019 till december 2020. De ansåg att ytterligare köp inte på ett tydligt sätt skulle bidra till penningpolitikens måluppfyllelse, men att det fanns risker förknippade med ytterligare köp. De hänvisade även till sina tidigare reservationer i samband med direktionens beslut om obligationsköp.
2 juli	Reporäntan lämnades oförändrad på –0,25 procent. Prognosen för reporäntan lämnades också oförändrad och indikerade att räntan skulle höjas igen mot slutet av året eller i början av 2020.
4 september	Reporäntan lämnades oförändrad på –0,25 procent. Prognosen för reporäntan reviderades ned något. Liksom tidigare innebar prognosen att räntan skulle höjas mot slutet av året eller i början av 2020. Därefter väntades dock höjningarna av räntan ske i en långsammare takt än i föregående prognos.
23 oktober	Reporäntan lämnades oförändrad på –0,25 procent. Prognosen för reporäntan på kort sikt var oförändrad och innebar en höjning av räntan i närtid, mest sannolikt i december. Prognosen för reporäntan därefter

18 december	<p>indikerade en längre period med oförändrad reporänta jämfört med tidigare bedömning. Reporäntan höjdes till noll procent. Prognosen för reporäntan lämnades oförändrad. Anna Breman och Per Jansson reserverade sig mot beslutet att höja reporäntan. Breman ansåg att man genom att vänta med att höja reporäntan i närtid skulle öka sannolikheten för att inflationen varaktigt skulle hålla sig nära målet. Hon ansåg även att det skulle öka möjligheten att fortsätta med långsamma höjningar av reporäntan kommande år. Hon föredrog en räntebana som indikerade en höjning under första halvåret 2020 och därefter en höjning ungefär en gång per år under 2021 och 2022. Jansson förespråkade en räntebana som indikerade att räntan skulle höjas en bit in på prognosperioden, i ett läge då det kunde antas att förutsättningarna för att framöver klara inflationsmålet skulle se lite bättre ut.</p>
-------------	--

FÖRDJUPNING – Riksbankens erfarenheter av negativ reporänta

I februari 2015 sänkte Riksbanken för första gången någonsin reporäntan under noll. Inflationen hade då länge legat under målet och inflationsförväntningarna riskerade att bita sig fast på alltför låga nivåer. I februari 2016 hade reporäntan sänkts till $-0,50$ procent. Efter hand började inflationen stiga och var så småningom åter nära 2 procent. I december 2018 höjdes reporäntan till $-0,25$ procent och i december 2019 till noll procent. Riksbanken blev därmed den första centralbank som haft negativ styrränta och höjt räntan tillbaka till noll. Det kan därför finnas skäl att summera Riksbankens erfarenheter så här långt av en politik med negativ styrränta. Riksbankens bedömning är att den negativa räntan har haft en expansiv effekt på ekonomin och bidragit till att inflationen legat nära målet de senaste åren.

Varför negativ reporänta?

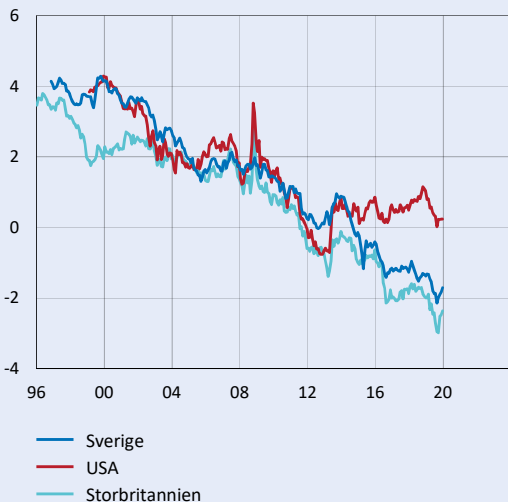
Sedan början av 2015 har Riksbanken fört en mycket expansiv penningpolitik, med negativ reporänta och stora köp av statsobligationer. Direktionen bedömde att denna expansiva penningpolitik var nödvändig för att få inflationen tillbaka till 2 procent och på så sätt upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Vilka fördelarna är med ett inflationsmål och varför det är bra om målet är 2 procent diskuteras mer i detalj i avsnittet ”Syftet med inflationsmålet” i kapitel 4.

En viktig principiell förklaring till att reporäntan behövt vara negativ är att det allmänna ränteläget i Sverige och omvärlden har kommit att bli historiskt lågt. Detta beror i sin tur på strukturella faktorer som den demografiska utvecklingen och trender i produktiviteten som har

medfört att det reala ränteläget i världen har fallit de senaste decennierna (se diagram 2:13).⁷ Denna utveckling har centralbankerna inte möjlighet att styra.

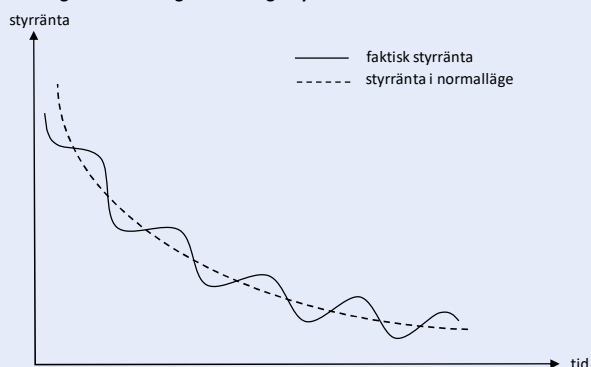
Hur detta har bidragit till att reporäntan behövt vara negativ förklaras enklast schematiskt med hjälp av diagram 2:14.

Diagram 2:13. Reala statsobligationsräntor, 10 års löptid
Procent



Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken

Diagram 2:14. Den genomsnittliga styrräntan har fallit



En konsekvens av det låga ränteläget är att den nivå då centralbankernas styrräntor är ”neutrala” – det vill säga varken expansiva eller åtstramande – har sjunkit med tiden. I diagram 2:14 representeras den neutrala styrräntan av den streckade linjen.

När centralbanker bedriver penningpolitik via styrräntan så ändrar de den på det sätt som beskrivs av den heldragna linjen. En ränta som är lägre än den neutrala stimulerar efterfrågan och inflationen, medan en ränta som är högre än den neutrala har den motsatta effekten. När den neutrala räntan är mycket låg kan centralbankens styrränta behöva vara negativ för att få en tillräckligt expansiv effekt. Att Riksbankens reporänta varit negativ beror således dels på att det allmänna ränteläget

⁷ En bidragande orsak till att de *nominella* räntorna i världen fallit och i dag är lägre än för ett antal decennier sedan är att inflationen fallit på grund av exempelvis introduktionen av inflationsmålpolitiken. I den nominella räntan ingår ju kompensering för inflationen.

är mycket lågt, dels på att Riksbanken behövt föra en mycket expansiv politik för att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet.

Den negativa reporäntan har haft expansiv effekt

Eftersom en negativ reporänta inte hade använts tidigare i Sverige behövde beslutet att införa en sådan bygga på en noggrann analys.⁸ En del av underlaget publicerades under hösten 2015 i form av en Ekonomisk kommentar.⁹ Där analyserades bland annat om en negativ reporänta kunde förväntas ha mindre effekt på andra räntor i ekonomin än en positiv. I syfte att prova sig fram i denna nya miljö sänkte Riksbanken reporäntan i mindre steg än vanligt.

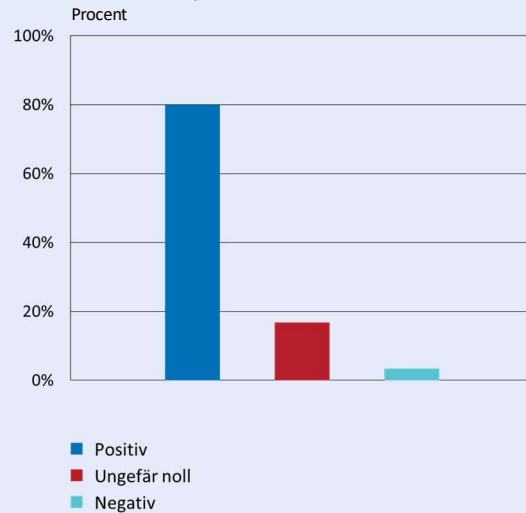
En farhåga som en del lyft fram var att sänkningar i det negativa området inte skulle vara verkningsfulla, utan kanske till och med kontraproduktiva.¹⁰ En empirisk studie som Riksbanken gjort visar dock att den negativa reporäntan har haft ett starkt och omedelbart genomslag på svenska penningmarknadsräntor och utlåningsräntor till företag, även om genomslaget på utlåningsräntor till hushåll varit svagare och långsammare.¹¹ I studien görs bedömningen att de flesta av de kanaler genom vilka penningpolitiken verkar, exempelvis marknadsräntorna och växelkursen, har fungerat ungefär som vanligt även vid negativ ränta. Slutsatsen är att den negativa reporäntan bidragit till att göra penningpolitiken mer expansiv, även om kanalen som verkar via banklån till hushållen kan ha varit mer dämpad än normalt. Det framhålls dock också att det inte går att utesluta att genomslaget gradvis skulle försvagas om reporäntan skulle sänkas lägre än –0,5 procent.

En annan typ av information kommer från Riksbankens företagsundersökning. I november 2019 fick företagen frågan hur ränteläget de senaste fem åren har påverkat företagets verksamhet.¹² Under denna tid har reporäntan nästan uteslutande varit negativ.

Fyra av fem företag bedömde att det låga ränteläget hade haft en positiv nettoeffekt på deras verksamhet, främst genom att de låga räntorna hade bidragit till att hålla den allmänna efterfrågan i ekonomin uppe (se diagram 2:14). En knapp femtedel ansåg att effekten varit ungefär noll, medan en liten andel ansåg att det låga ränteläget haft en negativ effekt på verksamheten.

Diagram 2:15. Fråga i Riksbankens företagsundersökning

Om det låga ränteläget under de senaste fem åren: Vad är er bedömning av nettoeffekten på er verksamhet?



Anm. Viktad andel företag som valt respektive svarsalternativ.

Källa: Riksbankens företagsundersökning

Internationella erfarenheter ger liknande bild

Centralbanker i flera andra ekonomier har också infört negativ styrränta, till exempel i Danmark, Schweiz, Japan och inom euroområdet. En rapport från the Committee on the Global Financial System (CGFS) vid Bank for International Settlements (BIS) har samlat centralbankernas erfarenheter av okonventionell penningpolitik.¹³ En övergripande slutsats är att den negativa styrräntan har varit verkningsfull. Man konstaterar också, på samma sätt som varit fallet i Sverige, att den penningpolitiska transmissionen har fungerat ungefär som normalt, med undantag för att inlåningsräntorna till hushåll i många fall inte sjunkit under noll.¹⁴

Altavilla med flera har studerat hur negativa styrräntor påverkar banker och företag i euroområdet.¹⁵ De finner att så länge bankerna är sunda och välfungerande stimulerar en negativ styrränta den ekonomiska aktiviteten.¹⁶ Brunnermeier och Koby, som också studerar euroområdet, försöker skatta vid vilken styrränta som ytterligare räntesänkningar inte längre stimulerar

⁸ Negativ styrränta hade strax innan införts i euroområdet, Danmark och Schweiz. Redan från juli 2009 var bankernas inlåningsränta i Riksbanken, den nedre gränsen i räntekorridoren, negativ under en period då Riksbanken sänkte reporäntan till 0,25 procent. Det var dock först i februari 2015 som reporäntan sänktes under noll.

⁹ J. Alsterlind, H. Armelius, D. Forsman, B. Jönsson och A.-L. Wretman, "Hur långt kan reporäntan sänkas?", Ekonomiska kommentarer, nr. 11, Sveriges riksbank, 2015.

¹⁰ Se till exempel G.B. Eggertsson, R. E. Juelsrud, L. H. Summers och E. Gezt Wold, "Negative Nominal Interest Rates and the Bank Lending Channel", NBER Working Paper No. 25416, January 2019. De konstruerar en modell som de kalibrerar med svenska data. De menar att en reporänta på –0,50 inte längre sänker utlåningsräntan utan ökar den.

¹¹ H. Erikson och D. Vestin, "Pass-through at Mildly Negative Policy Rates: The Swedish Case", Staff Memo January 2019, Sveriges riksbank.

¹² Riksbankens Företagsundersökning November 2019.

¹³ "Unconventional Monetary Policy Tools: A Cross-Country Analysis", CGFS Papers No. 63, October 2019, Bank for International Settlements. Med okonventionell penningpolitik avses förutom negativ styrränta exempelvis köp av olika tillgångar och så kallad "forward guidance".

¹⁴ Se även "Negative Interest Rate Policies—Initial Experiences and Assessments", IMF Policy Paper, August 2017, International Monetary Fund för en tidigare genomgång av den internationella erfarenheterna.

¹⁵ C. Altavilla, L. Burlon, M. Gianetti och S. Holton, "Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms", ECB Working Paper Series No. 2289, 2019.

¹⁶ Se även M. Rostagno, C. Altavilla, G. Carboni, W. Lemke, R. Motto, A. Saint Guilhem och J. Yianguou, "A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20", ECB Working Paper Series, No. 2346, december 2019, för en genomgång av euroområdets erfarenheter av okonventionell penningpolitik i stort.

utlåningen utan istället verkar åtstramande. De finner att den ligger på ungefär –1 procent.¹⁷

Sammantaget visar de praktiska erfarenheterna hittills både från Sverige och från andra länder att penningpolitiken fungerar även när styrräntan är negativ, i varje fall på de hittills relativt måttligt negativa nivåerna.

Sidoeffekter – av negativ ränta eller låg ränta?

Riksbankens analys från 2015 betonade också att en negativ ränta kan ha oönskade sidoeffekter. Här är det viktigt att skilja på effekter av att reporäntan är *låg* och penningpolitiken överlag expansiv respektive att reporäntan är sänkt till en negativ nivå. En negativ styrränta är givetvis en särskilt låg ränta, men det finns ändå skäl att göra en principiell åtskillnad. I den mån exempelvis försvagningen av kronan under de senaste åren beror på penningpolitiken handlar det om att politiken har varit expansiv, snarare än om att reporäntan varit negativ *per se*. Att växelkursen upplevts som alltför svag är således inte ett argument mot just *negativ* styrränta.

Negativ reporänta har inte lett till stora kontantuttag

En sidoeffekt som specifikt handlar om negativ ränta är att om inlåningsräntorna blir tillräckligt negativa för stora grupper, framför allt hushållen, så kan dessa komma att ta ut sina besparingar från bankerna och istället hålla dem i kontanter. Skälet är att avkastningen på kontanter är noll och således högre än den negativa räntan på inlåningen. Om en sådan situation skulle uppstå innebär det att centralbanken inte längre kan använda styrräntan för att stimulera efterfrågan.

Stora uttag av kontanter kan också leda till en likviditetsrisk för bankerna i och med att delar av deras finansiering försvinner och måste ersättas med marknadsfinansiering. Om utflödena blir stora eller mycket hastiga kan detta bli svårt för bankerna att hantera.

Men under perioden med negativ reporänta hade hushållen i Sverige inte negativ ränta på sin bankinlåning. Problemet med omfattande kontantuttag uppstod därmed inte. Det är möjligt att risken för detta är mindre i Sverige än i många andra länder. Eftersom vi i Sverige i stor utsträckning har övergått från kontanter till andra betalningssätt som betalkort och Swish upplevs sannolikt kostnaden för att hålla kontanter som högre. Det är därför tänkbart att svenska hushåll skulle avvakta längre med att reagera på negativ inlåningsränta än hushållen i många andra länder. Det är också värt att notera att företag och

kommuner har haft negativ inlåningsränta hos bankerna, men ändå inte tagit ut stora mängder kontanter.

... eller försvagade banker

En annan effekt som specifikt rör negativ ränta är att om bankerna väljer att *inte* låta inlåningsräntorna gå under noll, så minskar deras lönsamhet. Detta beror på att deras ränteintäkter minskar när ränteläget sjunker medan kostnaden för finansieringen via inlåning inte sjunker i samma utsträckning. Problemet med minskad lönsamhet är bland annat att det begränsar bankernas motståndskraft mot framtida förluster och därigenom kan bidra till finansiell instabilitet, och att deras kreditgivning kan komma att minska. De svenska storbankerna har dock haft god lönsamhet under hela perioden med negativ reporänta. Ett skäl har varit den höga efterfrågan på bolån, som har genererat betydande vinster.

Även i rapporten från CGFS vid BIS om de internationella erfarenheterna dras slutsatsen att den här typen av sidoeffekter hittills har varit hanterbara. Där framgår att bankernas bolånemarginaler har sjunkit, men det hänger samman med det låga ränteläget och inte specifikt med negativa räntor. Det har inte skett någon omfattande hamstring av kontanter internationellt, vilket i sin tur hänger samman med att inlåningsräntorna inte sjunkit under noll för särskilt många grupper.

Längre period med negativ ränta kan ändra incitamenten

Det ska poängteras att erfarenheterna både när det gäller hushållens inlåningsräntor och bankernas lönsamhet förstås avser perioden hittills med negativ ränta. I en hypotetisk situation där räntan skulle vara negativ under en längre period, eller vara betydligt mer negativ, är det möjligt att förutsättningarna och incitamenten skulle ändras. Exempelvis har flera banker i Danmark och Tyskland nu infört negativa inlåningsräntor för hushåll. Vad gäller Sverige måste man också tänka på att konkurrensen på den svenska bolånemarknaden har ökat de senaste åren i och med att fler aktörer har trätt in.¹⁸ Detta skulle kunna medföra att bankernas lönsamhet minskar framöver, vilket i sin tur skulle kunna påverka deras incitament att låta hushållens inlåningsräntor bli negativa.

Negativ ränta kan uppfattas som onaturligt

Ett annat möjligt problem med en negativ ränta är att den kan upplevas som onaturlig och svår att förhålla sig till. Det handlar till en del om att negativ ränta uppfattas som onormalt i det goda konjunkturläget som varit. Men det

¹⁷ M.K. Brunnermeier och Y. Koby, "The Reversal Interest Rate", NBER Working Paper 25406, december 2018. Mekanismen är i korthet att bankerna upphör att låna ut av omsorg om sin egen ekonomiska situation.

¹⁸ Se N. Engström, "Nya utmanare på bolånemarknaden – ökad konkurrens och möjlig räntepress", Ekonomiska kommentarer nr. 1 2020, Sveriges riksbank.

tycks också finnas en mer grundläggande skepsis till negativ ränta.

