

FÖRDJUPNING – Riksbankens penningpolitiska utvecklingsarbete

Avdelningen för penningpolitik har under 2024 samlat resurserna kring analytiskt arbete, både vad gäller viktiga teman i det penningpolitiska beredningsarbetet och mer strategiska analysfrågor. Analysarbetet avspeglar också det som formulerats i den övergripande strategiska planen för hela Riksbanken, till exempel att kraftsamla kring datas potential och att etablera samarbeten för att stärka våra förflyttningar. Centrala frågor under året har varit inflationens drivkrafter, transmissionen av penningpolitiken, bedömningen av den neutrala nivån på styrräntan, företagens prissättningsbeteende samt effekter av geopolitisk osäkerhet och ökade handelshinder. Ökat fokus har legat på att generellt utveckla och utöka modellanvändningen i analysarbetet. Riksbanken fortsatte också att fördjupa sitt analytiska arbete genom internationellt samarbete.

Resursmobilisering kring analytiskt arbete

Viktiga penningpolitiska teman

Från och med 2024 övergick Riksbanken till att ha åtta ordinarie penningpolitiska möten, vilket innebar att beredningsarbetet utökades. Kärnan i det kontinuerliga analysarbetet som görs inför dessa beslut är att förstå drivkrafterna för inflationen och konsekvenserna för, men också effekterna av, penningpolitiken. Viktiga penningpolitiska analysteman identifieras och analyseras utifrån sina implikationer för inflationen, realekonomin och penningpolitiken i Sverige.

Utbudsstörningar har varit viktiga de senaste åren och bedöms vara viktiga även framöver. Vi har sett ökade geopolitiska spänningar och dessutom störningar till leveranskedjor, främst under och strax efter pandemin. Det övergripande temat om hur förändringar i utbudssidan av ekonomin påverkar penningpolitiken binder ihop flera av de analytiska arbeten som Riksbanken har jobbat med under året, som till exempel handelshinder, demografi, matchning på arbetsmarknaden och prissättningsmönster.

Frågan om vad ökad protektionism skulle innebära blev allt mer aktuell under 2024. Riksbankens analys pekade på att ökade handelshinder skulle påverka den globala ekonomiska aktiviteten negativt, och för ett exportberoende land som Sverige är detta en viktig fråga. Importtullar leder till högre kostnader för hushåll och företag, i synnerhet i det land som infört dem. De hämmar också handeln och begränsar konkurrensen, innovationstakten och möjligheterna att dra nytta av stordriftsfördelar. Sammantaget innebär det lägre produktivitet och BNP än vad som annars hade varit

fallet. Effekterna på inflationen är mer osäkra, det finns faktorer som talar för såväl lägre som högre inflation.

Lärdomar från höginflationsperioden samlades under året, bland annat de metoder som tagits fram för att uppskatta om inflationen drivs av utbud- eller efterfrågechocker. Riksbanken fortsatte också att följa företagens prissättningsbeteende, bland annat inom ett forskningsprojekt som analyserade mikrodata. Tidigare resultat visade att det primärt är frekvensen av, snarare än storleken på, prisförändringar som samvarierar med den aggregerade prisförändringstakten. Särskilt tydligt var detta under perioden med hög inflation. I början av 2024 ändrade företagen sina priser mer sällan igen, något som indikerade att prissättningsbeteendet var mer i linje med hur det såg ut före perioden med hög inflation. För varor och livsmedel ändrades priserna mer sällan, medan företag i tjänstesektorn fortfarande ändrade sina priser oftare än vanligt. Analyser av växelkursen fortsatte också, eftersom kronans utveckling har betydelse för inflationen. Bland annat togs det fram en studie på om växelkursgenomslag skiljer sig när det sker en kronförsvagning mot dollarn respektive euron.

