

# Finansutskottets betänkande 2018/19:FiU24

## Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2016–2018

---

### Sammanfattning

Utskottet redovisar sin årligt återkommande utvärdering av penningpolitiken och föreslår att riksdagen godkänner vad utskottet sagt om penningpolitiken under perioden 2016–2018.

Utskottet konstaterar att Riksbanken nådde inflationsmålet på 2 procent under 2018, för andra året i rad, och att den svenska ekonomin utvecklats starkt under utvärderingsperioden med hög tillväxt, stark sysselsättningsuppgång och en sjunkande arbetslöshet. Utskottet konstaterar dock att inflations- och kostnadstrycket i den svenska ekonomin fortfarande är relativt svagt eftersom den underliggande inflationen legat en bra bit under inflationsmålet under 2018 och under hela utvärderingsperioden.

Utskottet konstaterar också att den svenska kronan försvagats under perioden, vilket i hög grad bidragit till att inflationen och inflationsförväntningarna nu ligger på eller nära inflationsmålet. Utskottet noterar att Riksbanken har problem med bedömningarna av kronans utveckling och att debatten om kronförsvagningen och Riksbankens bedömningar stundtals varit omfattande. Utskottet utgår från att Riksbanken ser över sin analys, sina metoder och modeller och sin kommunikation när det gäller bedömningarna av växelkursutvecklingen.

# Innehållsförteckning

Sammanfattning.....	1
Utskottets förslag till riksdagsbeslut.....	3
Redogörelse för ärendet.....	4
Utskottets överväganden.....	7
Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2016–2018.....	7
Sammanfattning av Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2018.....	7
Externa bedömningar av penningpolitiken under utvärderingsperioden.....	20
Utskottets öppna utfrågning om Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2018.....	25
Utskottets ställningstagande.....	26
<i>Bilaga 1</i>	
Uppteckningar från den öppna utfrågningen den 2 maj om Riksbankens redogörelse för penningpolitiken 2018.....	28
<i>Bilaga 2</i>	
Bilder från utfrågningen.....	60
<i>Tabeller</i>	
Tabell 1 Penningpolitiken under 2016–2017.....	8
Tabell 2 Penningpolitiken under 2018.....	9
Tabell 3 Inflationen under utvärderingsperioden.....	14
Tabell 4 Produktion och sysselsättning under utvärderingsperioden.....	14
<i>Diagram</i>	
Diagram 1 Reporäntan och Riksbankens ränteprognoser under 2018.....	10
Diagram 2 Inflationen under utvärderingsperioden.....	12
Diagram 3 Inflationförväntningarna under utvärderingsperioden.....	13
Diagram 4 Resursutnyttjandet i ekonomin under utvärderingsperioden.....	15
Diagram 5 Kronans utveckling under utvärderingsperioden.....	16
Diagram 6 Kronans växelkurs och KPIF-inflationen.....	16
Diagram 7 Kronans växelkurs och Riksbankens kronprognoser under 2018.....	17
Diagram 8 Jämförelse mellan Riksbankens och andra bedömares KPIF-prognoser för 2018.....	19
Diagram 9 Jämförelse av träffsäkerheten i KPIF-prognoseerna för 2018.....	20

# Utskottets förslag till riksdagsbeslut

## **Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2016–2018**

Riksdagen godkänner det som utskottet anför om penningpolitiken för perioden 2016–2018.

Stockholm den 5 juni 2019

På finansutskottets vägnar

*Fredrik Olovsson*

Följande ledamöter har deltagit i beslutet: Fredrik Olovsson (S), Elisabeth Svantesson (M), Edward Riedl (M), Adnan Dibrani (S), Jan Ericson (M), Dennis Dioukarev (SD), Ingela Nylund Watz (S), Jakob Forssmed (KD), Ingemar Nilsson (S), Karolina Skog (MP), Mattias Karlsson i Luleå (M), Björn Wiechel (S), Lars Thomsson (C), Ida Gabrielsson (V), Charlotte Quensel (SD) och Mikael Strandman (SD).

# Redogörelse för ärendet

## Finansutskottets granskning av Riksbankens penningpolitik

Sedan 1999, då Riksbanken fick en självständig ställning i förhållande till riksdagen och regeringen, har finansutskottet genomfört årliga utvärderingar av penningpolitiken. Sedan 2007 redovisas utvärderingarna i ett separat betänkande.

Andra viktiga delar i utskottets granskning av penningpolitiken är utskottets öppna utfrågningar med riksbankschefen och en av de fem vice riksbankscheferna. Sedan 2017 hålls två öppna utfrågningar per år om den aktuella penningpolitiken, en i mars och en i september. Dessutom hålls under våren en offentlig utfrågning om Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken. Protokollen från utfrågningarna publiceras i Rapporter från riksdagen (RFR).

Sedan mitten av 00-talet genomför utskottet även externa utvärderingar av penningpolitiken, ungefär vart femte år. Hittills har tre externa utvärderingar genomförts. Den första genomfördes av Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin (2006/07:RFR1), den andra av Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet (2010/11:RFR5) och den tredje av Marvin Goodfriend och Mervyn King (2015/16:RFR6).