Negativ nominell ränta är historiskt sett ett nytt fenomen och det är inte särskilt anmärkningsvärt att det uppfattas som onormalt. Däremot har det inte varit ovanligt att den *reala* avkastningen på exempelvis bankkonton, det vill säga avkastningen justerad för inflationen, periodvis har varit negativ, även när den nominella räntan varit positiv. Eftersom det är den reala avkastningen som bestämmer människors köpkraft och det vanligtvis är köpkraften man bekymrar sig om kan synen att negativ nominell ränta är mer speciellt än negativ real ränta i viss mån ses som ett exempel på så kallad "penningillusion".¹⁹

Ett tecken på att negativ ränta upplevs som onaturligt är att det i Riksbankens företagsundersökning ofta förs fram argument som går ut på att negativ ränta av olika anledningar "känns intuitivt fel", trots att de ekonomiska effekterna sammantaget alltså anses vara positiva. Det är möjligt att de främsta komplikationerna med negativ ränta inte handlar så mycket om rent ekonomiska aspekter, utan mer om vad som enligt samhälleliga konventioner är gångbart och möjligt att skapa förståelse för.

... men kan komma att bli vanligare

Det reala ränteläget i världen kommer förmodligen att fortsätta att vara lågt under överskådlig tid. Därför är det möjligt att styrräntor under noll kommer att bli relativt vanliga under kommande decennier. Det kan därmed inte uteslutas att de ekonomiska aktörernas syn på vad som är normalt också gradvis kan komma att förändras.

Det centrala här är att även om aktörerna skulle börja se det som mer normalt att nominella räntor då och då är negativa så är det problematiskt om de börjar uppfatta en *inflation* väsentligt under 2 procent som något normalt. Om så skulle bli fallet och inflationen och inflationsförväntningarna fastnar på en mycket låg nivå kommer penningpolitiken att bli mindre effektiv och styrräntan negativ oftare.

Sidoeffekter av *expansiv politik* oundvikliga

Andra möjliga sidoeffekter handlar i grunden om att penningpolitiken varit *expansiv* snarare än om att reporäntan varit just negativ. Exempelvis har hushållens skulder ökat och många tillgångspriser har stigit, vilket kan ha lett till att förmögenhetsklyftorna blivit större.

Att en *expansiv* penningpolitik har effekter på tillgångspriser och skulder är en del av penningpolitikens transmissionsmekanism, på ungefär samma sätt som

penningpolitiken påverkar kronans kurs via växelkurskanalen.

När det gäller fördelningseffekter måste man naturligtvis också beakta de positiva effekterna av att en *expansiv* penningpolitik bidrar till högre sysselsättning och att exempelvis högre aktiepriser kommer många till del via ett utbrett sparande till pensioner och i fonder.

Man kan givetvis göra bedömningen att de negativa effekterna varit så stora att Riksbanken inte borde ha bedrivit en så *expansiv* politik som den gjort. I praktiken innebär detta i så fall att Riksbanken inte borde ha försökt upprätthålla förtroendet för inflationsmålet utan istället fokuserat på andra faktorer som inte är lagstadgade mål för penningpolitiken.²⁰

Starkt politiskt stöd för inflationsmålet

Som konstateras i kapitel 4 finns ett brett politiskt stöd för att Riksbankens huvuduppgift ska vara att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet på 2 procent. Det finns också goda ekonomiska skäl till att Riksbanken har denna uppgift. Riksbanken skiljer inte heller ut sig i det avseendet utan har i stort sett samma ramverk som alla andra centralbanker i länder med rörlig växelkurs.

I den ekonomisk-politiska rollfördelning som vi har beslutat om i Sverige är detta den uppgift Riksbanken har tilldelats. Finansinspektionen har fått ansvaret för makrotillsynen och ska bland annat motverka att alltför stora skulder byggs upp hos hushållen. Inkomst- och förmögenhetsfördelningen i samhället ligger inom regeringens ansvarsområde.

Låga realräntor viktig förklaring till höga skulder och bostadspriser

Som konstaterats ovan har det allmänna ränteläget fallit i världen. Det har också haft andra effekter än att centralbankernas styrräntor i ett neutralt läge har behövt följa med nedåt, som i diagram 2:14. Exempelvis är det en förklaring till att bostadspriserna och hushållens skulder i många länder, däribland Sverige, har stigit parallellt och nästan oavbrutet i mer än tjugo års tid (se diagram 2:16). Under den tiden har penningpolitiken varit både *expansiv* och *åtstramande*, det vill säga i termer av diagram 2:14 har reporäntan varit både nedanför och ovanför det neutrala läget.

Den *expansiva* penningpolitiken de senaste åren har bidragit till att pressa upp tillgångspriser och skulder ytterligare. Men den trendmässigt fallande realräntan i kombination med strukturella problem på bostadsmarknaden är sannolikt en viktigare faktor bakom att bostadspriser och skulder befinner sig på den nivå de

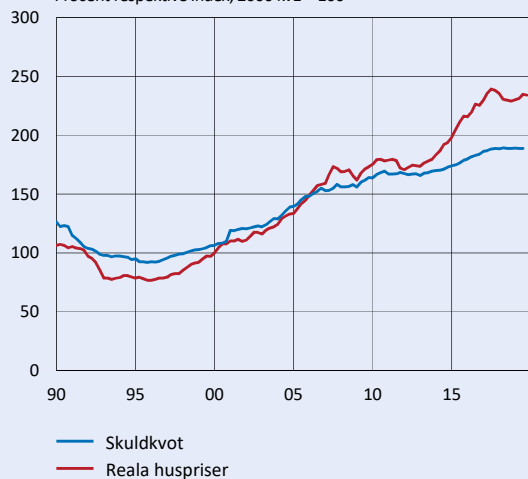
¹⁹ Penningillusion innebär en benägenhet att tänka i nominella termer i stället för reala och därmed bortse från att inflationen påverkar köpkraften.

²⁰ Alternativt kan man ha hypotesen att förtroendet skulle ha kunnat upprätthållas även om politiken inte hade varit så *expansiv* som den varit. Detta är givetvis svårt både att förkasta och att

styrka rent formellt. Men med tanke på att inflationen i början på 2015 var under 1 procent och de långsiktiga inflationsförväntningarna rekordlåga, och att den politik som bedrivits har haft effekt, är det dock rimligt att anta att det hade varit svårt att upprätthålla förtroendet för målet med en mindre *expansiv* politik.

gör idag. Utvecklingen på bostadsmarknaden har dock varit lugnare sedan 2017 och även uppgången i hushållens skulder har bromsat in de senaste åren, just därför att strukturella faktorer har ändrats medan penningpolitiken har fortsatt att vara expansiv.

Diagram 2:16. Hushållens skuldkvot och reala huspriser
Procent respektive index, 2000 kv1 = 100



Anm. Skuldkvoten avser skuldernas andel av hushållens årliga disponibla inkomster.
Reala huspriser avser fastighetsprisindex (småhus) deflaterade med KPIF.

Källor: SCB och Riksbanken

Sammanfattning

Riksbankens bedömning är att den negativa räntan har haft en expansiv effekt och bidragit till att inflationen legat nära målet de senaste åren. De potentiella problem som specifikt rör *negativ* ränta – omfattande kontantuttag och försvagade banker – har inte uppstått. Internationella erfarenheter talar också för att negativ ränta är en verkningsfull åtgärd.

Att reporäntan höjdes till noll berodde inte på att erfarenheterna av en lägre ränta var dåliga, utan på att Riksbanken bedömde att reporäntan inte längre behövde vara negativ. Att sänka reporäntan under noll är en penningpolitisk åtgärd som kan bli aktuell även i framtiden.

KAPITEL 3 – Riksbankens prognoser och penningpolitik de senaste åren

Penningpolitiken påverkar inflationen och den övriga ekonomin med viss fördröjning och baseras därför på prognoser. Normalt anpassar Riksbanken penningpolitiken så att prognosen för KPIF-inflationen hamnar nära målet på ett par års sikt. Det innebär att den penningpolitik som Riksbanken bedrev under 2017 och 2018 – och de prognoser den baserades på – hade stor betydelse för måluppfyllelsen 2019. Penningpolitiken var fortsatt mycket expansiv under 2017 och 2018, då reporäntan låg kvar på –0,5 procent samtidigt som Riksbankens innehav av statsobligationer var stort. I december 2018 genomfördes den första reporäntehöjningen sedan 2011, från –0,5 till –0,25 procent. Prognoserna som vägledde penningpolitiken under 2017 och 2018 fångade den framtida utvecklingen av inflationen och konjunkturen förhållandevis väl. Men avmattningen i den svenska konjunkturen blev något kraftigare än vad som avspeglades i prognoserna. Sammantaget har detta gjort att penningpolitiken i stora drag har följt prognoserna som skisserades under 2017 och 2018, men höjningarna av reporäntan från –0,5 upp till noll procent skedde något senare än förväntat.

Prognoserna gjorda 2017 och 2018 låg till grund för penningpolitiken som bedrevs de åren

Ett sätt att närma sig frågan om huruvida penningpolitiken 2017–2018 bidrog till en god måluppfyllelse 2019 är att studera träffsäkerheten i Riksbankens prognoser för inflationen och den övriga ekonomin de åren. På så sätt får man en bild av den penningpolitik som bedrevs och de bedömningar den baserades på.

En utgångspunkt för en sådan analys är att penningpolitikens effekter på ekonomin uppstår i huvudsak på ett par års sikt. Man bör dock vara medveten om att vissa effekter av penningpolitiken kan uppstå snabbare än så. Det gäller till exempel när förändringar av växelkursen påverkar priserna på importerade varor. Penningpolitiken som bedrevs under 2019, beskriven i kapitel 2, kan därför i viss utsträckning också ha påverkat inflationen redan under samma år. Men med detta sagt fokuserar återstoden av detta kapitel på Riksbankens prognoser och penningpolitik under 2017 och 2018.

Diagram 3:1–3:9 visar den faktiska utvecklingen samt Riksbankens prognoser under åren 2017 och 2018 för ett antal centrala variabler. Syftet med diagrammen är att på ett övergripande sätt illustrera Riksbankens syn på framtiden under dessa år och jämföra den med utfallen. Det är därför inte nödvändigt att urskilja enskilda prognoser.

Inflationen i stort sett i linje med Riksbankens prognoser

Diagram 3:1 visar att KPIF-inflationen sedan 2017 i stora drag utvecklats i linje med Riksbankens prognoser, även om den blev något lägre än väntat under 2019. Under 2017 och framförallt 2018 bidrog stigande energipriser mycket till inflationen. De prognoser som Riksbanken gjorde under 2018

Även välgrundade prognoser kan slå fel

Måluppfyllelsen, som diskuteras i kapitel 1, är en naturlig utgångspunkt för en utvärdering av penningpolitiken. Men inflationens avvikelse 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 slår fel.

avspeglade en förväntan om att energipriserna skulle öka långsammare framöver, så att inflationstakten skulle avta. Det mönstret visade sig även i den faktiska inflationsutvecklingen. Genom att exkludera energipriserna, som varierar mycket, kan man få en kompletterande bild av hur väl Riksbankens prognoser fångade den framtida utvecklingen. Prognoserna för inflationen mätt med KPIF exklusive energi som Riksbanken gjorde under 2017 och 2018 visade sig bli något för höga (se diagram 3:2).

Men sammantaget fångade de prognoser för KPIF-inflationen som Riksbankens gjorde under 2017 och 2018 den framtida utvecklingen förhållandevis väl.

Reporäntan har legat förhållandevis nära Riksbankens prognoser sedan inledningen av 2017

Reporäntans utveckling i förhållande till prognosen sedan inledningen av 2017 är en avspeglning av hur träffsäkra Riksbankens prognoser var i allmänhet. Riksbankens prognoser under inledningen av 2017 indikerade att reporäntan väntades vara oförändrad på $-0,50$ procent ytterligare drygt ett år för att sedan höjas under andra halvåret 2018. Räntan bedömdes sedan nå noll procent i början av 2019.

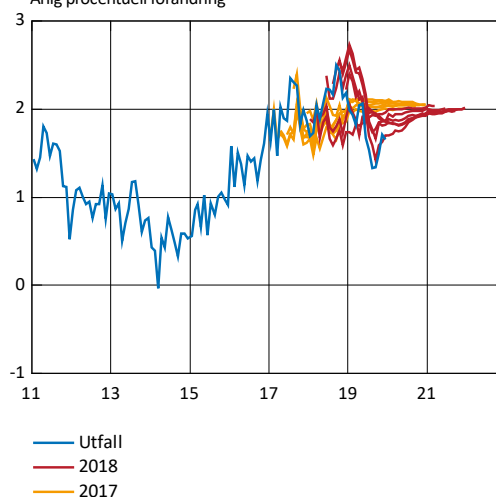
Reporäntans faktiska utveckling visade sig stämma ganska väl med de prognoser som Riksbanken lade under 2017 och 2018 (se diagram 3:3). Det hänger ihop med de sammantaget relativt små avvikelserna mellan prognoserna och utfallen när det gäller KPIF-inflationen. Men i och med att i prognoserna kom att överskatta den framtida KPIF-inflationen något, kom höjningarna av reporäntan att ske något senare än förväntat (se diagram 3:3). Den första höjningen från $-0,5$ till $-0,25$ procent genomfördes i december 2018, och nästa höjning upp till noll procent genomfördes ett år senare, i december 2019. I ett längre tidsperspektiv kan avvikelserna mellan den faktiska utvecklingen av reporäntan och de tidigare prognoserna betraktas som mycket små.²¹

Utvecklingen i omvärlden fångades relativt väl i prognoserna

Sverige är en liten öppen ekonomi, vilket betyder att utvecklingen i omvärlden har stor betydelse. För att fånga utvecklingen sammantaget väger Riksbanken samman olika länder efter deras betydelse för Sveriges utrikeshandel med hjälp av det så kallade kronindexet (KIX). Klart störst betydelse för Sverige har utvecklingen i euroområdet, som har knappt 50 procents vikt i indexet.

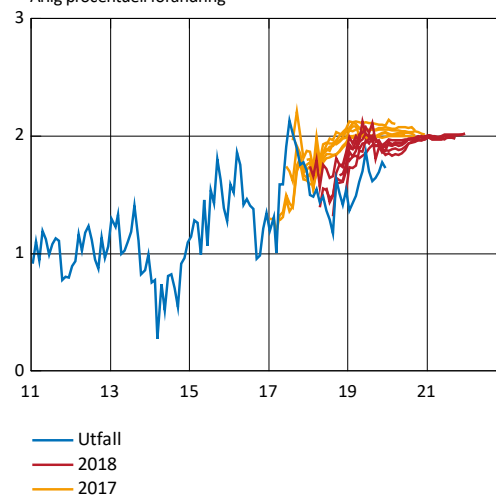
Att tillväxten i omvärlden under 2017 blev starkare än vad Riksbanken förväntade sig berodde till en del på att tillväxten i euroområdet tog fart, efter en lång period av svag utveckling i spåren av den europeiska skuldskrisen (se diagram 3:4). Den dämpning som skedde i tillväxten efter 2017 blev också kraftigare än vad Riksbanken hade förväntat sig. Det berodde

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



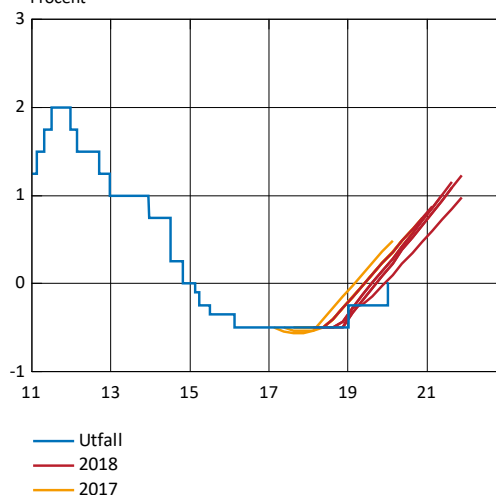
Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2017 och 2018.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:2. KPIF exklusive energi, utfall och prognoser
Årlig procentuell förändring



Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2017 och 2018.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:3. Reporänta, utfall och prognoser
Procent



Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2017 respektive 2018. En del av prognoserna gjorda under 2017 sammanfaller i stort sett med varandra. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.
Källa: Riksbanken

²¹ Se exempelvis "Riksbankens erfarenheter av att publicera reporänteprognoser", Riksbanksstudier, juni 2017.

bland annat på den stora politiska osäkerheten i spåren av handelskonflikten mellan USA och Kina och turerna kring Storbritanniens utträde ur EU.

Inflationsutvecklingen i omvärlden fångades fram till 2019 ganska väl av de prognoser som Riksbanken gjorde under 2017 och 2018 (se diagram 3:5). Men under 2019 blev omvärldens inflation tydligt lägre än vad Riksbanken förväntat sig. En viktig förklaring till detta är att den underliggande inflationen i euroområdet blev oväntat låg. Dessutom har variationer i oljepriset lett till större kast i utvecklingen än vad prognoserna indikerade.

Kronans växelkurs blev klart svagare än väntat

En länk mellan inflationen i omvärlden och Sverige är kronans växelkurs. Den mest direkta effekten går via importpriserna.²² Som visas i diagram 3:6 har kronans växelkurs blivit betydligt svagare än vad Riksbanken bedömde 2017 och 2018. Eftersom prognoserna inte har fångat den framtida utvecklingen särskilt väl har Riksbanken sett över sina växelkursprognoser. Detta kan man läsa mer om i fördjupningen "Riksbankens växelkursprognoser".

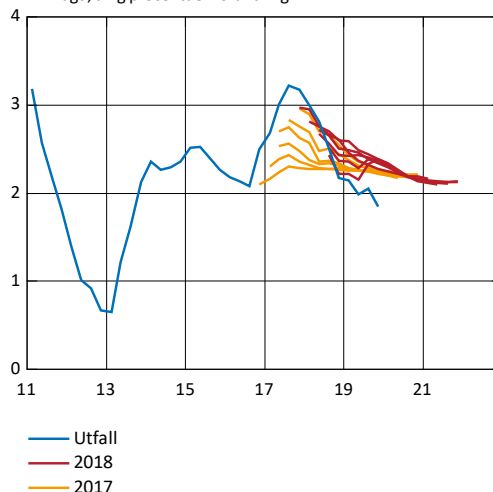
Riksbankens bedömning är att den svaga kronkursen bidragit mycket till den svenska inflationen under de senaste åren. Effekten beror huvudsakligen på att priset på svensk import har stigit.²³

Konjunkturavmattningen i Sverige skedde snabbare än väntat

Riksbankens prognoser för BNP-tillväxten i Sverige som gjordes under 2017 och 2018 indikerade att tillväxten skulle dämpas de kommande åren, mot en historiskt normal takt kring 2 procent (se diagram 3:7). Men avmattningen skedde snabbare än väntat. En viktig orsak till detta var utvecklingen på bostadsmarknaden. Prisfallet på bostäder under hösten 2017 fick de svenska bostadsinvesteringarna att minska kraftigt, och även hushållens konsumtion påverkades negativt.