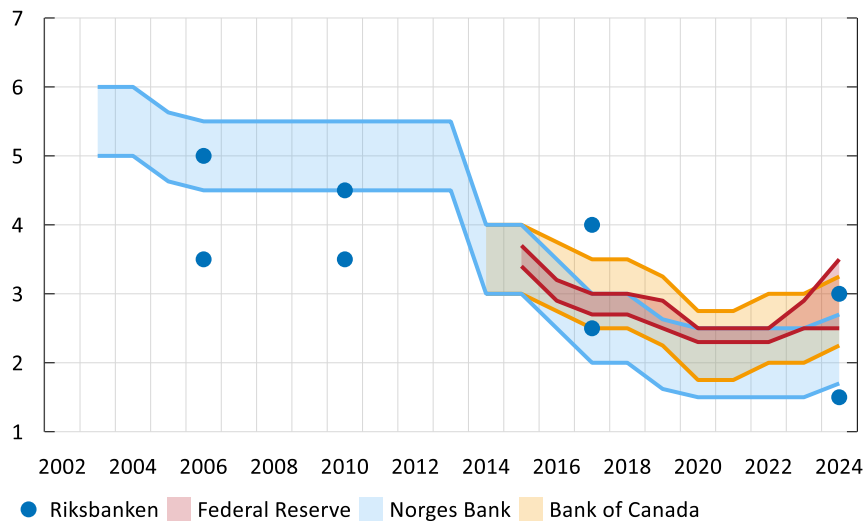
Det som brukar kallas transmissionsmekanismen – vad penningpolitiken har för effekter på finansiella marknader, inflationen och den övriga ekonomin – är av naturliga skäl något som Riksbanken behöver ha en god uppfattning om. I det penningpolitiska arbetet är det ett viktigt fokusområde att ständigt förbättra förståelsen av transmissionsmekanismen i Sverige. Den är grundläggande för att kunna beräkna effekterna av olika tänkbara beslut om styrräntan. Men den är också viktig för att konstruera alternativscenarier, något Riksbanken gör i samband med de penningpolitiska besluten för att utvärdera olika policyalternativ och bedöma risker. Riksbanken ser löpande över den analys som bedömningarna av penningpolitikens effekter grundas på, och under 2024 genomfördes ett antal projekt med särskilt fokus på detta. En del av det arbetet innebar att Riksbanken skattade effekter med nya metoder och nya data, som ställdes mot uppdaterade skattningar med mer traditionella metoder. Även om resultaten är relativt samstämmiga är det viktigt att vara uppmärksam på den osäkerhet som alltid finns med empiriska uppskattningar. Osäkerheten är betydande, och de skattade effekterna påverkas av en rad olika antaganden. Beräkningarna ingår som en del i Riksbankens samlade bedömning av penningpolitikens effekter på svensk ekonomi.

Ett verktyg för att kommunicera penningpolitiken är att publicera prognoser för styrräntan, något Riksbanken har gjort sedan 2007. Prognoser för styrräntan flera år fram i tiden är förknippade med stor osäkerhet. Men de säger samtidigt något om vad man bedömer att den neutrala nivån på styrräntan kommer att vara på lång sikt. Riksbanken har under året arbetat med att se över sin bedömning av den långsiktiga neutrala räntan.

En ny bedömning togs fram med utgångspunkt i internationella studier, bedömningar från andra centralbanker, information från finansiella marknader och genom att Riksbanken skattade tongivande modeller i litteraturen på svenska data. Riksbankens nya bedömning är ett intervall mellan 1,5 och 3 procent (se diagram 31).

Diagram 31. Riksbanken och andra centralbankers bedömningar av neutral ränta

Procent



Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken. Bedömningen för Norges bank är hämtad från fördjupningen "Anslag på nøytral realrente", Pengepolitisk rapport 2/2023. För Bank of Canada kommer estimaten från publikationerna "Potential output and the neutral rate in Canada" och "The neutral rate in Canada" och "Monetary Policy report". För Federal Reserve är intervallet beräknat som skillnaden mellan den högsta och lägsta bedömningen av styrräntan på lång sikt som ledamöterna i Federal Open Market Committee gör (de så kallade "dot plots"), med de tre högsta och de tre lägsta bedömningarna borträknade. Riksbankens tidigare estimat kommer från fördjupningar "Vad är en normal nivå på reporäntan?" 2006:2, "Vad är en normal repo-ränta?" februari 2010 och "Reporäntan på lång sikt" februari 2017 i penningpolitiska rapporter.

Strategiska analysfrågor

Utöver det utökade beredningsarbetet med analyser kopplade till de penningpolitiska besluten, samlade avdelningen för penningpolitik också sina resurser för att stärka det mer strategiska analysarbetet. Strategiarbetet fokuserade generellt på att utveckla och utöka modellanvändningen i analyserna. Syftet var dels att skatta effekter av penningpolitiken med nya metoder och nya data, dels att uppdatera befintliga makro-modeller i ljuset av de senaste årens händelser. Erfarenheter visade att utbudsstörningar kan vara mer relevanta även framöver och att dessa effekter kan variera över tid, beroende på tillståndet i ekonomin. Det fanns ett tydligt behov av att hitta ett flexibelt sätt att jobba med modeller, för att enklare kunna hantera sådana situationer. För att klara det behöver såväl nya modeller som nya arbetsmetoder utforskas.