### Årets utvärdering

Årets utvärdering omfattar perioden 2016–2018. Utvärderingen bygger bl.a. på Riksbankens rapporter Redogörelse för penningpolitiken 2018 och Utvärdering av Riksbankens prognoser (Riksbanksstudier, mars 2019) samt på externa bedömningar av den svenska penningpolitiken under den aktuella perioden. Redogörelsen för penningpolitiken är den första av två skriftliga rapporter som Riksbanken enligt riksbankslagen årligen ska lämna till finansutskottet. Den 2 maj 2018 höll utskottet en öppen utfrågning om redogörelsen. Vid utfrågningen deltog samtliga ledamöter i riksbanksdirektionen – riksbankschefen Stefan Ingves, förste vice riksbankschef Kerstin af Jochnick samt vice riksbankscheferna Per Jansson, Cecilia Skingsley, Martin Flodén och Henry Ohlsson. Vid utfrågningen deltog också två opponenter – Anna Seim vid Stockholms universitet och Robert Bergqvist vid SEB.

### Förutsättningarna för penningpolitiken

Målet för penningpolitiken är enligt lagen (1988:1385) om Sveriges Riksbank, förkortad riksbankslagen, att upprätthålla ett fast penningvärde. Enligt lagens

förarbeten ska Riksbanken också, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken för att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning. I januari 1993 beslutade dåvarande riksbanksfullmäktige att den operativa penningpolitiken skulle bedrivas utifrån ett inflationsmål. Målet formulerades som att inflationen, mätt som årlig procentuell förändring av konsumentprisindex (KPI), ska vara 2 procent och började formellt gälla den 1 januari 1995. Från början fanns ett s.k. toleransintervall på  $\pm 1$  procentenhet runt målet, men det togs bort våren 2010.

I september 2017 beslutade direktionen att ändra den s.k. målvariabeln i målet, från KPI till KPIF (konsumentprisindex med fast ränta). Samtidigt återinfördes ett s.k. variationsband på mellan 1 och 3 procent.

### **Riksbankens penningpolitiska strategi**

I sina olika publikationer redovisar Riksbanken grundstenarna i den strategi som banken använder för att nå målen för penningpolitiken. Nedan sammanfattas strategin så som den beskrivs i Redogörelse för penningpolitiken 2018.

- Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken preciserar detta som att den årliga förändringen av KPIF ska vara 2 procent.
- Samtidigt som penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken för att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera produktionen och sysselsättningen runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas en 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 bl.a. en bedömning av hur reporäntan kommer att utvecklas framöver.
- 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 produktionen och sysselsättningen som inte är önskvärda, medan en långsam återgång kan försvaga trovärdigheten för inflationsmålet. I allmänhet har strävan varit att

penningpolitiken anpassas så att inflationen förväntas vara någorlunda nära målet om två år.

- För att illustrera att inflationen inte kommer att vara exakt 2 procent varje månad används ett variationsband som sträcker sig mellan 1 och 3 procent, vilket fångar cirka tre fjärdedelar av de historiska månadsutfallen av KPIF-inflationen. Riksbanken strävar hela tiden efter att inflationen ska nå 2 procent oavsett om den i utgångsläget ligger innanför eller utanför variationsbandet.
- I Riksbankens uppdrag ingår enligt riksbankslagen även att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Risker förknippade med utvecklingen på de finansiella marknaderna vägs in i räntebesluten. 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 finanskrisen 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.

# Utskottets överväganden

## Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2016–2018

### Utskottets förslag i korthet

Riksdagen godkänner vad utskottet sagt om penningpolitiken för perioden 2016–2018. Utskottet konstaterar att Riksbanken för andra året i rad nådde inflationsmålet på 2 procent under 2018, och att den svenska ekonomin utvecklats starkt under utvärderingsperioden med hög tillväxt, stark sysselsättningsuppgång och en sjunkande arbetslöshet. Utskottet konstaterar också att den svenska kronan försvagats under perioden, vilket i hög grad bidragit till att inflationen och inflationsförväntningarna nu ligger på eller nära inflationsmålet. Utskottet noterar att Riksbanken har haft problem med att bedöma både kronans utveckling och effekterna av eventuella kursförändringar, och att debatten om kronans försvagning och Riksbankens bedömningar varit omfattande. Utskottet utgår från att Riksbanken ser över sin analys, sina metoder och modeller och sin kommunikation när det gäller bedömningarna av växelkursutvecklingen.