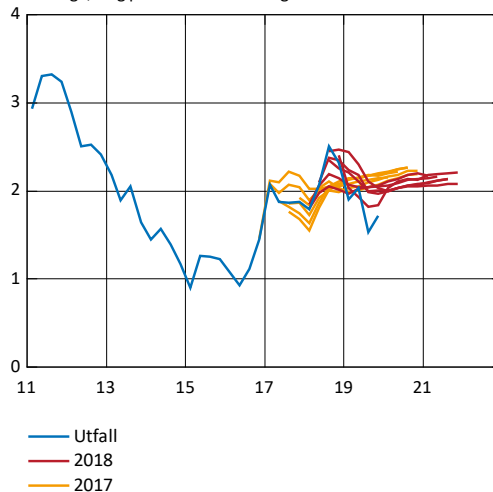
Att konjunkturavmattningen i Sverige blev kraftigare än förväntat syns också när man jämför Riksbankens prognoser för arbetslösheten med den faktiska utvecklingen. Även om nedgången i arbetslösheten blev oväntat stor fram till 2018, blev uppgången betydligt brantare än förväntat därefter (se diagram 3:8). Det bör dock framhållas att SCB, som ansvarar för den officiella arbetsmarknadsstatistiken, rapporterade stora kvalitetsproblem med underlagen under förra året. Utvärderingen av Riksbankens prognoser över just arbetslösheten är därför svår att göra. Den kraftiga uppgång i arbetslösheten som statistiken först indikerade visade sig exempelvis inte vara korrekt.²⁴ Men den kvalitativa

Diagram 3:4. BNP i omvärlden, utfall och prognoser
KIX-vägd, årlig procentuell förändring



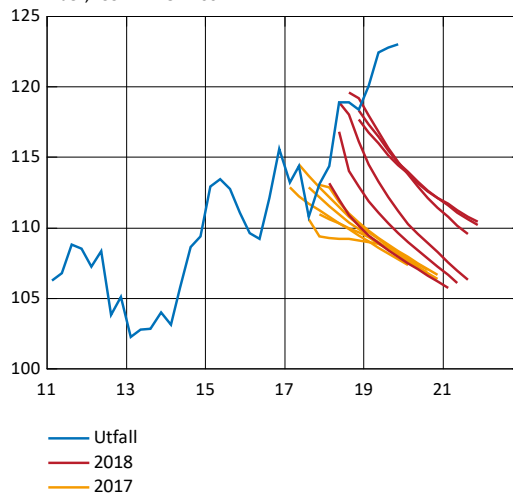
De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2017 och 2018. KIX är en sam-manvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.
Källor: Nationella källor och Riksbanken

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



Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2017 respektive 2018. 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
Index, 1992-11-18 = 100



Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2017 och 2018. 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

²² Anta att den nominella kronkursen mot euron försvagas med 10 procent. För ett svenskt företag som importerar en vara från euroområdet prissatt i euro innebär detta att priset i kronor blir 10 procent högre.
²³ Se exempelvis "Kronans betydelse för inflationen", fördjupning i Redogörelse för penningpolitiken 2018, Sveriges riksbank.
²⁴ Se marginalrutan "Reviderad arbetsmarknadsstatistik efter felaktigheter i AKU" i kapitel 2.

slutsatsen, att konjunkturen bromsade in snabbare än förväntat, ter sig rimlig utifrån en samlad bedömning av arbetsmarknadsstatistik från olika källor.

Oväntat högt inhemskt kostnadstryck, trots måttliga löneökningar

Det inhemska kostnadstrycket brukar mätas med arbetskostnader per producerad enhet, det vill säga lönerna i förhållande till produktiviteten. I jämförelse med tidigare perioder med motsvarande konjunkturläge har löneökningarna i den svenska ekonomin varit oväntat måttliga under de senaste åren.²⁵ Men i likhet med exempelvis USA och euroområdet har produktiviteten i Sverige vuxit påfallande långsamt, vilket gjort att arbetskostnaderna per producerad enhet har ökat oväntat snabbt, trots de måttliga löneökningarna. Ökningstakten i arbetskostnaden per producerad enhet har blivit högre än vad Riksbanken prognostiserade under 2017 och 2018 (se diagram 3:9).

Företagen har varit försiktiga med att höja priserna

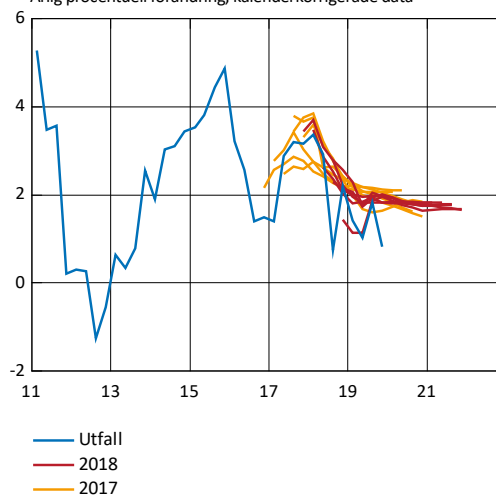
I och med att arbetskostnaderna per producerad enhet vuxit oväntat snabbt samtidigt som kronans växelkurs blivit klart svagare än väntat skulle man kunna fråga sig varför inte den svenska inflationen blev ännu högre under 2019. I Riksbankens företagsundersökning i maj 2019 ställdes därför fördjupade frågor om företagens prissättning. Där framkom att 60 procent av företagen höjer priserna när de ser att kostnaderna ökar (se diagram 3:10). Men samtidigt uppgav cirka 70 procent att de är försiktiga med att höja priserna, eftersom konkurrenterna kanske inte följer efter. Detta var särskilt påtagligt bland företag som främst säljer till hushåll, där samtliga sa sig ta sådana hänsyn. Bland konsumentnära företag, som har en direkt påverkan på inflationen, verkar det alltså finnas ett särskilt starkt motstånd mot att föra kostnadsökningar vidare till konsumenterna.

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

För att ytterligare belysa prognoserna och penningpolitiken under de senaste åren kan man jämföra Riksbankens prognoser med andra bedömares. Riksbanken publicerar varje år ett utförligt underlag med en sådan jämförelse. Prognoserna som gjordes 2017 och 2018 visar att samtliga bedömare hade förväntat sig att KPIF-inflationen och reporäntan skulle bli något högre än vad de faktiskt blev under 2019. Överlag är skillnaderna små mellan prognosmakarna. Detta beskrivs närmare i

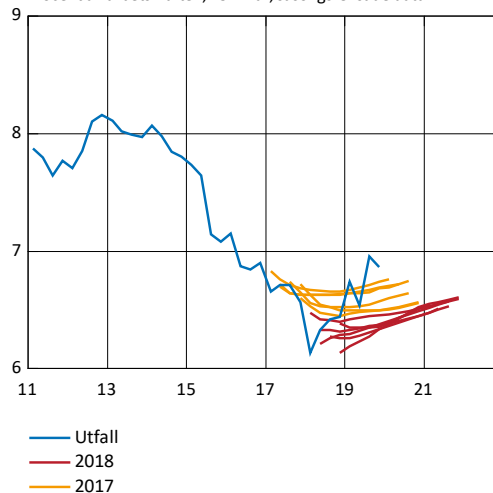
²⁵ Se fördjupningen "Phillipskurvan och penningpolitiken" i Penningpolitisk rapport, juli 2018.

Diagram 3:7. BNP, utfall och prognoser
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



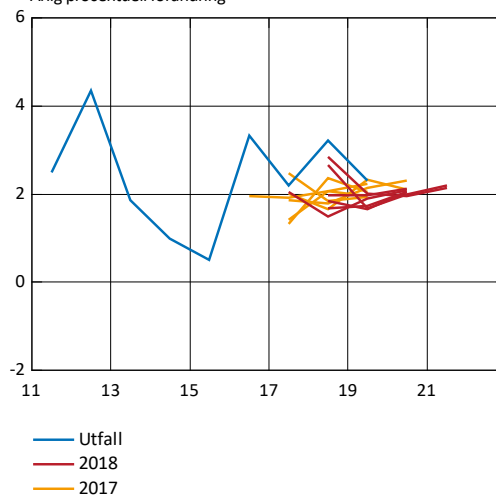
Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2017 och 2018.
Källor: SCB och Riksbanken

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 2017 och 2018.
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 2017 och 2018.
Källor: SCB och Riksbanken

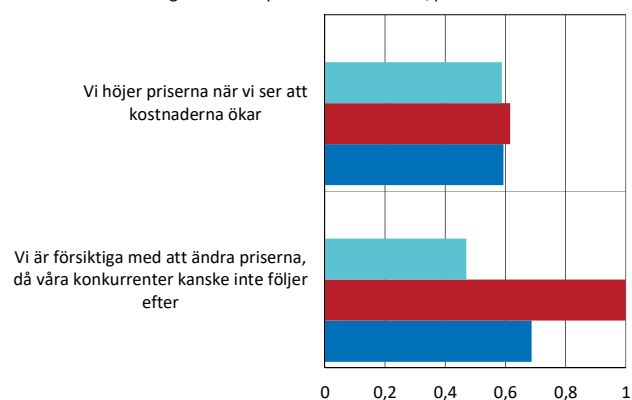
”Utvärdering av Riksbankens prognoser”, Riksbanksstudier, mars 2020 och motsvarande rapport från mars 2019.

Penningpolitiken har bidragit till en inflation nära målet

Den penningpolitik som bedrevs under 2017 och 2018 var fortsatt mycket expansiv. Riksbankens målsättning var att säkra förtroendet för inflationsmålet genom att se till att inflationen höll sig nära 2 procent under de kommande åren. I stora drag har Riksbankens bedömning av den framtida ekonomiska utvecklingen i såväl omvärlden som Sverige fångat den faktiska utvecklingen. Därmed har penningpolitiken baserats på prognosunderlag som visat sig rimliga i efterhand. Och på så vis har penningpolitiken fått avsedd effekt och bidragit till en inflation i närheten av målet och en stabil realekonomisk utveckling.

Diagram 3:10. Påstående som enligt företagen stämmer bäst överens med deras prissättningsbeteende

Andel företag som valt respektive svarsalternativ, procent



- Samtliga företag
- Företag som främst säljer till hushåll
- Företag som främst säljer till andra företag

Anm. Diagrammet visar ett urval av svaren kring prissättningsbeteendet i Diagram 5 i fördjupningen ”Varför ändras inte priserna mer?” i Riksbankens företagsundersökning i maj 2019. Frågan löd så här: Vilket/vilka av följande påståenden stämmer bäst överens med hur ni bestämmer era försäljningspriser (välj ett eller flera)? Totalt besvarade 32 företag frågan, varav två företag angav att offentlig sektor svarade för störst andel av deras intäkter.

Källa: Riksbanken

FÖRDJUPNING – Att analysera växelkurser – några centrala begrepp

I denna fördjupning diskuteras några centrala begrepp i analysen av växelkursens utveckling. Syftet är att ge en introduktion och bakgrund till den efterföljande fördjupningen, "Riksbankens växelkursprognoser", som beskriver hur Riksbanken har gjort sina bedömningar av kronans framtida utveckling och hur det pågående utvecklingsarbetet ser ut. Inledningsvis förklaras skillnaden mellan nominell och real växelkurs samt begreppet handelsvägd växelkurs. Därefter diskuteras den reala jämviktsväxelkursen och de vanligaste teorierna för hur den bestäms.

Nominell och real växelkurs

Kronans *nominella växelkurs* visar antalet svenska kronor per enhet utländsk valuta, exempelvis 10,50 kronor per euro eller 9,50 kronor per dollar. Kronans *reala växelkurs* visar relationen mellan svensk och utländsk prisnivå, uttryckt i samma valuta, enligt följande formel:

$$\text{Real växelkurs} = \text{Nominell växelkurs} \times \frac{\text{prinsnivå i omvärlden}}{\text{prinsnivå i Sverige}}$$

Den reala växelkursens utveckling bestäms alltså både av den nominella växelkursen och av hur prisnivån utvecklas i Sverige jämfört med i omvärlden. Observera att en *lägre nivå betyder en starkare kurs*, precis på samma sätt som för den nominella växelkursen.²⁶

Vid ekonomiska beslut är oftast den reala växelkursen mest betydelsefull. Anta att ett hushåll i Sverige väljer mellan att köpa en vara i en svensk butik eller via en nätbutik i Tyskland.²⁷ Att den nominella växelkursen exempelvis är 10,50 kronor per euro ger inte så mycket vägledning i detta beslut. Men om varan kostar 100 kronor i Sverige och 10 euro i Tyskland visar beräkningen av den reala växelkursen att priset är 105 kronor i Tyskland och 100 kronor i Sverige. I det här exemplet ter det sig alltså mer lockande att köpa varan i Sverige.

Det är den reala växelkursen som spelar roll för kronans köpkraft och konkurrenskraft i ett internationellt perspektiv. Ju starkare real kronkurs, desto större köpkraft har kronan, men desto svagare konkurrenskraft har även den svenska exportsektorn. Hur hänger detta ihop?

Tidskriften "The Economist" redovisar sedan 1986 priset på Big Mac-hamburgare i olika länder uttryckt i samma valuta, alltså en real växelkurs för en enda vara. Tabell 3:1 nedan gör några nedslag i historien, från 1986

till 2019. År 1986 kostade en hamburgare 17 kronor i Sverige men bara 11 kronor i USA. För priset av en hamburgare i Sverige kunde innehavare av svenska kronor som sedan växlade till dollar alltså köpa ungefär en och en halv hamburgare i USA. På så vis var kronans köpkraft stark. Men om vi leker med tanken att man hade exporterat hamburgare från Sverige till USA för 17 kronor hade inte efterfrågan blivit så stor, eftersom priset i USA var 11 kronor.²⁸ På så vis innebar den starka reala växelkursen att den svenska exportsektorn hade svag konkurrenskraft.

Tabell 3:1. Illustration av nominell och real växelkurs med hjälp av Big Mac

	Nominell växelkurs, kronor/dollar	Big Mac i Sverige, SEK	Big Mac i USA, USD	Big Mac i USA, SEK	Real växelkurs
1986	6,90	17	1,6	11	11/17=0,65
1993	7,40	26	2,3	17	17/26=0,65
2013	6,80	42	4,6	31	31/42=0,74
2019	9,50	51	5,7	54	54/51=1,06

Källor: The Economist och Sveriges riksbank.

Under det första året med flytande växelkurs, 1993, var den nominella kronkursen något svagare än 1986.²⁹ Men priset på en Big Mac i Sverige hade ökat något mer än i USA, så att relationen mellan priset i kronor i USA och Sverige, den reala kronkursen, var ungefär densamma. Om vi raskt flyttar oss framåt 20 år i tiden till 2013 ser vi istället att den nominella kronkursen hade stärkts något jämfört med 1993. Men priset på en Big Mac hade ökat snabbare i USA än i Sverige, så att den reala kronkursen ändå hade försvagats något.

De senaste åren har kronans nominella växelkurs försvagats kraftigt, från 6,80 kronor per dollar 2013 till 9,50 kronor per dollar 2019. Hamburgaren har gått från att vara 11 kronor billigare i USA än i Sverige 2013 till att

²⁶ En starkare kurs betyder alltså att en viss mängd svenska kronor kan köpa mer utländsk valuta. Man bör vara medveten om att reala och nominella växelkurser ibland definieras på omvänt sätt, så att värdet stiger när växelkursen stärks. Den definitionen utgår från att den nominella växelkursen mäts som antal enheter utländsk valuta per enhet inhemsk valuta. Om kronan står i 9,50 kronor mot dollarn skulle den nominella kronkursen istället vara 1/9,50 = 0,11 dollar per krona. Den reala växelkursen definieras i detta exempel som prisnivån i Sverige omräknad till dollar dividerad med prisnivån i USA.

²⁷ För att underlätta jämförelsen kan vi anta att frakten är gratis i nätbutiken.

²⁸ Det är i praktiken mer troligt att en exportprodukt från Sverige till USA hade prissatts i dollar. Priset på en hamburgare i Sverige var 17/6,90 = 2,5 dollar, vilket alltså är betydligt högre än priset i USA på 1,6 dollar. Slutsatsen om konkurrenskraften är alltså densamma. Detta sätt att jämföra prisnivåerna följer den alternativa definitionen av real växelkurs i fotnot 25.

²⁹ Den fasta växelkursen övergavs den 19 november 1992.

bli 3 kronor dyrare 2019, vilket innebär att den reala växelkursen försvagats rejält. Den försämrade köpkraften visar sig i att priset på en hamburgare i Sverige 2019, 51 kronor, inte ens räckte till en enda hamburgare i USA, där priset var 54 kronor. Om vi åter leker med tanken att en hamburgare skulle ha exporterats från Sverige till USA för 51 kronor, ter sig detta nu konkurrenskraftigt, eftersom priset i USA var 54 kronor.

Rörelserna i den nominella växelkursen är den viktigaste förklaringen till att den reala växelkursen försvagats sedan 2013.³⁰ Generellt gäller att det mesta av variationen i reala växelkurser på kort sikt drivs av den nominella växelkursen, eftersom den bestäms dagligen av finansmarknadens aktörer, medan det tar tid att ändra konsumentpriser. Men som vi såg vid jämförelsen mellan 1993 och 2013 kan skillnader i prisutveckling spela stor roll för den reala växelkursens utveckling över längre perioder.