Många andra centralbanker som till exempel Bank of England, Bank of Canada och Norges Bank är i ett liknande förändringsarbete. I arbetet med att utforma en strategi för att utveckla modellerna och jobba med dem mer flexibelt, har Riksbanken under året haft utbyte med andra centralbanker och delat erfarenheter. Två specifika områden för modellutvecklingen handlade om Riksbankens översyn av bedömningen för neutral ränta och de bedömda effekterna av penningpolitiken. I utvecklingsarbetet ingick att skatta om Riksbankens strukturella makroekonomiska modell Maja.

I Riksbankens övergripande strategiska plan handlar en av förflyttningarna om att kraftsamla kring datas potential.⁶⁵ Det penningpolitiska datateamet arbetar för att effektivisera och skapa bättre förutsättningar att arbeta med data, både i prognosarbetet och andra penningpolitiska analysprojekt.

Ett sätt att kraftsamla kring datas potential handlar om att undersöka hur nya datakällor kan hjälpa oss att förstå ekonomin på nya sätt. Ett konkret arbete som initierades under året var att utveckla AI-modeller för prognoser på kort sikt, där tillämpningen av maskininlärningsmodeller, särskilt "random forests" och neurala nätverk, utforskades. Fördelar med sådana modeller är dels att de på ett effektivt sätt kan fånga icke-linjäriteter i ekonomiska data. Dels att de enkelt kan skattas på mycket och udda data, utan att hamna i de utmaningar som vanligare metoder drabbas av. Att jobba med dessa modeller ger alltså förutsättningar att på ett effektivt och strukturerat sätt kunna ta in nya data i beredningsarbetet. En jämförelse av prognosförmågan för dessa AI-baserade modeller med traditionella benchmarkmodeller tyder på att Riksbankens prognoser på 1–12 månaders sikt kan förbättras genom att använda maskininlärningsmetoder. Studien belyser också vikten av icke-linjära modeller, framför att enbart expandera datamängderna.

Bland Riksbankens övriga utvecklingsarbete under året kan nämnas hållbarhet och penningpolitik. Forskning om hur samhällets omställning till en hållbar ekonomi kan påverka penningpolitiken är under utveckling, och medarbetare på Riksbanken har bidragit till denna växande forskningslitteratur.

Internationellt samarbete

Riksbankens övergripande strategiska plan slår fast att Riksbankens förflyttningar ska stärkas genom att etablera och utveckla samarbeten, både inom Sverige och internationellt. De gör att vi kan lära av andra och på så vis finna nya lösningar på komplexa problem. Riksbankens internationella arbete syftar bland annat till att utbyta information med andra centralbanker och internationella organisationer. Detta arbete fortsatte under 2024. Under året fördjupade Riksbanken till exempel sitt samarbete med Norges Bank i samband med skattningarna av den neutrala räntan och den analytiska förflyttningen i den penningpolitiska beredningen. Riksbankens nätverk för geoekonomi bjöd även in Institute for Emerging Economies vid Finlands bank till ett seminarium och rundabordsamtal om den ekonomiska utvecklingen i Kina och Ryssland.

Riksbanken deltar sedan 2018 i ett globalt nätverk för centralbanker och tillsynsmyndigheter med fokus på klimataspekter i dessa myndigheters arbete. Riksbanken bidrog till arbetet bland annat med frågor om design och analys av klimatscenarier, biologisk mångfald och naturrelaterade risker samt klimatförändringarnas påverkan på penningpolitiken.⁶⁶

⁶⁵ Se Riksbankens hemsida, <https://www.riksbank.se/globalassets/media/riksbanken/lagar-regler--policy/riksbanken-strategiska-plan-2024-2027.pdf>.

⁶⁶ Se "The green transition and the macroeconomy: a monetary policy perspective", technical document, oktober 2024, Network for Greening the Financial System.

Riksbanken organiserade under året också flera vetenskapliga konferenser. En konferens organiserades tillsammans med forskare från IMF och Stockholms universitet, där diskuterades lärdomar av tre decennier med inflationsmålpolitik. En annan konferens organiserades tillsammans med forskare från Federal Reserve Bank of New York och Uppsala universitet. Där presenterades uppsatser inom makroekonomi och finansiell ekonomi med ett historiskt perspektiv.

Mycket av det analytiska arbetet som görs på avdelningen för penningpolitik dokumenteras i publikationer som publiceras på Riksbankens hemsida. I tabell 2 sammanställs de studier som publicerades under 2024.