### Sammanfattning av Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2018

#### *Penningpolitiken under utvärderingsperioden*

#### **Penningpolitiken 2016–2017**

Under 2016 och 2017 fortsatte Riksbanken att föra den extremt expansiva penningpolitik, med låg eller negativ ränta och köp av statsobligationer, som banken påbörjade under 2014 för att få upp den låga inflationen och inflationsförväntningarna mot inflationsmålet på 2 procent. I början av 2016 var osäkerheten om styrkan i den internationella konjunkturen stor, och prognoserna över tillväxten och inflationen skrevs ned. I slutet av 2015 hade Europeiska centralbanken (ECB) meddelat att man utökade sina redan tidigare omfattande köp av obligationer samtidigt som man sänkte styrräntan. För att motverka en förstärkning av kronan och ett tryck nedåt på den svenska inflationen beslutade direktionen i början av 2016 att ge riksbankschefen och förste vice riksbankschefen ett mandat att vid behov intervensera på valutamarknaden. Mandatet förlängdes löpande under perioden 2016–2018 och togs bort först i samband med direktionens möte i februari 2019. Mandatet utnyttjades dock aldrig eftersom kronan i motsatts till förväntningarna

försvagades under perioden, bortsett från 2017 då kronan sammantaget stärktes något.

Under första halvåret 2016 utvecklades inflationen svagare än Riksbankens förväntningar trots en hög svensk tillväxt och ett stigande resursutnyttjande, och under sommaren tilltog osäkerheten om den internationella utvecklingen till följd av bl.a. resultatet av brexitomröstningen i Storbritannien. Under våren sänkte Riksbanken reporäntan ytterligare till –0,5 procent samtidigt som köpen av svenska statsobligationer utökades. Under våren beslutade även ECB att ytterligare sänka räntorna och utöka sina obligationsköp. Under hösten utvecklades inflationen svagare än förväntat, och Riksbanken reviderade ned sina inflationsprognoser. Riksbanken lämnade dock reporäntan oförändrad under hösten, men beslutade i december att utöka obligationsköpen ytterligare, till totalt 275 miljarder kronor, efter att ECB ungefär samtidigt beslutat att förlänga sitt mycket omfattande program för obligationsköp till slutet av 2017.

**Tabell 1 Penningpolitiken under 2016–2017**

*Procent, miljarder kronor*

<b>Beslut</b>	<b>Reporänta</b>	<b>Obligations- köp</b>	<b>Obligationer ack.</b>	<b>Mandat valuta- interventioner</b>
2016-01-04	–0,35	–	200	Ja, till 19/1
2016-01-19	–0,35	–	200	Ja, till 10/2
2016-02-10	–0,50	–	200	Ja, till 5/6
2016-04-20	–0,50	45	245	Ja, till 14/2 2017
2016-07-05	–0,50	–	245	–
2016-09-06	–0,50	–	245	–
2016-10-26	–0,50	–	245	–
2016-12-21	–0,50	30	275	–
2017-02-14	–0,50	–	275	Ja, till 25/10
2017-04-26	–0,50	15	290	–
2017-07-03	–0,50	–	290	–
2017-09-06	–0,50	–	290	–
2017-10-25	–0,50	–	290	Ja, till juli 2018
2017-12-19	–0,50	Köpstopp endast återinvesteringar	290	–

Källa: Riksbanken.

Osäkerheten om utvecklingen i den internationella ekonomin fortsatte i början av 2017, bl.a. till följd av presidentbytet i USA och effekterna av brexitomröstningen. Svensk ekonomi utvecklades dock starkt, och Riksbanken bedömde att den svenska inflationen skulle fortsätta att stiga upp mot inflationsmålet. I början av 2017 räknade Riksbanken med att den första räntehöjningen skulle komma i början av 2018. Under våren slöts flera stora löneavtal på den svenska arbetsmarknaden. De relativt låga löneökningarna i avtalen bidrog till att Riksbanken justerade sina bedömningar av kostnadstrycket i den svenska ekonomin. I april 2017 beslutade därför direktionen att utöka obligationsköpen till sammanlagt 290 miljarder kronor



för att göra penningpolitiken ännu mer expansiv. Prognosen för när räntan skulle höjas första gången flyttades fram till mitten av 2018.

Under sommaren och hösten 2017 steg den svenska inflationen snabbare än vad flertalet bedömare hade räknat med, inklusive Riksbanken. Uppgången i den internationella ekonomin hade blivit tydligare, och riskerna för ekonomiska och politiska bakslag hade minskat. Under resten av året beslutade direktionen att behålla reporäntan oförändrad på –0,5 procent samtidigt som man stod fast vid den tidigare bedömningen att reporäntan skulle börja höjas vid mitten av 2018. I december 2017 beslutade Riksbanken dessutom att upphöra med obligationsköpen trots att ECB i slutet av 2017 beslutade att fortsätta att köpa obligationer och andra tillgångar under större delen av 2018. Däremot beslutade banken att förfall och kupongbetalningar på redan köpta obligationer skulle återinvesteras och att återinvesteringar av stora förfall under första halvåret 2019 skulle tidigareläggas, vilket skulle få till effekt att Riksbankens innehav av statsobligationer skulle stiga även under 2018 och 2019.

### Penningpolitiken 2018

Den internationella konjunkturen var relativt stark i början av 2018. Den svenska tillväxten var fortfarande hög, sysselsättningen ökade och arbetslösheten sjönk i början av året till sin lägsta nivå sedan 2008. Den svenska inflationen mätt enligt KPIF hade legat nära inflationsmålet sedan våren 2017 till följd av bl.a. stigande tjänstepriser men framför allt på grund av höjda energipriser.