Handelsvägd växelkurs

När Riksbanken analyserar och prognostiserar kronkursen behövs ett brett perspektiv och inte bara kursen mot en enskild valuta som dollarn. För detta ändamål finns kronindex (KIX) som väger samman kronans kurs mot olika valutor, efter valutaområdenas betydelse för Sveriges utrikeshandel. Euroområdet är Sveriges största handelspartner och utgör ungefär 50 procent i indexet.³¹ KIX är ett exempel på en *handelsvägd växelkurs*, även kallad effektiv växelkurs.³²

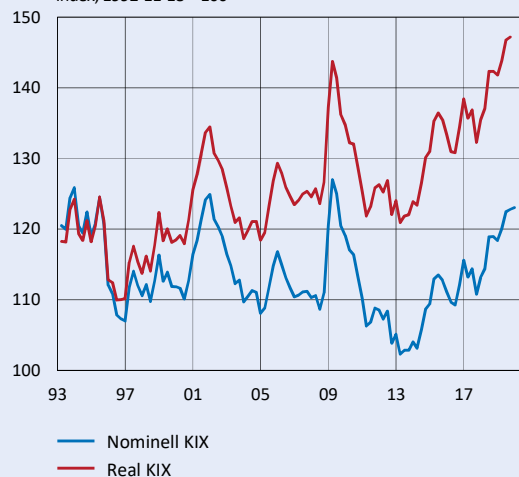
För att beräkna den reala handelsvägda växelkursen använder man breda prisindex, till exempel konsumentprisindex (KPI), som mått på prisnivån i de olika länderna. Diagram 3:11 visar kronans nominella och reala växelkurs mätt med KIX och KPI under perioden med flytande växelkurs, alltså från 1993 och framåt. *Precis som för enskilda valutor innebär ett högre värde på nominellt och realt KIX en svagare nominell respektive real kronkurs.*

Några intressanta observationer kan göras utifrån diagrammet. Precis som i hamburgerexemplet ser vi att rörelser i den nominella växelkursen styr rörelser i den reala växelkursen på kort sikt. En ytterligare likhet är att den reala kronkursen 2013 var ungefär densamma som 1993, för att sedan försvagas påtagligt, vilket reflekteras i ett stigande index. Vi ser också att den relativa prisnivån kan spela stor roll på längre sikt och göra att den nominella och reala växelkursen utvecklas olika.³³ Jämfört med 1993 var den nominella kronkursen ungefär på

samma nivå 2019, medan den reala kronkursen hade blivit mer än 20 procent svagare.

Diagram 3:11. Kronans nominella och reala växelkurs enligt kronindex (KIX)

Index, 1992-11-18 = 100



Anm. Real växelkurs är beräknad med KPI för Sverige och KPI för omvärlden. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt 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

Real jämviktswäxelkurs

Växelkurser varierar mycket och är erkänt svåra att prognostisera. Även om det är svårt att göra en bättre prognos för den nominella växelkursens nivå på kort sikt än att anta att dagens nivå kommer att råda också framöver, har den reala växelkursen en tendens att på sikt återgå mot en *real jämviktswäxelkurs*.³⁴ Det finns tre grundläggande teorier för att bestämma den reala jämviktswäxelkursen: köpkraftsparitet, att den reala växelkursen är starkare i rikare länder, och att den reala växelkursen skapar balans i utrikeshandeln.

Den utan tvekan mest kända teorin för att bedöma den reala växelkursens jämviktsnivå är *köpkraftsparitet*. Teorin lanserades av den kände svenska nationalekonomen Gustav Cassel för ungefär 100 år sedan, även om de grundläggande principerna för teorin går ännu längre tillbaka i tiden.

Absolut köpkraftsparitet utgår från lagen om ett pris, som innebär att en vara ska kosta lika mycket i olika länder, omräknat till samma valuta. Tanken bakom lagen är att om priserna skulle skilja sig åt skulle det uppstå så

³⁰ Priset på hamburgaren i inhemsk valuta ökade något mer i USA än i Sverige. Prisökningen från 4,6 till 5,7 dollar är 24 procent medan ökningen från 42 till 51 kronor är 21 procent. Den nominella försvagningen av växelkursen var cirka 40 procent.

³¹ Vikterna uppdateras löpande och publiceras på Riksbankens hemsida. För mer information, se <https://www.riksbank.se/sv/statistik/sok-rantor--valutakurser/forklaring-till-serierna/valutakursindex>.

³² Formellt sett är KIX en så kallad handelsvägd växelkurs, som även fångar betydelsen av exportkonkurrens för svenska produkter med så kallade tredjeländseffekter. För en utförlig beskrivning, se J. Alsterlind, "Effektiva växelkurser – i teori och praktik", Penning- och valutapolitik 2006:1, Sveriges riksbank.

³³ Ett känt historiskt exempel är 1980-talets fasta växelkursregim, då inflationen var påtagligt högre i Sverige än i omvärlden. Detta ledde till en real kronförstärkning på cirka 25 procent mellan 1983 och 1992, trots att den nominella växelkursen var stabil.

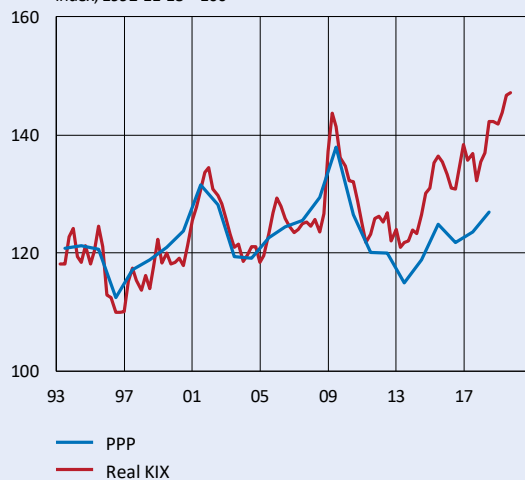
³⁴ Riksbanken har återkommande analyserat kronans reala jämviktswäxelkurs. Se exempelvis Lagerwall, Björn och Nessén, Marianne, "Kronans långsiktiga utveckling", Ekonomisk kommentar nr 6, 2009, Karolina Ekholm, "Penningpolitiken och växelkursen", tal publicerat den 12 januari 2010, "Ett långsiktigt perspektiv på kronan", fördjupning i Penningpolitisk rapport, juli 2013, "Kronans utveckling på längre sikt", fördjupning i Penningpolitisk rapport, oktober 2018, samt "Kronans trendmässiga utveckling", fördjupning i Penningpolitisk rapport, juli 2019.

kallade arbitragemöjligheter, som innebär att man skulle kunna köpa varan i ett land där den är billig och sälja den i ett land där priset är högre. Big Mac-exemplet ovan kan alltså ses som ett test av lagen om ett pris, och lagen stämde inte i det fallet.

När man undersöker köpkraftsparitet i allmänhet jämför man dock prisnivåer i hela ekonomin, som normalt mäts med olika prisindex som KPI. Absolut köpkraftsparitet innebär då att prisnivån uttryckt i gemensam valuta ska vara densamma i olika länder. Det är inte möjligt att jämföra nivåer på konsumentprisindex på samma sätt som priser på identiska varor. Indexen är enbart jämförelsetal som *syftar till att fånga prisutvecklingen över tid*.³⁵ Dessutom skiljer sig definitioner och sammansättningar av indexen åt mellan olika länder. Ett alternativ till konsumentprisindex är att i likhet med Big Mac-hamburgaren jämföra identiska produkter, men med en större korg som bättre speglar hushållens samlade konsumtion. Eurostat och OECD tar fram sådan statistik, som brukar kallas PPP-data. På så vis kan man få en uppfattning om prisnivån i Sverige jämfört med omvärlden mätt i samma valuta. I diagram 3:12 visas en beräkning av den reala handelsvägda kronkursen beräknad med PPP-data, tillsammans med den tidigare visade reala kursen beräknad med KPI. Vi ser att de olika serierna har följt varandra i stora drag, bortsett från de senaste åren, då försvagningen av den reala kronkursen har varit betydligt mindre enligt den PPP-baserade beräkningen. En betydande nackdel med PPP-statistiken jämfört med konsumentprisindex är dock att den bygger på ett smalare underlag och publiceras mer sällan och med en större tidsfördröjning.³⁶ Det gör att Riksbanken ofta fokuserar på den KPI-baserade handelsvägda reala kronkursen i sina analyser och prognoser.

Ett alternativt begrepp för att analysera den reala växelkursen är istället *relativ köpkraftsparitet* som innebär att skillnader i prisökningstakten – det vill säga inflationen – länder emellan ska motsvaras av lika stora förändringar i den nominella växelkursen.³⁷ I så fall hålls den reala växelkursen på en konstant nivå. Den vanligaste definitionen av relativ köpkraftsparitet i praktiken är att den reala växelkursen inte ska ha en trend i någon speciell riktning. Som vi såg verkar det stämma ganska bra för såväl hamburgaren som kronans reala handelsvägda växelkurs mellan 1993 och 2013. I diagram 3:12 ser vi att utvecklingen av den PPP-baserade reala handelsvägda

Diagram 3:12. Olika mått på svensk real effektiv växelkurs Index, 1992-11-18 = 100



Anm. Real växelkurs är beräknad med KPIF för Sverige och KPI för omvärlden. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt mot valutor i de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs. PPP avser årsdata. Urvalet begränsat till länder och år då data finns tillgängligt för mätten som baseras på PPP.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

kronkursen stämmer ganska bra överens med relativ köpkraftsparitet för hela perioden sedan 1993.³⁸ Om den reala växelkursen inte har någon trend, återgår den så småningom till sitt medelvärde på lång sikt.

En alternativ teori för att bestämma den reala jämviktsväxelkursen tar fasta på att *prisnivån mätt i samma valuta är högre i rikare länder*. För att återgå till hamburgerexemplet visar data från 2019 att de fem dyraste hamburgarna fanns i Schweiz, USA, Sverige, Kanada och Norge, som alla tillhör världens 20 rikaste länder mätt med BNP per capita. Generellt sett gäller också att länder med hög BNP per capita tenderar att ha en högre prisnivå, mätt i samma valuta.³⁹

En slutsats av detta är att om ett lands BNP per capita växer i förhållande till omvärldens borde den reala växelkursen förstärkas. Men hur uppstår denna effekt? Den så kallade Balassa-Samuelson-teorin förklarar skillnaderna i prisutveckling och reala växelkurser mellan länder. Ett centralt inslag i teorin är att anta att köpkraftsparitet gäller för varor som handlas internationellt, men inte för tjänster som inte handlas internationellt. Tanken är att länder med hög produktivitetstillväxt i varusektorn får större kostnads- och prisökningar i tjänstesektorn. I rutan nedan förklaras hur priserna kan utvecklas olika för varor och tjänster. Produktivitetstillväxten i varusektorn avspeglas ganska väl

³⁵ KPI i Sverige har 1980 som basår, vilket innebär att värdet för det året sätts till 100. 2019 var värdet 334, vilket enbart säger att prisnivån var drygt tre gånger så hög 2019 som 1980.

³⁶ För beskrivningar och illustrationer av kronans reala växelkurs mätt med PPP-data, se "Kronans trendmässiga utveckling", fördjupning i Penningpolitisk rapport, juli 2019 samt "Kronans utveckling på längre sikt", fördjupning i Penningpolitisk rapport, oktober 2018.

³⁷ Även prisförändringar kan vara svårare att jämföra mellan länder för konsumentprisindex än för identiska varor. Ett exempel på detta gäller skillnader i hur man tar hänsyn till kvalitetsförbättringar i beräkningarna av konsumentprisindex. Se O. Tysklind, "Kvalitetsjusteringar och internationella prisjämförelser", Staff Memo, januari 2020, Sveriges riksbank, samt fördjupningen "Inflationen inte fullt ut jämförbar mellan länder", Penningpolitisk rapport, februari 2020, Sveriges riksbank.

³⁸ För en utförlig analys av Big Mac-priser och köpkraftsparitet, se exempelvis Pakko, M.R. och Pollard, P.S., "Burgernomics: A Big Mac Guide to Purchasing Power Parity", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, November/December 2003 samt Parsley, D.C. och Wei, S.-J., "A Prism into the PPP Puzzles: The Micro-foundations of Big Mac Real Exchange Rates", Economic Journal 117, 1336-1356, 2007.

³⁹ När man jämför välståndsnivån mellan länder tar man därför oftast hänsyn till köpkraften i växelkursen genom att justera för skillnaden i prisnivå; se exempelvis H. Gabrielsson, "Hur står sig den svenska välståndsutvecklingen internationellt?", Ekonomiska kommentarer nr 10, 2019, Sveriges riksbank.

i tillväxten i BNP per capita. Slutsatsen är då att länder med stark tillväxt i BNP per capita i förhållande till omvärlden typiskt sett får en förstärkning av den reala växelkursen.

Prisutvecklingen på varor och tjänster

Den så kallade Baumol-Bowen-teorin säger att produktiviteten växer snabbare i varusektorn än i tjänstesektorn, vilket i sin tur innebär att tjänstepriserna stiger snabbare än varupriserna.⁴⁰ Till exempel är en stråkkvartett inte mycket mer produktiv idag än under Beethovens dagar. I tillverkningsindustrin har produktiviteten däremot stigit kontinuerligt, vilket gör att det behövs allt färre anställda för att tillverka samma mängd varor. Ändå har lönerna stigit rejält för både industriarbetare och musiker i stråkkvartetter sedan 1800-talet. Kostnadsutvecklingen brukar mätas med arbetskostnad per producerad enhet, som motsvarar skillnaden mellan löner och produktivitet. Slutsatsen blir då att kostnaderna har ökat mycket mer för stråkkvartetter än inom industrisektorn, vilket spiller över i prisutvecklingen. Detta är den viktigaste anledningen till att priset på biljetter till klassiska konserter stigit mycket mer än priset på industriprodukter.

Utöver BNP per capita kan ett lands relativa rikedom förändras genom det så kallade bytesförhållandet, som avspeglar skillnaden mellan export- och importpriser. Ju högre exportpriser i förhållande till importpriser, desto starkare bytesförhållande.⁴¹ Precis som i fallet med en stigande BNP per capita relativt omvärlden skulle ett förbättrat bytesförhållande leda till en förstärkt real växelkurs. Ett enkelt sätt att förstå detta är att tänka sig varusektorn i en liten öppen ekonomi som är speciellt inriktad på export av en viss råvara. När världsmarknadspriset på råvaran går upp får varusektorn större importintäkter, vilket får till följd att lönerna stiger.⁴² Löneökningarna sprider sig till tjänstesektorn, där också kostnaderna och priserna går upp. Den reala växelkursen kommer därmed att förstärkas.⁴³ För en liten öppen ekonomi som Sverige påverkas bytesförhållandet till stor del också av världsmarknadspriset på export från och import till Sverige. Exempelvis skulle en uppgång i oljepriset på världsmarknaden bidra till en försämring av det svenska bytesförhållandet, eftersom importerad olja blir dyrare.

Ytterligare en teori för att bestämma den reala jämviktsväxelkursen är att koppla den till *balans i utrikeshandeln*. Man brukar anta att en svagare real

växelkurs ökar ett lands överskott i utrikeshandeln eftersom konkurrenskraften förbättras: Exporten blir relativt sett billigare i utlandet och importen till landet relativt dyrare. För att balansera utrikeshandeln på sikt ska därmed den reala växelkursen röra sig i en viss riktning. Om ett land har ett stort överskott i utrikeshandeln indikerar detta att den reala växelkursen på lång sikt kommer att stärkas så att överskottet på så vis minskar.

Denna tankeram har varit ett viktigt inslag i IMF:s analyser av växelkurser, där den svenska kronan ofta har betraktats som undervärderad mot bakgrund av Sveriges stora överskott i utrikeshandeln.⁴⁴ Notera att den här ansatsen kräver en bedömning av utrikeshandelns långsiktiga jämvikt, som inte behöver vara noll. Strukturella faktorer som pensionssystemets utformning kan motivera över- eller underskott även på lång sikt. Om man har gjort en felaktig bedömning av den långsiktiga utrikeshandelns nivå, riskerar även bedömningen av den långsiktiga reala jämviktsväxelkursen att bli felaktig.⁴⁵

Sammanfattande slutsatser

Den reala kronkursen, som visar prisnivån i Sverige jämfört med omvärlden i samma valuta, speglar företagets konkurrenskraft och hushållens köpkraft.

För Riksbanken är det viktigast att följa den handelsvägda kronkursen, eftersom den fångar kronans sammantagna utveckling mot länderna som är mest betydelsefulla för Sveriges utrikeshandel.

Den reala jämviktsväxelkursen är en viktig byggsten när man bedömer kronans framtida utveckling. Teorin om köpkraftsparitet säger att den reala växelkursen inte ska ha en trend i någon speciell riktning, utan variera kring sitt historiska medelvärde. En annan teori tar fasta på att den reala växelkursen är starkare i rika länder. Det skulle kunna förklara förändringar i den reala jämviktsväxelkursen. Ytterligare en teori bygger på att den reala växelkursen ska röra sig på ett sätt som åstadkommer balans i utrikeshandeln.

Alla de begrepp som förklarats i den här fördjupningen har genom åren utgjort viktiga byggstenar i Riksbankens bedömningar av kronans framtida utveckling. I nästa fördjupning, "Riksbankens växelkursprognoser", ges en närmare beskrivning av dessa bedömningar och det pågående utvecklingsarbetet.

⁴⁰ Se W.J. Baumol och W.G. Bowen, "Performing Arts: The Economic Dilemma", MIT press, 1966.

⁴¹ Bytesförhållandet mäts som kvoten mellan export- och importprisindex.

⁴² Vi kan som en stark förenkling tänka oss att företagen i varusektorn låter arbetskostnaden per producerad enhet följa råvarupriset, enligt följande relation: Råvarupris = lön/produktivitet. Det betyder att lönerna i varusektorn kan stiga inte bara på grund av att produktiviteten går upp i varusektorn, som i Balassa-Samuelsonteorin, utan också på grund av att priset på råvaran går upp på världsmarknaden.

⁴³ Begreppet *råvaruvalutor* används ofta för att beteckna valutan i små öppna ekonomier med en betydande export av en viss råvara, till exempel Norge, Kanada, Nya Zeeland och Australien. Den reala växelkursen påverkas av förändrade världsmarknadspriser på råvaran, via effekten på bytesförhållandet. Se exempelvis Y-C Chen och K. Rogoff, "Commodity currencies", *Journal of International Economics*, s. 133-160, 2003 och Cashin, P., LF Céspedes och R. Sahay, "Commodity currencies and the real exchange rate", *Journal of Development Economics*, s. 239-268, 2004.

⁴⁴ Se exempelvis IMF, 2018 *External Sector Report: Tackling Global Imbalances amid Rising Trade Tensions*.

⁴⁵ Se exempelvis "Ett långsiktigt perspektiv på kronan", fördjupning i Penningpolitisk rapport, juli 2013, Sveriges riksbank.