Tabell 2. Penningpolitiskt relaterade studier 2024

Publiceringsår 2024

Fördjupande analys i den penningpolitiska rapporten
Strukturella faktorer bestämmer ränteläget på längre sikt, mars
Sambandet mellan producent- och konsumentpriser, mars
Transmissionen av penningpolitiken till penningmarknaden, juni
Vilka faktorer drev inflationsuppgången?, juni
Mikrodata ger insikter om hur företagen ändrar sina priser, september
Effekter av penningpolitiken, september
Makroekonomiska effekter av högre amerikanska importtullar, december
Riksbankens bedömning av den långsiktiga neutrala räntan, december
Ekonomiska kommentarer
C. Håkanson och S. Laséen, "Defilerings i mål eller ett dött lopp? Centralbanksmästerskapet i prognosförmåga 2021 och 2022", nr 1
J. Johansson och O. Tysklind, "Utvärdering av mått på underliggande inflation", nr 3
C. Flodberg, "Strukturella faktorer bestämmer ränteläget på längre sikt", nr 5
A. Breman och B. Lagerwall, "Penningpolitik och beteendekonomi", nr 6
H. Armelius, S. Laséen och S. Mammos, "Ett överraskande samband döljer sig bakom trenden i räntor med lång löptid", nr 7
O. Tysklind och J. Johansson, "Prisförändringar på olika tidshorisonter", nr 8
O. Tysklind och J. Johansson, "Egenskaper hos undergrupper i KPIF", nr 9
O. Tysklind, "Nya datakällor i prognosarbetet – högfrekvent data för livsmedel", nr 10
C. Flodberg och P. Wasén, "Lägre svarsfrekvens innebär utmaningar för penningpolitiken i flera länder", nr 11
S. Mammos och D. Stoyko, "Växelkursens genomslag på konsumentpriserna i Sverige: fallet med bilaterala växelkurser", nr 12
B. Petersson, "Vad betyder en ökad andel produkter med lågt importinnehåll för inflationen?", nr 13
M. Klein, K. Strömberg och O. Tysklind, "Inflationsdynamiken under höginflationsperioden: insikter från mikrodata", nr 14
M. Klein, E. Skeppås och O. Tysklind, "Prisändringar på varor och tjänster under höginflationsperioden: insikter från mikrodata", nr 15
B. Andersson och H. Lundvall, "Penningpolitikens effekter", nr 16

Penning- och valutapolitik

A. Breman, M. Eriksson och C. Kahn, "Riksbanken och förändringar av finansmarknaderna, ett 30-årigt perspektiv", nr 1

Staff memo

S. Laséen och C. Nilsson, "Hur påverkar Riksbankens penningpolitik den svenska ekonomin: stiger inflationen när räntan höjs?", januari

I. Häkkinen Skans, D. Lööv och A. Westermarck, "Effekter av prisregleringar", februari

B. Petersson, I. Strid och A. Österberg, "Hur ser sambandet mellan svensk och global inflation ut?", april

M. Almgren och D. Stoyko, "Is there state-dependence in the exchange rate pass-through to inflation in Sweden?", april

P. Kaplan och M. Njie, "What drives variable mortgage rates?", maj

M. Löf och P. Stockhammar, "Vad drev inflationsuppgången?", juni

E. Berggren, S. Mammos och I. Strid, "Penningpolitikens effekter i Sverige under inflationsmålsperioden: Skattningar med strukturella VAR-modeller", augusti

M. Löf och P. Stockhammar, "Indikatorer för prognoser på kort sikt", oktober

M. Jonsson, C. Kamanzi, P. A. Kwizera och J. C. Niyonsenga, "Adverse weather shocks and monetary policy in Rwanda", november

Working papers

N. Amberg och B. Becker, "Banking Without Branches", nr 430

C. Bertsch, I. Hull, R. L. Lumsdaine och X. Zhang, "Four Facts about International Central Bank Communication", nr 432

R. Billi, J. Galí, and A. Nakov, "Optimal Monetary Policy with $r^* < 0$ ", nr 433

J. H. E. Christensen och X. Zhang, "Quantitative Easing, Bond Risk Premia and the Exchange Rate in a Small Open Economy", nr 434

M. Lenza och E. Savoia, "Do we need firm data to understand macroeconomic dynamics?", nr 438

G. Linderöth och M. Meuller, "Inflation-Dependent Exchange Rate Pass Through in Sweden: Insights from a Logistic Smooth Transition VAR Model", nr 439

J. H. E. Christensen, N. N. Mirkov och X. Zhang, "Quantitative Easing and the Supply of Safe Assets: Evidence from International Bond Safety Premia", nr 440

D. Finocchiaro och P. Weil, "A Traffic-Jam Theory of Growth", nr 442

T. Jappelli, E. Savoia och A. Sciacchitano, "Intertemporal MPC and Shock Size", nr 443

J. Almerud, D. Krygier, H. Lundvall och M. Njie, "Measuring Riksbank Monetary Policy: Shocks and Macroeconomic Transmission", nr 445