**Tabell 2 Penningpolitiken under 2018**

*Procent, miljarder kronor*

Beslut	Reporänta	Obligations- köp	Obligationer ack.	Mandat valuta- interventioner
2018-02-13	–0,50	–	310	–
2018-04-25	–0,50	–	320	–
2018-07-02	–0,50	–	330	Ja, till feb. 2019
2018-09-05	–0,50	–	330	–
2018-10-23	–0,50	–	340	–
2018-12-23	–0,25	–	350	–

Källa: Riksbanken.

I februari 2018 konstaterade Riksbanken att uppgången i tjänstepriserna mattats av och att lönerna inte ökade lika snabbt som man tidigare förväntat sig. Prognosen över inflationen justerades därför ned något. Direktionen beslutade att hålla reporäntan oförändrad på –0,5 procent och behöll även sin tidigare bedömning att reporäntan skulle börja höjas under andra halvåret 2018.

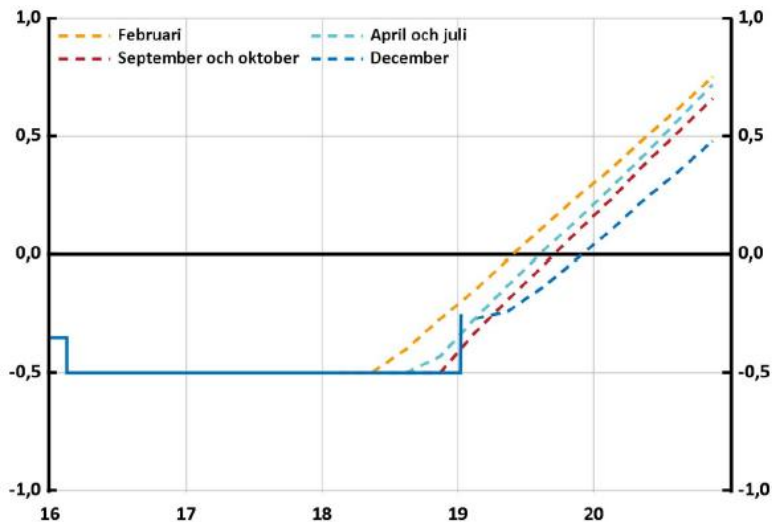
Aktiviteten i den svenska ekonomin fortsatte att vara hög under våren. Inflationen mätt enligt KPIF låg visserligen fortfarande nära inflationsmålet, men den underliggande inflationen, t.ex. KPIF exklusive energipriser, hade utvecklats svagare än förväntat trots att kronans värde sjunkit relativt mycket

under inledningen av 2018. Vid sitt möte i april betonade Riksbanken vikten av att konjunkturen fortsatte vara stark för att inflationen skulle ligga kvar kring inflationsmålet. Direktionen betonade också att det var viktigt att kronan framöver utvecklades på ett sätt som bidrog till att inflationen hölls uppe. Enligt direktionen var det nödvändigt att penningpolitiken fortfarande var expansiv. Reporäntan behölls därför oförändrad, men till följd av den svagare utvecklingen av den underliggande inflationen flyttade direktionen fram prognosen för den första räntehöjningen till slutet av 2018.

Trots osäkerheter om t.ex. handelskonflikten med USA och Kina och effekterna av brexit utvecklades både den internationella och den svenska ekonomin i linje med tidigare prognoser under sommaren och hösten 2018. KPIF-inflationen låg kvar kring eller t.o.m. några tiondelar över inflationsmålet, men uppgången berodde till stor del på snabbt stigande energipriser. Vid sina möten i juni, september och oktober beslutade direktionen att hålla reporäntan oförändrad på  $-0,50$  procent. Vid mötet i september annonserade dock direktionen att den första höjningen av reporäntan skulle ske antingen i december 2018 eller februari 2019 om ekonomin utvecklades som förväntat. Samtidigt klargjordes att kommande räntehöjningar skulle ske i små steg om  $0,25$  procentenheter.

### Diagram 1 Reporäntan och Riksbankens ränteprognoser under 2018

Procent



Källa: Riksbanken.

I december konstaterade Riksbanken att tillväxten i den internationella ekonomin dämpats något, men att den svenska konjunkturen fortfarande var stark även om BNP-tillväxten och inflationen mot slutet av året blivit något svagare än förväntat. Sysselsättningen var historiskt hög och arbetskraftskostnaderna hade börjat stiga. Enligt Riksbanken var förutsättningarna goda för att inflationen framöver skulle ligga kvar kring inflationsmålet. Direktionen beslutade därför att höja reporäntan med  $0,25$

procentenheter till  $-0,25$ , den första räntehöjningen sedan 2011. Behov av en fortsatt mycket expansiv penningpolitik hade enligt direktionen minskat något i takt med att inflationen och inflationsförväntningarna i den svenska ekonomin sedan en tid tillbaka hade etablerats kring inflationsmålet. Direktionen räknade med att nästa räntehöjning skulle komma under andra halvåret 2019 och att reporäntan därefter skulle höjas med  $0,50$  procentenheter per år till en nivå på  $1$  procent i slutet av 2021.