FÖRDJUPNING – Riksbankens växelkursprognoser

Riksbankens penningpolitik har inte som mål att påverka växelkursens utveckling, utan syftar till att uppnå inflationsmålet och en balanserad utveckling av realekonomin. Men eftersom förändringar i kronkursen påverkar såväl inflationen som realekonomin är det ändå viktigt att analysera och prognostisera kronans utveckling. I en fördjupning i förra årets redogörelse för penningpolitiken diskuterades hur kronan påverkar inflationen. Syftet med denna fördjupning är att diskutera Riksbankens växelkursprognoser. Prognoserna baseras på en bedömning av den reala kronkursen på längre sikt. Riksbanken har under det gångna året gjort en översyn av växelkursprognoserna, som resulterat i två huvudsakliga förändringar. För det första bedöms jämviktsnivån på den reala kronkursen vara svagare än vad som tidigare antagits, och för det andra bedöms kronkursen anpassa sig långsammare mot denna nivå. En grundläggande genomgång av hur man definierar real växelkurs, handelsvägd växelkurs och real jämviktsväxelkurs finns i den föregående fördjupningen ”Att analysera växelkurser – några centrala begrepp”.

I den senaste utvärderingen av penningpolitiken noterade finansutskottet att Riksbanken under 2018 hade haft problem med att bedöma både hur kronan skulle utvecklas och vilka effekter eventuella kursförändringar skulle få. Man noterade också att debatten om kronans försvagning och Riksbankens bedömningar hade varit omfattande under året. Utskottet utgick därför från att Riksbanken ser över sin analys, sina metoder och modeller och sin kommunikation när det gäller bedömningarna av växelkursens utveckling. Denna fördjupning redogör både för Riksbankens tankar när det gäller kronans utveckling på längre sikt och för den översyn av växelkursanalysen som Riksbanken har gjort under året.

Hur gör Riksbanken växelkursprognoser?

Under lång tid har Riksbankens växelkursprognoser baserats på en bedömning av den reala jämviktsväxelkursen. Skälet till det är att ekonomisk teori ger vägledning om den jämvikt som den reala växelkursen bör röra sig mot på några års sikt. I fördjupningen ”Att analysera växelkursen – några centrala begrepp” beskrivs detta närmare. I sin prognos bedömer Riksbanken växelkursen i två huvudsakliga steg:

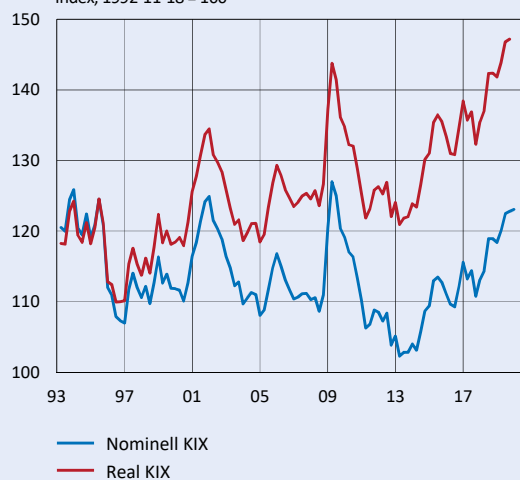
- Den reala jämviktsnivån för kronan
- Hur kronan kommer att röra sig mot jämviktsnivån från den rådande nivån

Genom åren har störst fokus i Riksbankens analys legat på det första av dessa steg, nämligen att bestämma den reala jämviktskursen på längre sikt. Riksbanken har sett över båda stegen under det senaste året.

Steg 1: Att bestämma den reala växelkursens långsiktiga nivå

Diagram 3:13 visar kronans nominella och reala växelkurs mätta med KIX och KPI under perioden med flytande växelkurs, alltså från 1993 och framåt.⁴⁶

Diagram 3:13. Kronans nominella och reala växelkurs enligt kronindex (KIX)
Index, 1992-11-18 = 100



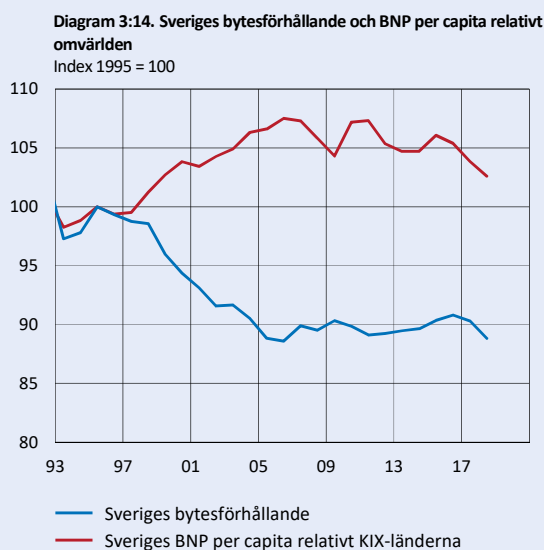
Anm. Real växelkurs är beräknad med KPIF för Sverige och KPI för omvärlden. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt mot valutor i de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

⁴⁶ Den fasta växelkursen övergavs den 19 november 1992.

Enligt teorin om relativ köpkraftsparitet ska den reala växelkursen inte ha någon trend, utan återgå till sitt medelvärde på lång sikt. I fallet med kronans handelsvägda kurs skulle medelvärdet sedan 1993 i så fall kunna betraktas som den reala jämviktsväxelkursen. Fram till 2013 verkade utvecklingen stämma ganska väl med teorin om relativ köpkraftsparitet. Därefter har den reala växelkursen försvagats påtagligt. Men är detta ett tecken på att den reala jämviktsväxelkursen också försvagats?

Diagram 3:14 visar två olika mått på Sveriges "rikedom" i förhållande till omvärlden, som skulle kunna motivera en trendmässig förändring av kronans reala jämviktsväxelkurs: BNP per capita och bytesförhållandet.⁴⁷ Från mitten av 1990-talet utvecklades Sveriges BNP per capita under en tioårsperiod betydligt starkare än omvärldens. Detta talar för en starkare real jämviktskurs under denna period. Samtidigt sjönk dock bytesförhållandet påtagligt, vilket bland annat hänger samman med att världsmarknadspriserna sjönk på högteknologiska exportprodukter från Sverige. Detta skulle i stället tala för att den reala jämviktskursen blivit svagare. Under den senaste tioårsperioden finns ingen tydlig trend i vare sig bytesförhållandet eller BNP per capita relativt omvärlden.



Anm. Data för euroområdet som helhet saknas före 1995 och har ersatts av en sammanvägning av en mindre grupp länder. Sammantaget innebär detta att under perioden före 1995 begränsas urvalet till 18 KIX-länder som motsvarar 84 procent av KIX med 1994 års vikter. Före 1995 används konstanta KIX-vikter från 1994.

Källor: IMF och Världsbanken

Sammanfattningsvis ger traditionella förklaringsfaktorer – som utgår från teorier om att "reala växelkurser är starkare i rikare länder" – inte någon tydlig indikation på att den reala jämviktsväxelkursen har förändrats i Sverige under perioden med flytande växelkurs.

När Riksbanken har gjort prognoser för den reala växelkursen har statistiska modeller använts, där den reala växelkursen skattas tillsammans med relativ BNP per capita och bytesförhållandet. Skattningarna har bekräftat att det inte har skett så stora förändringar av den reala jämviktsväxelkursen, precis som granskningen av diagram 3:14 indikerade. Typiskt sett har skattningarna legat ganska nära ett historiskt genomsnitt för den reala växelkursen sedan 1993, vilket är den reala jämviktsväxelkurs som teorin om relativ köpkraftsparitet hade pekat på. Det har alltså inte spelat så stor roll om skattningen av den reala jämviktsväxelkursen baserats på teorier om Sveriges relativa rikedom i förhållande till omvärlden eller relativ köpkraftsparitet. Även andra ansatser har använts genom åren, framför allt sådana som utgår från att Sveriges överskott i bytesbalansen ska balanseras på sikt, vilket motiverat en starkare real växelkurs.⁴⁸

Steg 2: Hur ska kronan röra sig mot den långsiktiga nivån?

När man väl har bedömt den reala jämviktsväxelkursen kan man jämföra denna med den aktuella reala kronkursen och få en indikation om den framtida riktningen. Nästa steg i analysen är att bedöma *hur snabbt kronan ska anpassa sig mot den långsiktiga nivån*. Normalt har Riksbanken bedömt att anpassningen till jämviktsväxelkursen ska ske på "några års sikt" eller på "5–10 års sikt". Eftersom det mesta av variationen i den reala växelkursen under prognosperioden på tre år drivs av den nominella växelkursen har anpassningen mot den reala kursen i princip helt och hållet drivits av den nominella växelkursen. Prognoserna för den nominella och den reala växelkursen har därför sett mycket likartade ut, så när som på skillnaderna i startnivå. Dessa skillnader kommer sig av att den nominella och den reala växelkursen utvecklats olika sedan 1993 (se diagram 3:13).

Ett viktigt inslag när man ska bedöma hur kronan anpassas mot jämviktsnivån är en kortsiktsanalys, som syftar till att bena ut hur förhållanden på de finansiella marknaderna påverkar kronans rörelser under de närmaste kvartalen. En central del av kortsiktsanalysen är att bedöma hur olika nyheter om makroekonomin och den svenska penningpolitiken påverkar kronan. När oron ökar på de finansiella marknaderna har valutor i små öppna ekonomier som den svenska en tendens att försvagas. Sådana insikter kan integreras i den kortsiktiga prognosen. Om Riksbanken räknar med att kommunicera en mer expansiv penningpolitik än vad som avspeglas i marknadens förväntningar bedöms detta också leda till en

⁴⁷ Hur detta fungerar beskrivs i fördjupningen "Att analysera växelkurser – några centrala begrepp".
⁴⁸ Se till exempel Lagenwall, Björn och Nessén, Marianne, "Kronans långsiktiga utveckling", Ekonomisk kommentar nr 6, 2009, Karolina Ekholm, "Penningpolitiken och växelkursen", tal publicerat den 12

januari 2010, "Ett långsiktigt perspektiv på kronan", fördjupning i Penningpolitisk rapport, juli 2013, samt "Kronans utveckling på längre sikt", fördjupning i Penningpolitisk rapport, oktober 2018.

svagare växelkurs på kort sikt. Denna så kallade växelkurskanal är ett av sätten som penningpolitiken påverkar inflationen och realekonomin på.⁴⁹

Kronan har blivit svagare än vad Riksbanken räknat med

Diagram 3:15 visar Riksbankens prognoser för den nominella handelsvägda kronkursen (KIX) i juli månads penningpolitiska rapport varje år sedan 2007. Som vi ser har prognoserna oftast byggts på förväntningar om en förstärkning. Vanligtvis har dock sådana förstärkningar endast inträffat i perioder som föregåtts av en kraftig försvagning. När kronan hade försvagats kraftigt under den globala finansiella krisen 2008–2009 räknade Riksbanken med att försvagningen var tillfällig och snabbt skulle reverseras. Så blev också fallet, och kronan stärktes till och med snabbare än prognostiserat. När kronan åter försvagades runt 2014 fanns även då en förväntan om att den snart skulle stärkas. Så skedde dock inte utan kronan fortsatte istället att försvagas mer eller mindre kontinuerligt.

Diagram 3:15. Ett urval av Riksbankens kronprognoser 2007-2019
Index, 1992-11-18 = 100



Anm. Real växelkurs är beräknad med KPIF för Sverige och KPI för omvärlden. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt 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

Att kronans utveckling är svår att prognostisera märks även hos andra bedömare. De har haft en liknande bild av den förväntade utvecklingen och gjort likartade felbedömningar. Diagram 3:16 visar de prognoser för kronans växelkurs mot euron som penningmarknadens aktörer gjorde på 1 och 2 års sikt enligt Prosperas undersökning. Mönstret från diagram 3:15 går igen väldigt tydligt: Precis som i Riksbankens prognoser avspeglas en stark tro på att kronan ska förstärkas jämfört med den rådande nivån.⁵⁰

Diagram 3:16. Ett urval av svenska penningmarknadsaktörers kronprognoser 2007-2019
Kronor per euro



Anm. Prognoserna är hämtade från Prosperas kvartalsvisa undersökning för andra kvartalet under åren 2007-2019.

Källor: Kantar Sifo Prospera och Riksbanken

En pågående översyn

Eftersom Riksbanken har gjort relativt stora prognosfel de senaste åren görs för närvarande en större översyn av de metoder som används för att analysera och göra prognoser för växelkursutvecklingen.

De analyser som Riksbanken har gjort under året har hittills presenterats i två ekonomiska kommentarer, en fördjupning i den penningpolitiska rapporten i juli och ett staff memo.⁵¹ Ytterligare studier kommer att publiceras under 2020.

Varför har prognoserna slagit fel?

Enligt den tidigare beskrivna ansatsen som Riksbanken använt sig av i sina växelkursprognoser kan ett prognosfel för kronan principiellt sett bero på att två faktorer har bedömts på ett felaktigt sätt:

- den reala jämviktsnivån
- kronans anpassning mot jämviktsnivån

Riksbanken har under året gjort en grundlig översyn av båda dessa faktorer.

Kronans reala jämviktsväxelkurs bedöms vara svagare

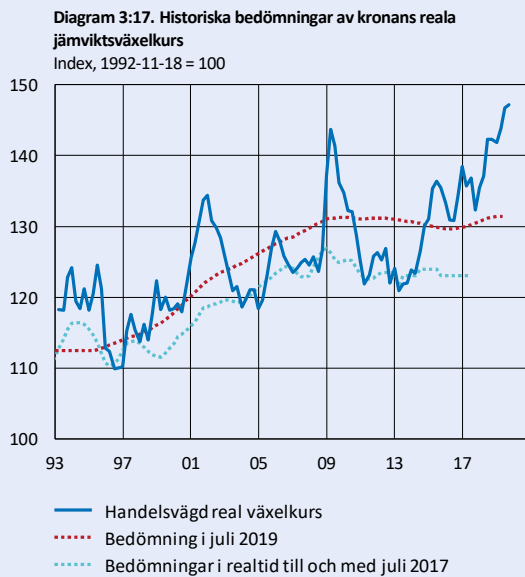
Som beskrivits tidigare var den reala växelkursen på ungefär samma nivå 2013 som när kronan började flyta 1993. Riksbankens bedömning var tidigare att den faktiska reala växelkursen låg nära den reala jämviktsväxelkursen vid denna tidpunkt. Det framgår av den turkosa linjen i diagram 3:17. När kronan försvagades efter 2013 drog Riksbanken därför slutsatsen att kronan hade blivit svagare än sin jämviktsnivå och att den snart skulle komma att förstärkas. Allt eftersom kronan fortsatte att

⁴⁹ Se "Kronans betydelse för inflationen", fördjupning i Redogörelse för penningpolitiken 2018, Sveriges riksbank, samt C.J. Belfrage, V. Corbo och S. Ingves, "Perspektiv på kronan, inflationen och penningpolitiken", Ekonomiska kommentarer nr. 13, 2019, Sveriges riksbank

⁵⁰ Någon prognos för KIX tas inte fram i Prosperas enkäter, men euron är den klart viktigaste valutan i KIX och har en vikt på ungefär 50 procent.

⁵¹ Se E. Askestad, A.M. Ceh, P. Di Casola och A. Ristinieni, "Att göra prognoser för kronan", Ekonomiska kommentarer nr. 12, 2019, Sveriges riksbank, C. J. Belfrage, V. Corbo och S. Ingves, "Perspektiv på kronan, inflationen och penningpolitiken", Ekonomiska kommentarer nr. 13, 2019, Sveriges riksbank, "Kronans trendmässiga utveckling, fördjupning i Penningpolitisk rapport juli 2019, samt C. J. Belfrage, P. Bonomolo och P. Stockhammar, "A time-varying equilibrium model for the long run real exchange rate", Staff Memo, februari 2020, Sveriges riksbank.

försvagas pekade prognoserna därmed på allt större framtida kronförstärkning.



Anm. Real växelkurs är beräknad med KPIF för Sverige och KPI för omvärlden. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt 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

Med ytterligare några års data att tillgå och med stöd av nya skattningsmetoder bedömer Riksbanken idag att kronans reala jämviktsnivå är svagare än vad som bedömdes tidigare, vilket visas i den röda linjen i diagram 3:17. Riksbanken baserar sin bedömning på samma grundläggande faktorer som tidigare, men i utvecklingsarbetet har en ny empirisk modell tagits fram.⁵² En kombination av relativ BNP per capita och bytesförhållandet förklarar jämviktsnivån i modellen, som är skattad på data från 1995 och framåt.

En skillnad jämfört med tidigare modellskattningar är att försämringen av bytesförhållandet under tioårsperioden från mitten av 1990-talet får en större effekt på jämviktsväxelkursen än förbättringen i förhållande till omvärlden av BNP per capita under samma period. Modellskattningarna ger nu vid handen att den reala jämviktsväxelkursen försvagades ganska påtagligt från 1995 fram till den finansiella krisen 2008–2009. Därefter ger modellen inte någon indikation på att jämviktsväxelkursen skulle ha förändrats. Detta visas i den röda linjen i diagram 3:17. En bidragande orsak till de senaste årens prognosfel kan således ha varit att den reala jämviktsväxelkursen i själva verket var svagare än vad Riksbanken bedömde.⁵³

Kronan bedöms röra sig långsammare mot jämviktsnivån

Riksbanken utgår nu alltså från att den reala jämviktsväxelkursen är svagare än vad som bedömdes tidigare. Det är alltså en förändring av "steg 1" i analysen. Men även metoden att göra prognoser för *anpassningen mot jämvikten*, "steg 2", har modifierats som ett resultat av den pågående översynen.

Ett stort antal modeller för att prognostisera den nominella växelkursen på kort och medellång sikt har skattats och utvärderats.⁵⁴ På kort sikt visar sig en så kallad naiv prognos stå sig väl. Den innebär att prognosen för växelkursen framöver helt enkelt är en oförändrad nivå jämfört med den som observeras vid prognostillfället. Men när det gäller prognoser två till tre år framåt fungerar den naiva prognosen sämre. Modeller som baseras på antagandet att den reala växelkursen gradvis anpassas till en långsiktig jämvikt ger då bättre prognoser.

Ett sätt att utnyttja dessa resultat i det praktiska arbetet är att låta prognoserna på kort sikt styras av den rådande kronkursen vid prognostillfället och prognoserna på längre sikt av ett antagande om anpassning mot långsiktig jämvikt. Skillnaden jämfört med tidigare är att Riksbanken då bedömde att anpassningen mot den långsiktiga nivån började omedelbart, istället för att börja efter en inledande period med oförändrad växelkurs. Jämfört med de metoder som tidigare använts antas därmed kronans anpassning mot den bedömda långsiktiga jämviktsnivån nu ske i långsammare takt.

