

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. Gabrielsson, "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 statistikkällor", *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 statistikällor”, 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.