#### *De penningpolitiska besluten och reservationerna under 2018*

- Mötet i februari: Reporäntan lämnades oförändrad på  $-0,5$  procent. Vice riksbankschef Henry Ohlsson reserverade sig mot räntebeslutet och räntebanan. Han ville i stället ha en höjning av reporäntan med  $0,25$  procent till följd av den starka ekonomiska utvecklingen i Sverige och internationellt.
- Mötet i april: Reporäntan lämnades oförändrad på  $-0,5$  procent. Prognosen för reporäntan reviderades ned och indikerade en första räntehöjning mot slutet av 2018. Vice riksbankschef Henry Ohlsson reserverade sig mot räntebeslutet och räntebanan med samma inriktning och motivering som vid februarimötet.
- Mötet i juli: Reporäntan och prognosen för reporäntan lämnades oförändrade. Vice riksbankschef Martin Flodén reserverade sig mot reporänteprognosen och förespråkade en räntehöjning i september eller oktober 2018 i stället för senare under året. Även vice riksbankschef Henry Ohlsson reserverade sig mot räntebeslutet och räntebanan med samma inriktning och motivering som tidigare. Direktionen beslutade också att förlänga mandatet för riksbankschefen och förste vice riksbankschefen att intervensera på valutamarknaden till februari 2019. Vice riksbankscheferna Martin Flodén och Henry Ohlsson reserverade sig mot beslutet. Flodén ansåg att valutainterventioner inte var ett lämpligt medel för att i det aktuella läget göra penningpolitiken mer expansiv, medan Ohlsson ansåg att interventioner på valutamarknaden i nuvarande mer stabila ekonomiska läge kunde hanteras utan särskilda mandat.
- Mötet i september: Reporäntan lämnades oförändrad på  $-0,5$  procent. Prognosen över reporäntan justerades ned något och indikerade en räntehöjning med  $0,25$  procentenheter i december 2018 eller i februari 2019. Vice riksbankschef Martin Flodén reserverade sig mot reporänteprognosen och förespråkade en höjning av reporäntan i oktober 2018. Vice riksbankschef Henry Ohlsson reserverade sig mot räntebeslutet och räntebanan med samma inriktning och skäl som tidigare.
- Mötet i oktober: Reporäntan och prognosen över reporäntan lämnades oförändrade. Vice riksbankscheferna Martin Flodén och Henry Ohlsson reserverade sig och förordade en räntehöjning på  $0,25$  procentenheter.
- Mötet i december: Reporäntan höjdes till  $-0,25$  procent. Prognosen för reporäntan justerades ned och indikerade att nästa höjning skulle komma under andra halvåret 2019, och att räntan därefter skulle höjas två gånger

per år med 0,25 procentenheter varje gång. Vice riksbankschef Per Jansson reserverade sig mot räntebeslutet och ränteprognosen och förespråkade att reporäntan hölls oförändrad ännu en tid.

### *Har Riksbanken nått målen för penningpolitiken?*

Riksbankens mål är sedan september 2017 att inflationen mätt enligt konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) ska vara 2 procent. Runt målet finns ett variationsband på 1–3 procent. Penningpolitiken ska också stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken att nå en hållbar tillväxt och en hög sysselsättning. Det sista ska enligt Riksbankens penningpolitiska strategi nås genom att Riksbanken strävar efter att stabilisera produktionen och sysselsättningen runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor.

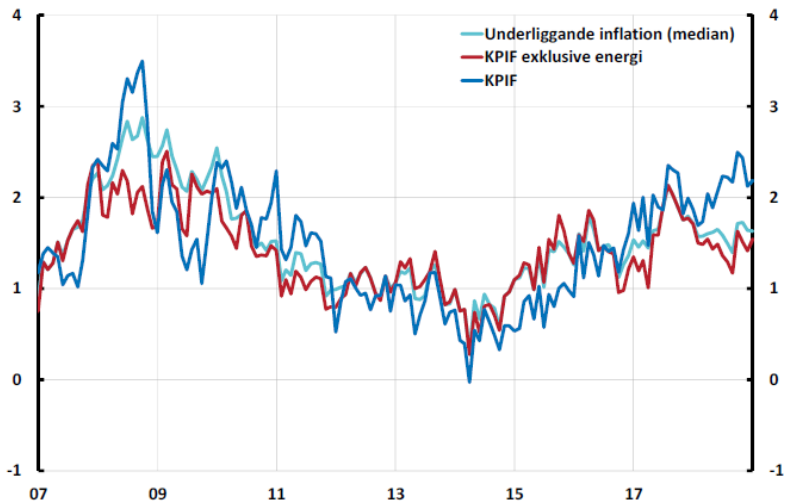
### **Inflationsmålet**

Riksbanken förde under utvärderingsperioden 2016–2018 en extremt expansiv penningpolitik med negativ ränta under hela perioden och omfattande obligationsköp för att få upp inflationen mot inflationsmålet och öka allmänhetens förtroende för målet.