Hur har då inflationsprognoserna påverkats av de förändrade bedömningarna av växelkursen? Som visas i diagram 3:17 innebär bedömningen om en svagare real jämviktsväxelkurs att prognoserna inte i samma utsträckning som tidigare pekar på en real förstärkning av kronan. Det betyder att prisnivån i Sverige jämfört med omvärlden, mätt i samma valuta, överlag förväntas öka långsammare. Riksbankens analys indikerar att den största effekten på prognosen sker i form av att den nominella växelkursprognosen förstärks i mindre omfattning, men inflationsprognoserna tenderar också att bli marginellt lägre.

Riksbanken arbetar löpande med att utveckla sina växelkursbedömningar

Även om bedömningarna är väl avvägda kan prognoserna slå fel, eftersom det så gott som alltid inträffar oväntade händelser som påverkar hur kronkursen rör sig i förhållande till sin jämviktsnivå. I den pågående översynen ingår därför också ett arbete med att i större utsträckning

⁵² Se C.J. Belfrage, P. Bonomolo och P. Stockhammar, "A time-varying equilibrium model for the long run real exchange rate", Staff Memo, februari 2020, Sveriges riksbank.

⁵³ För en mer detaljerad genomgång av Riksbankens förändrade bedömning av den reala jämviktsväxelkursen, se fördjupningen "Kronans trendmässiga utveckling" i Penningpolitisk rapport, juli 2019.

⁵⁴ För en mer detaljerad beskrivning, se E. Askestad, A.M. Ceh, P. Di Casola och A. Ristiniemi, "Att göra prognoser för kronan", Ekonomiska kommentarer nr. 12 2019, Sveriges riksbank.

försöka identifiera de faktorer som ligger bakom de mer kortsiktiga rörelserna i kronkursen.

På detta sätt förbättras förutsättningarna att leverera mer träffsäkra växelkursprognoser framöver. I vilken mån det faktiskt blir så får framtiden utvisa.

KAPITEL 4 – Viktiga penningpolitiska frågor

Riksbankens främsta penningpolitiska uppgift är att säkra förtroendet för inflationsmålet. Det finns flera skäl till att detta är viktigt. För det första blir det lättare att planera långsiktigt när ekonomins aktörer har en gemensam bild av hur priserna kommer att utvecklas i framtiden. Det förbättrar i sin tur möjligheterna att få en gynnsam ekonomisk utveckling. För det andra ger ett mål på 2 procent ett visst utrymme att i framtiden motverka lågkonjunkturer med räntesänkningar. Den externa penningpolitiska debatten under året kretsade mycket kring frågor som att kronan utvecklades svagt och att Riksbanken borde bedriva en mer flexibel politik. I kapitlet ges Riksbankens syn på dessa frågor.

Perspektiv på den expansiva politiken

Riksbankens penningpolitik har de senaste åren varit inriktad på att först få upp inflationen till målet på 2 procent och därefter att få den att ligga kvar nära målnivån. Syftet har varit att säkra förtroendet för inflationsmålet.

Bakgrunden till politiken var att inflationen i Sverige från 2011 och ett antal år framåt blev oväntat låg och understeg inflationsmålet med tidvis ganska bred marginal (diagram 4:1). Inflationen föll i princip fram till 2014, då den uppgick till cirka 0,5 procent. Trots att reporäntan sänktes var inflationen fortsatt mycket låg i början av 2015. Inflationsförväntningarna föll också på ett bekymmersamt sätt (diagram 4:2) och det fanns tecken på att inflationsmållets ställning i löneförhandlingarna hade börjat försvagas. Riksbanken befarade att förtroendet för inflationsmålet var på väg att urholkas. Det var anledningen till att reporäntan sänktes ytterligare, till som lägst -0,5 procent i början av 2016, och till att Riksbanken dessutom började köpa statsobligationer i stor omfattning.

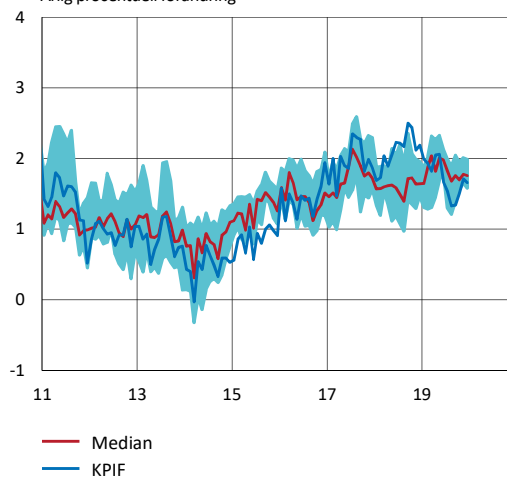
Den expansiva politiken började efter hand få effekt. Tillväxten steg och sysselsättningen ökade. Inflationen var 2017 åter nära inflationsmålet på 2 procent. Även inflationsförväntningarna vände uppåt, både de kortsiktiga och de långsiktiga. Inflationen låg därefter kvar nära målet, men minskade något under 2019. Förändringar i energipriserna bidrog till att inflationen hölls uppe under 2018 och början av 2019 och till att den minskade under andra halvan av året. Underliggande inflationsmått tenderade att under denna period ligga något under målet (diagram 4:1).

Syftet med inflationsmålet

Ett trovärdigt inflationsmål ger förutsättningar för en god ekonomisk utveckling

Det finns goda skäl att Riksbanken har uppdraget att upprätthålla förtroendet för målet på 2 procent. Dels är det

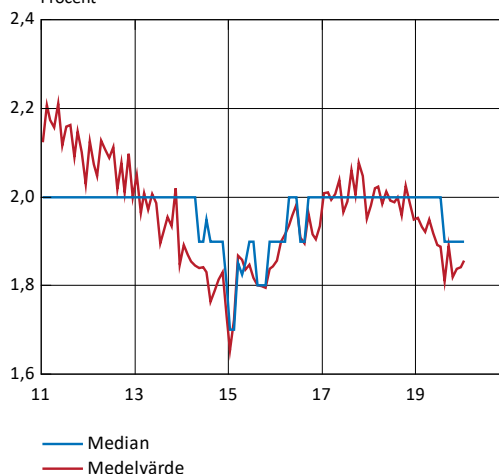
Diagram 4:1. KPIF och olika mått på underliggande inflation
Årlig procentuell förändring



Anm. Fältet visar det högsta och lägsta utfallet bland olika mått på underliggande inflation. Inkluderade mått är KPIF exkl. energi, UND24, Trim85, KPIF exkl. energi och färskvaror, persistensviktad inflation (KPIFPV), faktor från principalkomponentanalys (KPIFPK) och viktad medianinflation (Trim1).

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:2. Inflationsförväntningar bland penningmarknadens aktörer, 5 års sikt
Procent



Anm. Avser inflationen mätt med KPI. 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

gynnsamt för ekonomin med ett trovärdigt inflationsmål, dels är det bra om detta mål inte ligger alltför lågt.

Tanken 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 inte varierar så mycket 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 att få en gynnsam ekonomisk utveckling med god och stabil tillväxt.

Under 1970- och 1980-talen var det tänkt att den dåvarande fasta växelkursen skulle fungera som ett nominellt ankare. Att fixera växelkursen är, i alla fall i teorin, liktydigt med att ställa upp ett mål för den egna inflationen. Tanken är att denna inte ska kunna överstiga (eller understiga) inflationen i de länder som den egna valutan har knutits till, i varje fall inte under några längre perioder. Detta fungerade dock inte som det var tänkt. Pris- och löneökningarna i Sverige blev i stället för höga i förhållande till omvärlden, vilket resulterade i upprepade kostnadskriser och devalveringar som bara tillfälligt återställde konkurrenskraften.

Diagram 4:3 och 4:4 visar inflationen och BNP-tillväxten per capita under perioden med inflationsmål jämfört med decennierna innan. Inte oväntat framgår att inflationen har varit betydligt lägre sedan inflationsmålet trädde i kraft 1995. Den har också varit avsevärt mer stabil. Det framgår också att tillväxten i genomsnitt varit högre. Det har givetvis skett flera andra förändringar i den svenska ekonomin under perioden som har bidragit till dessa gynnsamma utfall. Men utvecklingen stämmer väl överens med vad man trodde och hoppades att inflationsmålspolitiken skulle kunna åstadkomma när den introducerades.

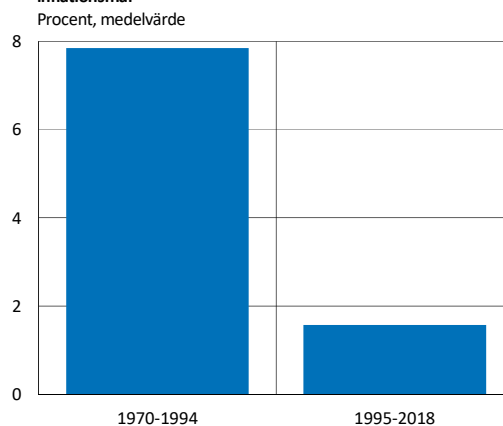
Ett mål på 2 procent underlättar en anpassning av relativlönerna

Det finns goda ekonomiska skäl till att målet är just 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 är svårt att sänka nominella löner. Om inflationen är låg och de nominella lönerna inte kan sänkas blir det svårt att anpassa relativlönerna mellan olika yrken, företag och branscher. I förlängningen kan detta medföra både högre arbetslöshet och sämre produktivitet utveckling i ekonomin. Med en viss underliggande inflation mildras dessa problem.

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

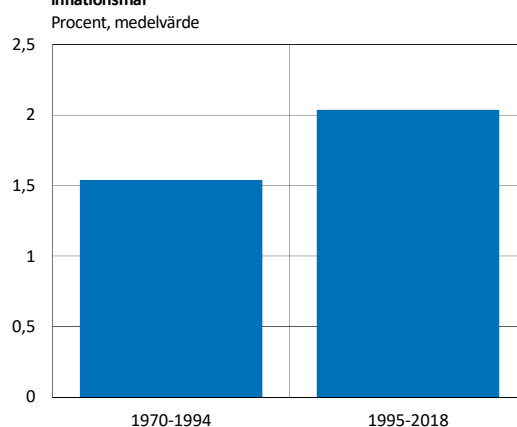
En annan fördel med ett mål på 2 procent, som uppmärksammats särskilt under senare år, är att en mycket låg genomsnittlig inflation skulle göra det svårare för penningpolitiken att motverka lågkonjunkturer. Om

Diagram 4:3. Betydligt lägre KPIF-inflation under perioden med inflationsmål



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:4. Högre tillväxt i BNP per capita under perioden med inflationsmål



Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

inflationen i genomsnitt är mycket låg kommer även den nominella räntan i genomsnitt att bli mycket låg. Det beror på att den nominella räntan inbegriper ersättning för inflationen. Ju lägre räntan är i ett normalläge, desto mindre utrymme finns det att sänka den innan den når sin nedre gräns.⁵⁵ Det blir därmed svårare att motverka ekonomiska nedgångar med hjälp av räntesänkningar.⁵⁶ När räntan har nått sin nedre gräns kommer fortsatta fall i inflationen och inflationsförväntningarna dessutom att göra att den reala räntan (räntan minus den förväntade inflationen) ökar, vilket förstärker den ekonomiska nedgången.

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 att motverka lågkonjunkturer bli ännu mindre. Det skulle också innebära att perioderna med negativ ränta blir längre eftersom centralbanken måste kompensera det minskade utrymmet att sänka räntan genom att ligga kvar längre vid den nedre gränsen.

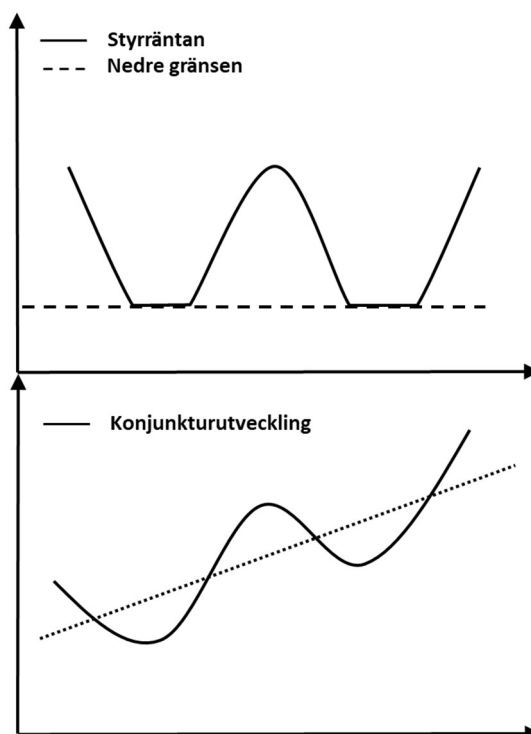
Det finns således inte något egenvärde i att försöka hålla inflationen nära 2 procent. Det är ett medel att åstadkomma en långsiktigt god ekonomisk utveckling. Det är i det ljuset som Riksbankens politik de senaste åren ska ses.

Ett illustrativt exempel

Betydelsen av nivån på inflationsmålet och vikten av penningpolitiskt utrymme illustreras schematiskt i diagram 4:5 och 4:6. I diagram 4:5 visas hur styrräntan förändras under två tänkta konjunkturcykler givet att inflationsmålet är 2 procent. Med ett inflationsmål och en genomsnittlig inflation på 2 procent finns ett visst utrymme att sänka räntan innan den når sin nedre gräns och lågkonjunkturen kan därmed motverkas någorlunda väl.

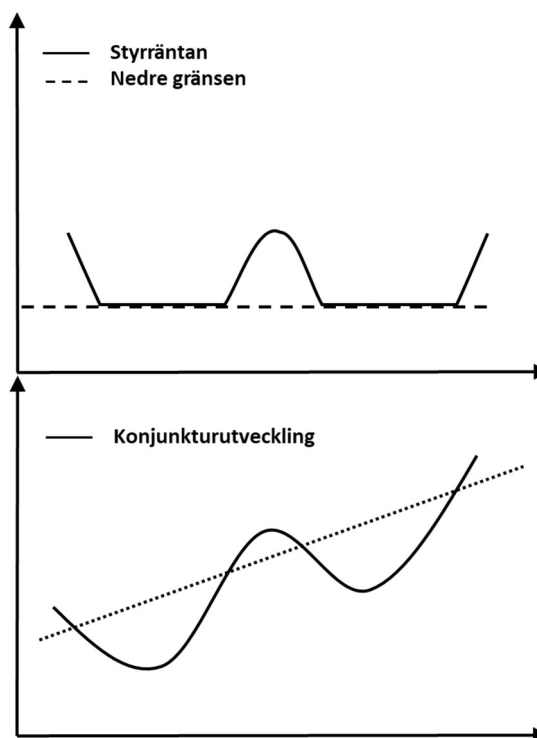
I diagram 4:6 är den genomsnittliga inflationen och nominella räntan lägre och styrräntan kan inte sänkas lika mycket för att stimulera ekonomin eftersom den slår i den nedre gränsen tidigare. Lågkonjunkturerna blir därför längre och styrräntan behöver ligga kvar längre vid den nedre gränsen.

Diagram 4:5. Mer utrymme att sänka räntan med trovärdigt inflationsmål på 2 procent – och lättare att motverka lågkonjunkturer
Utveckling av styrräntan respektive mildare lågkonjunkturer



Källa: Riksbanken

Diagram 4:6. Mindre utrymme att sänka räntan med lägre genomsnittlig inflation
Utveckling av styrräntan och djupare lågkonjunkturer



Källa: Riksbanken

⁵⁵ Även om det visat sig att styrräntor kan sänkas under noll finns det av olika skäl en gräns för hur lågt de kan sänkas (se vidare fördjupningen "Riksbankens erfarenheter av negativ reporänta"). Exakt var denna gräns ligger är dock oklart och varierar mellan olika länder.

⁵⁶ Att en alltför låg genomsnittlig inflation kan göra penningpolitiken ineffektiv är ett problem som bekymrar även centralbanker som har betydligt högre styrränta. Den amerikanske centralbankschefen Jerome Powell har beskrivit det på följande sätt. "[I]nflation running persistently below target can lead to an unhealthy dynamic in which inflation expectations drift down, pulling actual inflation further down. Lower inflation can, in turn, pull interest rates to ever-lower levels. ... [This] can make it harder for a central bank to support its economy by further lowering interest rates. That is why it is essential that we at the Fed use our tools to make sure that we do not permit an unhealthy downward drift in inflation expectations and inflation." (Anförande "Building on the Gains from the Long Expansion", den 25 november 2019).

Bred politisk uppslutning kring inflationsmålet

Penningpolitiken har diskuterats livligt under senare år och 2019 var inget undantag. Sett utifrån debatten kan det framstå som oklart vilken ställning Riksbankens inflationsmål egentligen har. Det kan därför vara bra att kort redogöra för detta.

Beslutet att införa ett inflationsmål på 2 procent fattades av riksbanksfullmäktige 1993. Vid den tiden var riksbanksfullmäktige det beslutsfattande organet i Riksbanken och hade alltså en annan roll än i dag. Det bestod av åtta ledamöter, sju valda av riksdagen och den åttonde, riksbankschefen, utsågs av de övriga. Många ledamöter var aktiva politiker.⁵⁷ Riksbanksfullmäktige var således politiskt tillsatt på ett helt annat sätt än Riksbankens direktion som är det beslutsfattande organet idag.

I början kritiserades inflationsmålet en del, även från politiskt håll. Men ganska snart, när fördelarna med målet hade blivit mer tydliga, uppstod en bred uppslutning kring det. Målet har inte ifrågasatts i de årliga utvärderingar av penningpolitiken som riksdagens finansutskott gör sedan många år tillbaka och inte heller i de utvärderingar som finansutskottet med ett antal års mellanrum ger i uppdrag till två internationellt välrenommerade ekonomer att göra.⁵⁸

Att målet har starkt politiskt stöd underströks nyligen av den parlamentariskt sammansatta kommitté som har utrett det penningpolitiska ramverket och riksbankslagen och som i november 2019 presenterade sitt slutbetänkande. Där framgår att kommittén gör ”bedömningen att Riksbankens nuvarande precisering – ett inflationsmål, mätt enligt KPIF, med en målsatt ökningstakt på 2 procent – är en lämplig precisering av prisstabilitetsmålet. Nuvarande precisering har därmed parlamentariskt stöd”.⁵⁹ Detta tydliga politiska stöd är viktigt att ha i åtanke när man följer och analyserar den debatt som förs om penningpolitiken.