Som framgår av diagrammen 2 och 3 fick politiken effekt eftersom inflationen oavsett inflationsmått steg mot inflationsmålet efter de mycket låga nivåerna under 2014 och 2015. Till följd av den högre inflationen steg också inflationsförväntningarna i samhället upp mot och etablerade sig på 2-procentsnivån efter att successivt ha sjunkit sedan 2011, vilket tyder på att förtroendet för att Riksbanken ska klara inflationsmålet har ökat.

### **Diagram 2 Inflationen under utvärderingsperioden**

*Procent*



Anm.: Underliggande inflation är medianen av sju olika mått på den underliggande inflationen.  
Källa: Riksbanken.

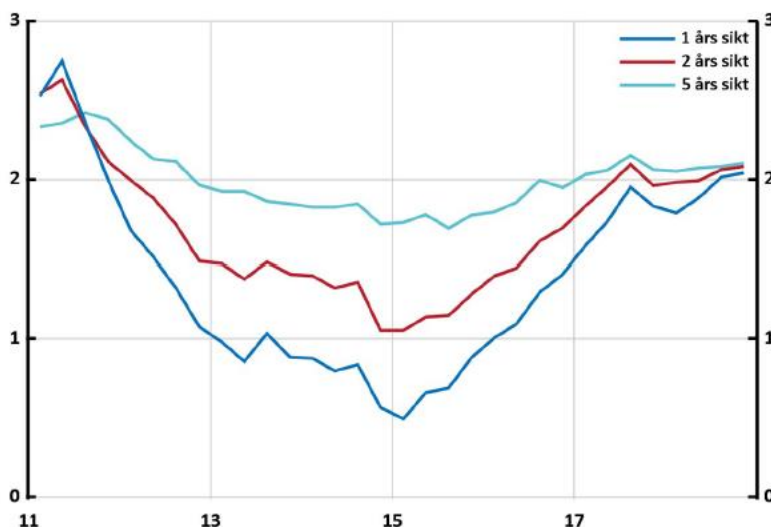
Som framgår av tabell 3 steg priserna mätt enligt KPIF med i genomsnitt 2,1 procent under 2018. Det är andra året i rad som inflationen mätt enligt KPIF

under ett år legat på eller t.o.m. någon tiondel över nivån för inflationsmålet. Sett över hela utvärderingsperioden 2016–2018 låg KPIF-inflationen på i genomsnitt 1,8 procent, vilket visserligen är något under målet men inom variationsbandet 1–3 procent.

Men som också framgår av tabell 3 berodde en ganska stor del av inflationsuppgången under 2018, och till en del även under 2017, på tillfälligt stigande energipriser i form av globalt höjda priser på råolja och höjda elpriser under 2018 till följd av bl.a. den torra och varma sommaren. KPIF exklusive energipriser steg med endast 1,4 procent under 2018. Den svaga kronan och därmed dyrare import av t.ex. oljeprodukter och livsmedel bidrog också till uppgången under 2018.

### Diagram 3 Inflationsförväntningarna under utvärderingsperioden

Procent



Källa: Riksbanken.

Att inflationstrycket i den svenska ekonomin fortfarande är relativt svagt, trots att KPIF i genomsnitt hamnade över 2 procent under 2018, visas av Riksbankens olika mått på den underliggande inflationen. Som framgår av tabell 3 uppgick genomsnittet av sju olika mått på den underliggande inflationen till 1,6 procent under 2018. Under hela utvärderingsperioden var genomsnittet för den underliggande inflationen också 1,6 procent, dvs. under målet men inom variationsbandet.

**Tabell 3 Inflationen under utvärderingsperioden***Procent*

	<b>KPIF</b>	<b>KPIF exkl. energi</b>	<b>Underliggande inflation<sup>1</sup></b>
2016	1,4	1,4	1,5
2017	2,0	1,7	1,7
2018	2,1	1,4	1,6
Genomsnitt	1,8	1,5	1,6

<sup>1</sup> Medianen av sju olika mått på underliggande inflation.

Källa: Riksbanken.

**Den realekonomiska utvecklingen**

Som framgår av tabell 4 fortsatte den svenska ekonomin att utvecklas förhållandevis hyggligt under 2018, medan tillväxttakten för Sveriges viktigaste exportmarknader mattades av något, med undantag för USA där tillväxttakten steg ytterligare. Exporten ökade relativt kraftigt till följd av bl.a. den svagare kronan, medan bostadsinvesteringarnas bidrag till BNP-tillväxten minskade på grund av bl.a. nedgången i bostadsbyggandet. Sett över hela utvärderingsperioden bidrog den expansiva penningpolitiken till att den svenska ekonomin växte med i genomsnitt drygt 2,4 procent per år, jämfört med 2,2 procent i USA och 2,1 i euroområdet.

**Tabell 4 Produktion och sysselsättning under utvärderingsperioden**

	<b>BNP</b>	<b>Sysselsatta<sup>1</sup></b>	<b>Arbetade timmar</b>	<b>Arbetslöshet<sup>1</sup></b>
2016	3,2	1,5	2,7	6,9
2017	2,1	2,3	2,1	6,7
2018	2,3	1,8	2,4	6,3

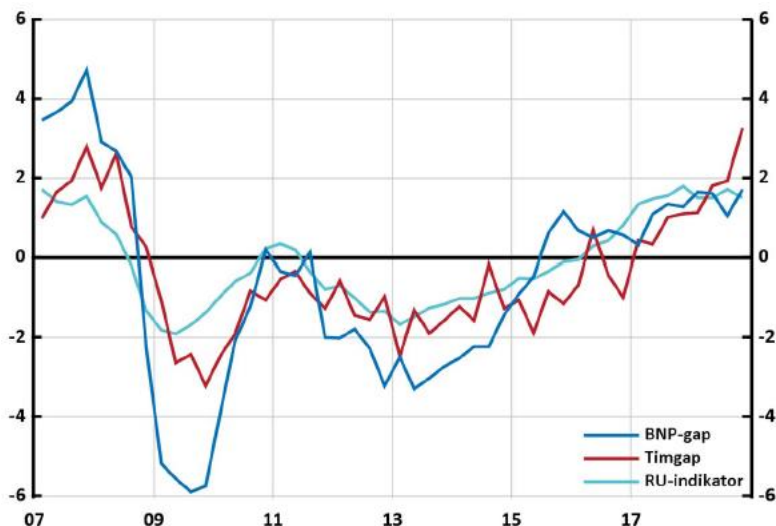
<sup>1</sup> I åldersgruppen 15–74 år.

Källa: Riksbanken.

Trots att den svenska tillväxten under 2018 och 2017 legat ungefär i linje med tillväxttakten hittills under 2000-talet förbättrades läget på den svenska arbetsmarknaden markant under perioden. Antalet sysselsatta steg under 2017–2018 med i genomsnitt drygt 2 procent per år, och arbetslösheten fortsatte att sjunka ned till 6,3 procent av arbetskraften 2018.

## Diagram 4 Resursutnyttjandet i ekonomin under utvärderingsperioden

Procent och standardavvikelse



Källa: Riksbanken.

Ett sammanfattande mått på aktivitetsnivån i ekonomin är resursutnyttjandet. Det finns tyvärr inget entydigt mått på resursutnyttjandet, utan Riksbanken använder olika mått och indikatorer för att bedöma nivån på utnyttjandet. Två av dessa indikatorer är det s.k. BNP-gapet och timgapet som mäter BNP:s och arbetade timmars avvikelser från en långsiktig trend. En tredje indikator är Riksbankens egen s.k. RU-indikator (resursutnyttjande), som sammanfattar enkätinformation och arbetsmarknadsdata.

Som framgår av diagram 4 visar alla tre måtten att resursutnyttjandet i den svenska ekonomin stigit under de senaste åren och att utnyttjandet under 2018 var högre än normalt (positiv siffra). I redogörelsen räknar Riksbanken med att resursutnyttjandet kommer att fortsätta att vara högre än normalt under 2019 men att utnyttjandet kommer att sjunka något jämfört med situationen under 2017 och 2018.

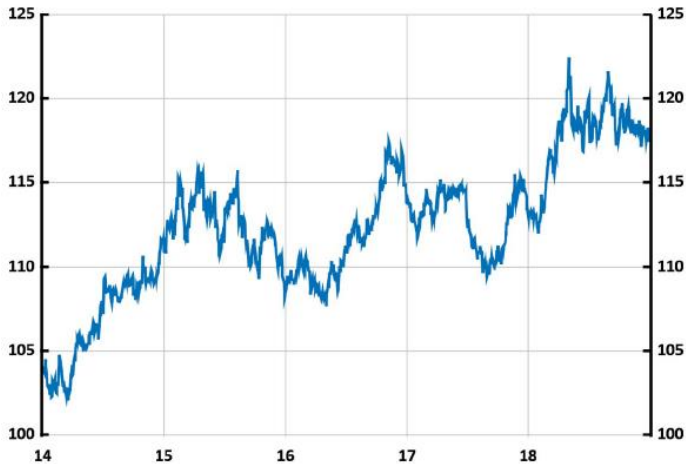
### *Kronans utveckling och effekter på inflationen*

Som framgår av diagram 5 försvagades kronans värde på den internationella valutamarknaden med ca 9 procent (mätt enligt KIX-index som är ett viktat genomsnitt av kronans växelkurs mot valutorna hos Sveriges viktigaste handelspartner) under utvärderingsperioden 2016–2018. Under enbart 2018 försvagades kronan med sammantaget ca 3,5 procent. Tidvis var försvagningen större, särskilt i början av 2018.

Sedan slutet av 1992 har Sverige rörlig växelkurs, och penningpolitiken styrs av inflationsmålet, vilket innebär att varken Sverige eller Riksbanken har något mål för kronans kurs eller utveckling. Däremot har växelkursen stor betydelse för Riksbanken genom att den är en kanal för penningpolitiken och genom att förändringar i kronkursen påverkar både inflation och den

realekonomiska utvecklingen. I en fördjupningsruta i Redogörelse för penningpolitiken 2018 beskriver Riksbanken hur kronkursen påverkar inflationen.