Den penningpolitiska debatten

Debatten om penningpolitiken under 2019 handlade liksom under tidigare år om en rad olika frågor, de flesta relaterade till den expansiva politiken och negativa reporäntan. I fördjupningen ”Riksbankens erfarenheter av negativ reporänta” i kapitel 2 summeras Riksbankens syn på perioden med minusränta.

⁵⁷ Se till exempel B. Dennis, ”Första året med flytande krona”, i L. Jonung, (red.), *På jakt efter ett nytt ankare*, SNS Förlag, 2003.

⁵⁸ Hittills har tre sådana externa utvärderingar gjorts: av Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin för perioden 1995-2005, av Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet för perioden 2005–2010 och av Marvin Goodfriend och Mervyn King för perioden 2010–2015.

⁵⁹ *En ny riksbankslag*, Slutbetänkande från Riksbankskommittén, Volym 2, SOU 2019:46 (s. 617).

Svagare krona när inflationsmålet behöver försvaras

En fråga som var särskilt i fokus under 2019 var kronans utveckling och penningpolitikens betydelse för denna. En del bedömare hävdade att penningpolitiken gjort att den svenska kronan blivit oacceptabelt svag och att penningpolitiken därför borde läggas om.

Här kan det vara bra att börja med en bakgrund. När Sverige 1993 införde ett inflationsmål gjorde vi samtidigt ett val av växelkursregim. Detsamma gjorde Sverige 2003 när folkomröstningen resulterade i att inte ersätta kronan med euron. En fast växelkurs respektive ett inflationsmål under rörlig växelkurs är två olika sätt att försöka ge en ekonomi ett nominellt ankare, det vill säga ett riktmärke för pris- och lönebildningen. Ett inflationsmål försöker styra inflationen och förväntningarna i ekonomin mer direkt, medan en fast växelkurs försöker styra dem indirekt, genom att det blir kostsamt om pris- och löneökningarna är högre än de i omvärlden. Den senare disciplinerande mekanismen fungerade dåligt för svensk del, vilket ledde fram till övergången till rörlig växelkurs och inflationsmål.

Som konstaterats ovan finns en bred politisk uppslutning kring inflationsmålet och därmed också för att Riksbanken ska bedriva en politik som upprätthåller förtroendet för målet. Det innebär att politiken ibland behöver vara expansiv och ibland åtstramande. När politiken behöver vara expansiv tenderar kronans växelkurs att försvagas. Det sker via penningpolitikens vanliga växelkurskanal, det vill säga, om vår ränta är lägre än den i omvärlden ger finansiella tillgångar i svenska kronor sämre avkastning än tillgångar i andra valutor. Efterfrågan på kronor minskar då och kronans växelkurs försvagas. Den expansiva politiken och dess påverkan på växelkursen är således en förklaring till att kronan har utvecklats svagt under senare år, även om det är långtifrån den enda förklaringen.

Mandatet att intervensera kan ha spelat viss roll

En faktor som en del bedömare också menar ha påverkat kronkursen är den förhöjda beredskap att intervensera på valutamarknaden som Riksbanken tog beslut om i januari 2016. Om kronan skulle stärkas för snabbt i förhållande till prognosen kunde riksbankschefen och förste vice riksbankschefen sammankalla övriga direktionen till ett möte för att besluta om en valutaintervention. De båda fick också mandat att själva fatta ett beslut om att intervensera, om de gjorde bedömningen att ett direktionsmöte skulle ta för lång tid att sammankalla. Kronan förstärktes dock inte under den här perioden och Riksbanken intervenserade aldrig på valutamarknaden. I februari 2019 beslutade direktionen slutligen att mandatet skulle upphöra.

Det är möjligt att denna beredskap att intervensera haft betydelse för utvecklingen av kronkursen genom att minska köpintresset för kronan. Men för att den ska kunna förklara någon större del av kronförsvagningen krävs att

marknadsaktörerna gjorde tolkningen att mandatet i praktiken innebar att Riksbanken avsåg att inte tillåta någon som helst förstärkning av kronan, utan att det egentliga syftet i stället var att åstadkomma en försvagning. Det är i så fall ett annat budskap än vad Riksbanken kommunicerade, det vill säga att det var en utväg om kronan skulle komma att stärkas alltför mycket och alltför snabbt.

Valutor i små öppna ekonomier har utvecklats på ett liknande sätt

En viktig observation som fått förhållandevis lite uppmärksamhet är att även andra små öppna ekonomiers valutor har rört sig på ett liknande sätt som den svenska kronan. I diagram 4:7 och 4:8 visas hur den svenska kronan, den norska kronan, den australiska dollarn, den kanadensiska dollarn och den nya zeeländska dollarn har utvecklats under 2019 i förhållande till euron och den amerikanska dollarn. Till skillnad från de övriga valutorna försvagades den svenska kronan ganska mycket i januari, men följde därefter de övriga väl, den kanadensiska dollarn undantagen.

Av diagram 4:9 och 4:10 framgår att det finns ett tydligt gemensamt mönster även på lite längre sikt. Valutor i små öppna ekonomier tenderar att försvagas i osäkra tider. Ett flertal osäkerhetsfaktorer har präglat den globala konjunkturutvecklingen under senare år, inte minst handelskonflikten mellan USA och Kina. Denna osäkerhet var svår att förutse för några år sedan och likaså den försvagning som drabbat kronan och andra små valutor.

Att Sverige inte sticker ut på något anmärkningsvärt sätt är en observation som ger perspektiv på debatten kring kronan. Det är också värt att notera att utvecklingen av valutakurserna varit likartad trots att styrräntorna i de övriga länderna är betydligt högre än i Sverige och inte har varit under noll.

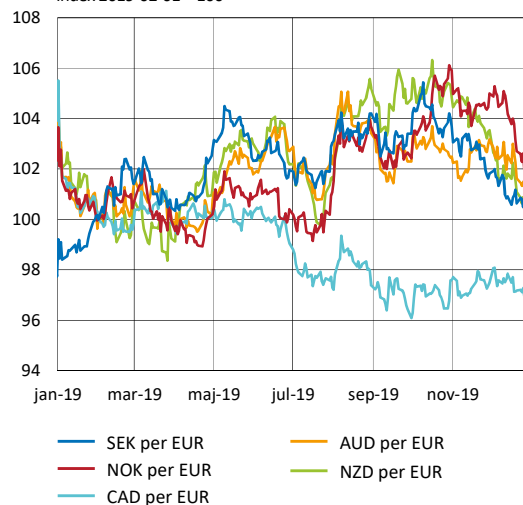
Växelkursen skapar inte välstånd

Försvagningen av kronan ledde till att debatten om huruvida den penningpolitik som har bedrivits de senaste åren har bidragit till att göra svenskarna fattigare fortsatte även under 2019. Denna argumentation kan föra tankarna till förändringar i Sveriges välstånd i en bredare bemärkelse. Men med vanliga mått på välstånd, som BNP per capita, har utvecklingen i Sverige varit relativt god i ett internationellt perspektiv (se diagram 1:5).

Det finns heller inget enkelt och entydigt samband mellan ett lands växelkurs och dess välstånd, såsom detta begrepp normalt används. Om man ser till vad som enligt ekonomisk forskning gör ett land fattigt eller rikt handlar det om att välstånd skapas tack vare välfungerande institutioner och tydliga spelregler för ekonomins aktörer. En stark nominell växelkurs skapar i sig inte välstånd.

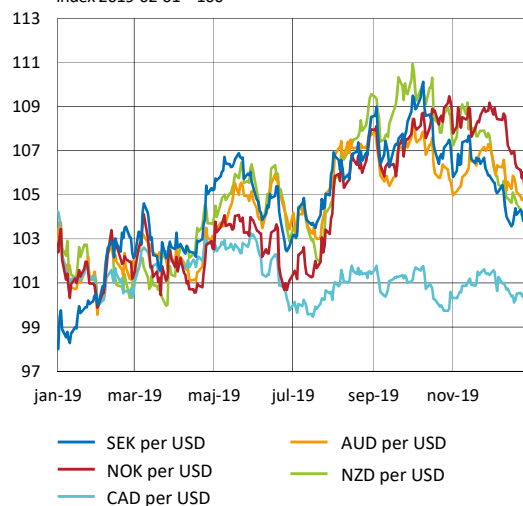
Om man ändå tycker att de rörelser i kronan som Sverige har haft inte är acceptabla kan man givetvis argumentera för

Diagram 4:7. Valutor i små öppna ekonomier mot euron, 2019
Index 2019-02-01 = 100



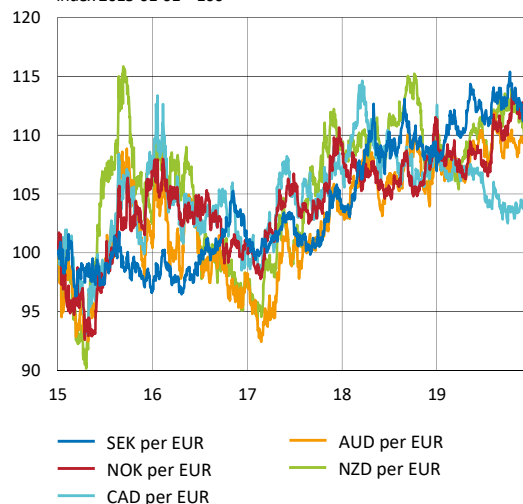
Källa: Macrobond

Diagram 4:8. Valutor i små öppna ekonomier mot dollarn, 2019
Index 2019-02-01 = 100



Källa: Macrobond

Diagram 4:9. Valutor i små öppna ekonomier mot euron
Index 2015-01-01 = 100



Källa: Macrobond

en återgång till fast växelkurs. Det är i så fall ett politiskt beslut. Enligt lagen om valutapolitik är det regeringen som fattar beslut om det växelkurssystem som ska tillämpas.⁶⁰

Flexibilitet kräver förtroende för inflationsmålet

Ett annat tema under året var åsikten att Riksbanken har fokuserat alltför mycket på inflationsmålet och inte agerat tillräckligt "flexibelt". Om Riksbanken skulle ha fokuserat mindre på inflationsmålet skulle penningpolitiken ha kunnat användas till annat, menar vissa bedömare, exempelvis till att stärka kronan eller till att dämpa ökningen i hushållens skulder.

Liksom de flesta andra centralbanker bedriver Riksbanken i praktiken en flexibel inflationsmålpolitik där hänsyn tas även till annat än inflationen. I normala fall, när förtroendet för inflationsmålet är väl förankrat, är det också möjligt att göra avvägningar mellan stabiliteten i inflationen och i andra variabler, utan att riskera att aktörerna i ekonomin tror att inflationsmålet har prioriterats ned.

Men i vissa lägen riskerar förtroendet för inflationsmålet att försvagas så mycket att det inte längre finns något utrymme att vara flexibel. Förväntningarna i ekonomin skulle då kunna ställa in sig på en långsiktigt lägre inflation. Detta skulle i sin tur kunna medföra de problem som beskrivits ovan, det vill säga framför allt att reporäntan skulle bli ett mindre effektivt verktyg för att motverka lågkonjunkturer i framtiden. Som konstateras inledningsvis i detta kapitel är det den typen av överväganden som har kännetecknat de senaste årens penningpolitik. Riksbankens bedömning har varit att en mindre expansiv politik än den som har förts skulle ha medfört risker för förtroendet för målet.

Ju starkare förtroendet för inflationsmålet är, desto mer flexibel kan politiken vara. Detta är ett viktigt skäl till att inflationen är det överordnade målet, explicit eller implicit, för de flesta centralbanker.

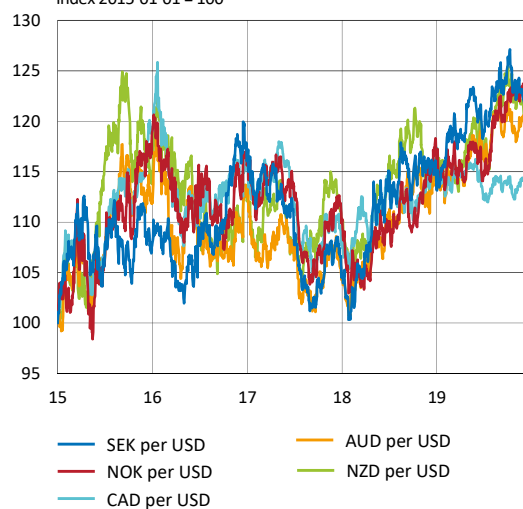
Fortsatt debatt om inflationsmålet och lönebildningen

Under 2019 fortsatte också debatten om sambandet mellan lönebildningen och inflationen. Detta samband har viktiga implikationer för förutsättningarna för inflationsmålpolitiken.

Sedan drygt 20 år sätts märket för de centralt avtalade löneökningarna 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 Sveriges internationella konkurrenskraft. Industriavtalet har fyllt en viktig funktion för att skapa ordning och reda i den svenska lönebildningsprocessen och har de två senaste decennierna bidragit till återhållsamma löneökningar.

De senaste åren har dock en del problem med denna ordning börjat diskuteras allt mer. Ett argument mot normeringen har varit att den gör det svårare att ändra

Diagram 4:10. Valutor i små öppna ekonomier mot dollarn
Index 2015-01-01 = 100



Källa: Macrobond

⁶⁰ Lag (1998:1404) om valutapolitik, 2 §.

relativlöner utifrån ett rättvis- och fördelningsperspektiv. Den kan exempelvis bli ett hinder om man vill minska löneskillnaderna mellan kvinnor och män.

Men det finns också problem utifrån ett makroekonomiskt perspektiv. Om relativlönerna inte är tillräckligt flexibla kan detta motverka en samhällsekonomiskt effektiv fördelning av arbetskraften mellan yrken och sektorer. Därmed skulle det kunna uppstå obalanser på arbetsmarknaden. En farhåga är att dagens lönebildningssystem inte är tillräckligt flexibelt för att effektivt kunna hantera bristsituationer inom exempelvis skolan och vården. En del bedömare anser därför att det viktigaste målet för lönebildningen ska vara att åstadkomma balans på arbetsmarknaden som helhet och inte främst att värna industrins internationella konkurrenskraft.⁶¹

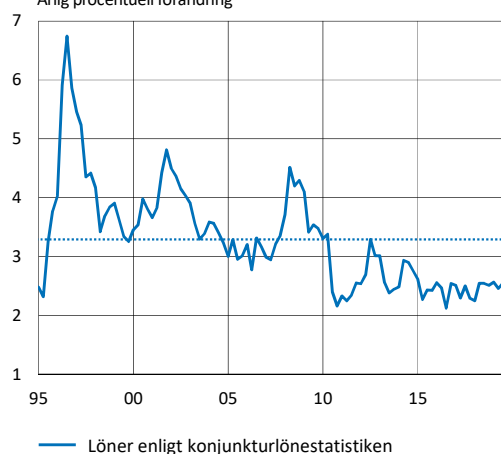
Samspelet mellan inflationsmålet och lönebildningen viktigt att analysera

En annan viktig aspekt som har lyfts fram i diskussionen är i vilken mån industrins lönenormering i alla lägen är förenlig med ett inflationsmål. Skälet till att denna fråga har aktualiserats är att den sammantagna nominella löneökningstakten i ekonomin har varit låg under senare år, trots att konjunkturläget varit gott och inflationen nära målet (se diagram 4:11). Att löneavtalen inom svensk industri har 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 vara långsiktigt oförenlig med inflationsmålspolitiken eftersom euroområdet inflationsmål överensstämmer väl med Sveriges. Men under perioder då löneökningarna i euroområdet är osedvanligt låga bidrar industrins normering till att löneökningarna blir låga också i den svenska ekonomin. Även om Riksbanken i ett sådant läge skulle göra penningpolitiken mer expansiv kan det hända att det tar längre tid än normalt att uppnå inflationsmålet. Under en sådan period finns en risk för att inflationsförväntningarna faller och förtroendet för inflationsmålet försvagas. Vi skulle då kunna hamna i ett läge med de problem som beskrivits ovan.

När Riksbankens reporänta nått sin nedre gräns uppstår dessutom en specifik komplikation. Om löneökningstakten sjunker så kan detta leda till att inflationen sjunker ytterligare. Riksbanken kan dock inte parera detta med att sänka räntan. Konsekvensen blir då att realräntan (ränta minus den förväntade inflationen) stiger och detta kommer att dämpa

Diagram 4:11. Löner
Årlig procentuell förändring



Anm. Den streckade linjen avser medelvärde från 1992 till 2019.

Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

⁶¹ Se till exempel L. Calmfors, S. Ek, A.-S. Kolm och P. Skedinger, *Kollektivavtal och lönebildning i en ny tid*, Dialogos, Stockholm, 2019. 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.

efterfrågan i ekonomin och därmed sysselsättningen. Lägre löneökningar kan därför bli kontraproduktiva om räntan redan ligger vid sin nedre gräns.

En alternativ syn är att det i stället är inflationsmålet som inte längre fyller någon funktion som ankare för lönebildningen. Det var endast ett medel för att få ned de tidigare alltför snabba löneökningarna i förhållande till omvärlden. Men i och med att detta har uppnåtts har inflationsmålet fyllt sitt syfte, enligt denna uppfattning. Att industrin har att förhålla sig till priser bestämda i omvärlden brukar också framhållas som ett argument för att inflationsmålet ska ignoreras.

Men poängen med ett inflationsmål är att det varaktigt ska vara ett riktmärke för pris- och lönebildningen i ekonomin. Det ska motverka inte bara att inflationen blir för hög utan också att den blir för låg. Om det sprider sig en uppfattning att inflationsmålet inte längre fyller någon funktion kommer detta också att påverka Riksbankens möjligheter att upprätthålla förtroendet för målet. Samspelet mellan det penningpolitiska ramverket och formerna för lönebildningen är därför viktigt att analysera och något som bör uppmärksammas mer i den samhällsekonomiska diskussionen.

FÖRDJUPNING – Riksbankens penningpolitiska utvecklingsarbete

Riksbanken arbetar kontinuerligt med att utveckla den penningpolitiska analysen. Under 2019 var arbetet inriktat bland annat på kronans utveckling som fortsatte att vara en central fråga. Riksbankens analys på det området beskrivs i fördjupningen "Riksbankens växelkursprognoser". Förutom växelkursen var även andra aspekter på den svenska ekonomins omvärldsberoende i fokus i Riksbankens analys. Vidare togs ett nytt index fram som gör det möjligt att bedöma de finansiella förhållandena i Sverige. Under året fortsatte också arbetet med att öka förståelsen av ekonomiska konsekvenser av strukturella förändringar kopplade till bland annat demografin och snabb teknikutveckling. Dessutom fördjupades analysen av förutsättningarna för stabiliseringspolitiken i Sverige.

Riksbanken arbetar kontinuerligt med att utveckla den penningpolitiska analysen och studera penningpolitikens genomslag på ekonomin. I arbetet ingår både att analysera olika aspekter på den ekonomiska utvecklingen och att utveckla modeller som fångar hur ekonomin fungerar i en föränderlig omvärld.⁶²

Fördjupad analys av den svenska ekonomins omvärldsberoende

Liksom 2018 var Riksbankens utvecklingsarbete under 2019 till stor del inriktat på kronans utveckling och ett flertal analyser på det temat publicerades – se vidare fördjupningen "Riksbankens växelkursprognoser". Faktorer som bestämmer växelkursen var även i fokus på en konferens om konjunkturcykler i små öppna ekonomier som Riksbanken anordnade tillsammans med centralbankerna i Australien, Kanada, Norge och Nya Zeeland.

Förutom växelkursen var även andra aspekter på den svenska ekonomins omvärldsberoende i fokus i Riksbankens analys, bland annat utvecklingen av svenska arbetskostnader i ett internationellt perspektiv. Om de svenska arbetskostnaderna stiger mer än omvärldens blir svenska varor och tjänster förhållandevis dyrare och får svårare att konkurrera på en global marknad. Svensk lönebildning borde dock kunna bortse från detta om kronans växelkurs samtidigt försvagas och utjämnar skillnaden i arbetskostnader mot omvärlden. Men kronan påverkas också av flera andra faktorer.

En fördjupning i den penningpolitiska rapporten i februari analyserade hur svenska arbetskostnader står sig i ett internationellt perspektiv.⁶³ Slutsatsen var att de svenska arbetskostnaderna per producerad enhet i början av 2019 var låga jämfört med flertalet konkurrentländer

mätta i samma valuta. Försvagningen av kronan som skett fram till dess var en viktig förklaring till detta.

Slutsatser om hur det ekonomiska välståndet har utvecklats i Sverige jämfört med i andra länder kan påverkas av vilka mått man jämför. Detta belystes i en ekonomisk kommentar.⁶⁴ Slutsatsen var att den svenska välståndsutvecklingen har varit ganska stabil i ett längre perspektiv, och även om nivån har sjunkit något relativt andra länder de senaste åren står sig välståndsutvecklingen fortfarande väl internationellt.

Slutsatser om den ekonomiska utvecklingen i olika länder kan inte bara påverkas av vilka statistiska mått som jämförs, utan också av *hur* statistiken beräknas. Internationella beräkningskonventioner till trots ställs statistikproducenter i olika länder med nödvändighet inför val som kan spela roll när de vill göra jämförelser med andra länder. Ett staff memo undersökte hur möjligheterna att jämföra prisstatistik kan påverkas av de justeringar som görs för att ta hänsyn till kvalitetsförändringar.⁶⁵ Det visade sig att den relativa utvecklingen av priser som justeras för sådana förändringar skiljer sig mycket åt mellan olika länder, vilket kan bero på att man valt olika beräkningsmetoder. Skillnaderna är dessutom så pass stora att de kan påverka jämförelser av inflationstakten i olika länder, mätt som den årliga procentuella förändringen av det EU-harmoniserade prisindexet HIKP. En jämförelse av de ingående delindexen visade exempelvis att utvecklingen av priser som justeras för kvalitetsförändringar har bidragit till att pressa ned inflationen i Sverige relativt mycket jämfört med i andra länder.

⁶² Under 2019 avslutades bland annat projektet med att uppdatera och vidareutveckla en ny makroekonomisk modell för svensk ekonomi, MAJA (Modell för Allmän JämviktsAnalys), som ersätter den tidigare modellen RAMSES. Information om och dokumentation av den nya modellen kommer att publiceras under 2020.

⁶³ "Utvecklingen av svenska arbetskostnader i ett internationellt perspektiv", fördjupning i Penningpolitisk rapport februari 2019.

⁶⁴ H. Gabriellson, "Hur står sig den svenska välståndsutvecklingen internationellt?", *Ekonomiska kommentarer* nr. 10 2019.

⁶⁵ O. Tysklind, "Kvalitetsjusteringar och internationella prisjämförelser", Staff memo, januari 2020.

Nytt mått på de finansiella förhållandena i Sverige

Att bevaka och förstå utvecklingen på de finansiella marknaderna är en viktig del i den penningpolitiska beredningsprocessen. Förhållandena på finansmarknaderna avspeglar utvecklingen i ekonomin, men kan också driva den. De finansiella förhållandena är dessutom viktiga eftersom penningpolitiken till stor del påverkar produktionen, sysselsättningen och inflationen via det finansiella systemet. Det finns därför flera skäl för Riksbanken att analysera hur de finansiella förhållandena utvecklas. Eftersom förhållandena inte går att observera direkt måste de skattas på något sätt.

Under 2019 utvecklade Riksbanken ett nytt index (FCI, financial conditions index) som speglar de finansiella förhållandena i Sverige genom att sammanfatta tillståndet för ett antal indikatorer på viktiga delmarknader i det svenska finansiella systemet. Indexet väger samman indikatorer som speglar utvecklingen på bostadsmarknaden, obligationsmarknaden, penningmarknaden, aktiemarknaden och valutamarknaden.⁶⁶ Riksbankens FCI presenterades i ett staff memo som bland annat visade att indexet ger en rimlig beskrivning av de finansiella förhållandena i Sverige sedan början av 1990-talet. Indexet är också robust i den meningen att det visar på en liknande utveckling som andra FCI som bygger på mer komplicerade beräkningar.

Vilka är effekterna av förändringar på den svenska ekonomins utbudssida?

Penningpolitiken både i Sverige och i omvärlden kommer framöver att bedrivas i en miljö där mycket förändras på ekonomins utbudssida. En av orsakerna till detta är de pågående demografiska förändringarna med en allt större andel äldre i befolkningen och stora migrationsflöden. Under 2019 fortsatte Riksbanken arbetet med att förstå dessa förutsättningar bättre. Bland annat publicerades en kunskapsöversikt om migrationen till Sverige under de senaste decennierna och vilka makroekonomiska effekter invandringen kan få.⁶⁷ En specifik frågeställning var om invandring kan göra det lättare att försörja en åldrande befolkning. Slutsatsen var att invandringen skulle kunna bidra till detta men att det i så fall kräver att integrationen på arbetsmarknaden fungerar bättre än idag. En annan kunskapsöversikt jämförde olika källor för arbetsmarknadsstatistik, bland annat den bild de ger av läget för utrikes födda. Analysen visade hur man genom

att kombinera de olika källorna kan få en mer komplett bild av den svenska arbetsmarknaden.⁶⁸

En annan trend med potentiellt stora konsekvenser för arbetsmarknaden är den fortsatta teknikutvecklingen med automatisering och robotisering. En ekonomisk kommentar om den empiriska forskningen på området drog slutsatsen att det inte går att säga att den totala sysselsättningen hittills har minskat till följd av den tekniska utvecklingen.⁶⁹ Däremot har vissa grupper drabbats hårdare då deras kunskaper inte längre efterfrågas på arbetsmarknaden i samma utsträckning som tidigare. Snabb teknikutveckling riskerar alltså att leda till en tydligare tudelning på arbetsmarknaden. Det är därför nödvändigt att ha en god omställningsförmåga i ekonomin så att resurser smidigt kan flyttas mellan aktiviteter och sektorer.

En artikel i Penning- och valutapolitik sammanfattade vad forskningslitteraturen funnit vara effekterna av större strukturella förändringar som påverkat den svenska arbetsmarknaden de senaste 25 åren, bland annat olika reformer, förändrad demografi och ökad utrikeshandel.⁷⁰ En av slutsatserna var att handeln haft vissa effekter på lönerna. Men det är framför allt teknisk utveckling som gynnat högutbildade som haft en effekt på lönebildningen i den meningen att lönespridningen ökat.

En annan artikel undersökte om strukturella förändringar på arbetsmarknaden kan förklara de senaste årens dämpade pris- och löneutveckling.⁷¹ Slutsatsen var att ökat arbetskraftsdeltagande, försvagad förhandlingsstyrka hos arbetstagarna och lägre ersättningsgrad vid arbetslöshet kan ha bidragit till utvecklingen. Vissa av dessa förändringar kan också ha bidragit till att det allt högre resursutnyttjandet i ekonomin inte har inneburit lika stora löneökningar som tidigare år. Det innebär dock inte nödvändigtvis att penningpolitikens möjligheter att påverka inflationen blivit mindre. En ekonomisk kommentar visade att det på företagsnivå fortfarande finns ett starkt samband mellan försäljningspriser och resursutnyttjande.⁷²

Fördjupad analys av förutsättningarna för stabiliseringspolitiken

När det allmänna ränteläget är lågt blir penningpolitikens möjligheter att motverka en svagare konjunkturutveckling bland annat beroende av hur långt det är praktiskt möjligt att sänka räntan. Riksbanken och ett par andra centralbanker har sänkt sina styrräntor under noll, vilket

⁶⁶ Se J. Alsterlind, M. Lindskog och T. von Brömsen, "Ett index för de finansiella förhållandena i Sverige", Staff memo, februari 2020.

⁶⁷ Å. Olli Segendorf och E. Theobald, "Kan invandring lösa problemet med en åldrande befolkning?", *Penning- och valutapolitik* nr. 1, 2019.

⁶⁸ I. Häkkinen Skans, "Utvecklingen på arbetsmarknaden enligt olika statistikällor", *Ekonomiska kommentarer* nr. 6 2019.

⁶⁹ I. Häkkinen Skans, "Teknologisk utveckling och förändringar på arbetsmarknaden", *Ekonomiska kommentarer* nr. 7, 2019.

⁷⁰ A. Westermark, "Hur kan olika strukturella förändringar i ekonomin påverka löner och inflation?", *Penning- och valutapolitik* nr. 2, 2019.

⁷¹ M. Jonsson och E. Theobald, "Förändrad arbetsmarknad – effekter på priser och löner, Phillipskurvan och Beveridgekurvan", *Penning- och valutapolitik* nr. 1, 2019.

⁷² E. Frohm, "Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation: ett mikrodataperspektiv", *Ekonomiska kommentarer* nr. 1, 2019.

tidigare sågs som den nedre gränsen. Ett staff memo analyserade de svenska erfarenheterna.⁷³ Analysen visade att marknadsräntorna, såväl interbankräntor som räntor på statsobligationer, har följt styrräntan i takt med sänkningarna. Bankernas inlåningsräntor har däremot inte sjunkit i motsvarande mån, något Riksbanken också tidigt påpekade skulle kunna bli fallet. Bankernas utlåningsräntor med tre månaders bindningstid – de rörliga bolåneräntorna – har dock följt sänkningarna av styrräntan, om än med viss fördröjning. Slutsatsen av analysen var att sänkningarna av styrräntan under noll har haft effekt och bidragit till att stimulera ekonomin ytterligare.⁷⁴

Att Riksbanken och andra centralbanker har behövt sänka sina styrräntor till dagens mycket låga nivåer beror på att ränteläget generellt i den globala ekonomin har sjunkit successivt under ett antal decennier. Detta har bidragit till att lånekostnaderna för köp av hus och bostadsrätter har sjunkit, vilket inneburit att det har blivit billigt att låna för svenska hushåll och att deras skulder har stigit. Ett staff memo analyserade hur ekonomins funktionssätt påverkas när hushållen är högt skuldsatta och vad det innebär för penningpolitiken.⁷⁵ Analysen visade bland annat att oväntade förändringar av penningpolitiken har ett större genomslag på ekonomin i en sådan miljö eftersom hushållen är mer räntekänsliga. Men en högre räntekänslighet hos hushållen innebär också att ekonomin som helhet blir känsligare för störningar i det finansiella systemet.

En fråga som fick allt större fokus i den ekonomiska debatten under året var huruvida finanspolitiken behöver ta ett större ansvar i en eventuell framtida konjunktursvacka. Ett argument för att lägga större ansvar på finanspolitiken är det faktum att låga ränteläget begränsar penningpolitikens handlingsutrymme, medan finanspolitikens handlingsutrymme ökar. Dessutom indikerar teoretisk och empirisk forskning att tillfälliga finanspolitiska åtgärder kan stimulera hushållens konsumtion relativt mycket, i synnerhet om centralbankens styrränta är nära en nedre gräns. En ekonomisk kommentar som publicerades av Riksbanken diskuterade dessa argument och samspelet mellan finans- och penningpolitiken mer i detalj.⁷⁶

Tabell 4.1. Penningpolitiskt relaterade studier gjorda 2019. Publiceringsår är 2019 om inget annat anges.

Fördjupningar i den penningpolitiska rapporten

”Utvecklingen av svenska arbetskostnader i ett internationellt perspektiv”, februari

”Riksbankens räntestyrningssystem behöver anpassas till nya förutsättningar”, juli

”Kronans trendmässiga utveckling”, juli

”Inflationsförväntningar i Sverige nära 2 procent”, september

”Världshandeln i ständig förändring”, oktober

Ekonomiska kommentarer

E. Askestad, A. M. Ceh, P. Di Casola och A. Ristiniemi, ”Att göra prognoser för kronan”, nr. 12.

C.-J. Belfrage, V. Corbo och S. Ingves, ”Perspektiv på kronan, inflationen och penningpolitiken”, nr. 13.

E. Frohm, ”Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation: ett mikrodatabaserat perspektiv”, nr. 1.

E. Frohm, ”Lägre arbetskraftsbrist kan delvis förklara låga löneökningar”, nr. 11.

E. Frohm och J. Hokkanen, ”Man lär sig av att lyssna: samtal med företagen speglar den ekonomiska utvecklingen”, nr. 14.

H. Gabrielsson, ”Hur står sig den svenska välfärdsutvecklingen internationellt?”, nr. 10.

I. Häkkinen Skans, ”Utvecklingen på arbetsmarknaden enligt olika statistikkällor”, nr. 6.

I. Häkkinen Skans, ”Teknologisk utveckling och förändringar på arbetsmarknaden”, nr. 7.

B. Lagerwall, ”Finanspolitik i ett penningpolitiskt perspektiv”, nr. 5.

Artiklar i Penning- och valutapolitik

M. Jonsson och E. Theobald, ”Förändrad arbetsmarknad – effekter på priser och löner, Phillipskurvan och Beveridgekurvan”, nr. 1.

D. Kjellberg och D. Vestin, ”Riksbankens balansräkning och finansiella oberoende”, nr. 2.

Å. Olli Segendorf och E. Theobald, ”Kan invandring lösa problemet med en åldrande befolkning?”, nr. 1.

A. Westermark, ”Hur kan olika strukturella förändringar i ekonomin påverka löner och inflation?”, nr. 2.

A. Westermark, ”Lönebildningen i Sverige: Med Tyskland som kompass?”, nr. 2.

Staff memo

P. Di Casola och J. Iversen, ”Monetary Policy with high household debt and low interest rates”, oktober.

H. Erikson och D. Vestin, ”Pass-through at Mildly Negative Policy Rates: The Swedish Case”, januari.

O. Tysklind, ”Kvalitetsjusteringar och internationella prisjämförelser”, januari 2020

J. Alsterlind, M. Lindskog och T. von Brömsen, ”Ett index för de finansiella förhållandena i Sverige”, februari 2020

C. J. Belfrage, P. Bonomolo och P. Stockhammar, ”A time-varying equilibrium model for the long run real exchange rate”, februari 2020

Riksbanksstudier

Utvärdering av Riksbankens prognoser, mars.

Working paper series

S. Ankargren och H. Shahnazarian, ”The Interaction Between Fiscal and Monetary Policies: Evidence from Sweden”, no. 365.

M. Apel, M. Blix Grimaldi och I. Hull, ”How Much Information Do Monetary Policy Committees Disclose? Evidence from the FOMC’s Minutes and Transcripts”, no. 381.

⁷³ H. Erikson och D. Vestin, ”Pass-through at Mildly Negative Policy Rates: The Swedish Case”, Staff memo, januari 2019.

⁷⁴ Se fördjupningen ”Riksbankens erfarenheter av negativ ränta”.

⁷⁵ P. Di Casola och J. Iversen, ”Monetary policy with high household debt and low interest rates”, Staff memo, oktober 2019.

⁷⁶ B. Lagerwall, ”Finanspolitik i ett penningpolitiskt perspektiv”, *Ekonomiska kommentarer* nr. 5, 2019.

- H. Armelius, C. Bertsch, I. Hull och Z. Zhang, "Spread the Word: International Spillovers from Central Bank Communication", no. 357.
- R. Billi och J. Galí, "Gains from Wage Flexibility and the Zero Lower Bound", no. 367.
- M. Björklund, M. Carlsson och O. Nordström Skans, "Fixed Wage Contracts and Monetary Non-Neutrality", no. 368.
- D. Cipullo och A. Reslow, "Biased Forecasts to Affect Voting Decisions? The Brexit Case", no. 364.
- D. Debortoli, J. Kim, J. Lindé och R. Nunes, "Designing a Simple Loss Function for Central Banks: Does a Dual Mandate Make Sense?", no. 366.
- J. Hassler, P. Krusell och C. Olovsson, "The Consequences of Uncertainty: Climate Sensitivity and Economic Sensitivity to the Climate", no. 369.
- J. Hassler, P. Krusell och C. Olovsson, "Directed technical change as a response to natural-resource scarcity", no. 375.
- M. Kelin och L. Linnemann, "Tax and spending shocks in the open economy: are the deficits twins?", no. 377.
- M. Levander, "Financial Buffers, Unemployment Duration and Replacement Labor Income", no. 379.
- J. Lindé och A. Pescatori, "The Macroeconomic Effects of Trade Tariffs: Revisiting the Lerner Symmetry Result", no. 363.
- A. Reslow, "Inefficient Use of Competitors' Forecasts?", no. 380.



SVERIGES RIKSBANK
SE - 103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)
Tel +46 8 - 787 00 00
Fax +46 8 - 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

PRODUCTION SVERIGES RIKSBANK.
ISBN 978-91-87551-02-4 (online)