**Diagram 5 Kronans utveckling under utvärderingsperioden**  
*KIX-index*

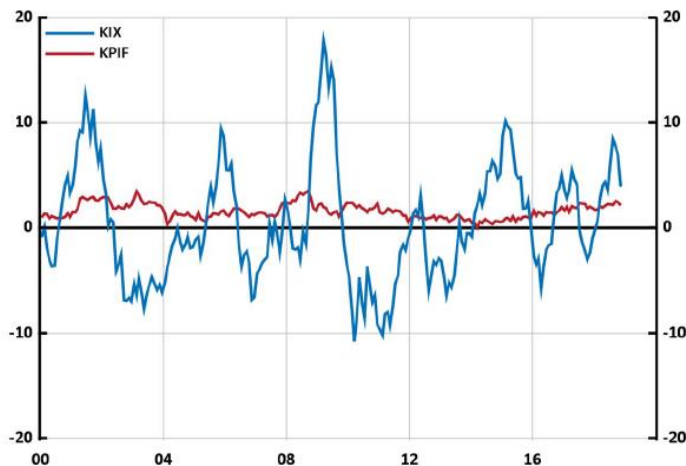


Anm.: KIX är ett viktat genomsnitt av kronans växelkurs mot valutorna hos Sveriges viktigaste handelspartner. Ju högre värde, desto svagare kronkurs.

Källa: Riksbanken.

Sammanfattningsvis visar Riksbankens genomgång att det finns ett mycket starkt samband mellan kronkursens förändring och importpriserna på svenska konsumtionsvaror i producentledet.

**Diagram 6 Kronans växelkurs och KPIF-inflationen**  
*Procent*



Anm.: KIX är ett viktat genomsnitt av kronans växelkurs mot valutorna hos Sveriges viktigaste handelspartner. Ju högre värde, desto svagare kronkurs.

Källa: Riksbanken.



Däremot är inte sambandet lika starkt när det gäller kronans effekter på t.ex. den allmänna KPIF-inflationen, vilket framgår av diagram 6. Effekterna av en kronförsvagning på den allmänna inflationen beror t.ex. på i vilken utsträckning importörerna kan eller vill höja priserna gentemot konsumenterna och hur kronförsvagningen i övrigt påverkar produktionen och lönerna i landet (genom t.ex. en ökad exportproduktion) samt hur varaktig försvagningen är eller bedöms vara.

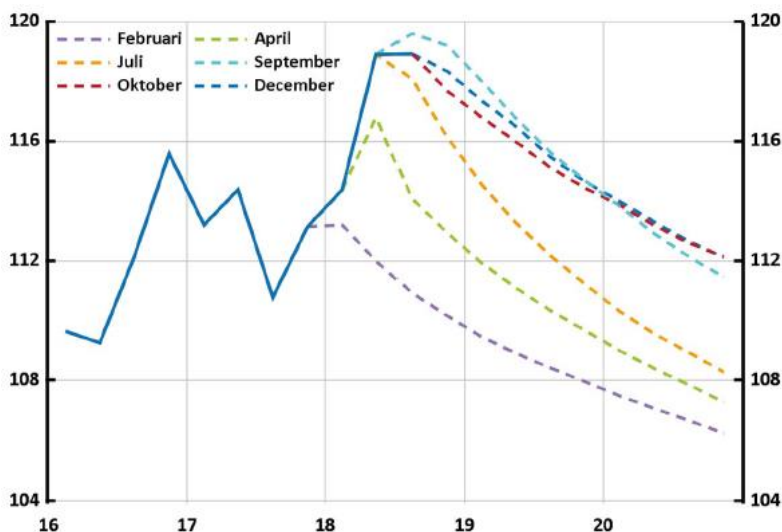
Riksbanken gör i redogörelsen bedömningen att kronan varit svag under 2018 och att kronan även har varit svagare än sin långsiktiga nivå. Försvagningen berodde, enligt Riksbanken, i huvudsak på en kombination av ökade förväntningar om en ännu mer expansiv penningpolitik i Sverige jämfört med i andra länder (t.ex. när utfallet av inflationen i början av året var lägre än vad Riksbanken hade räknat med) och en ökad oro på de internationella finansiella marknaderna (t.ex. i samband med handelskonflikten mellan USA och Kina).

Enligt Riksbankens analys har den svaga kronan bidragit till att inflationen legat kring inflationsmålet på 2 procent under 2018.

Av diagram 7 framgår kronans utveckling under utvärderingsperioden och Riksbankens prognoser under 2018 för kronans utveckling. Av diagrammet framgår att kronan har fortsatt att försvagas under 2018 samtidigt som Riksbanken genomgående bedömt att försvagningen varit tillfällig och att kronan borde stärkas framöver.

### Diagram 7 Kronans växelkurs och Riksbankens kronprognoser under 2018

KIX-index



Anm.: KIX är ett viktat genomsnitt av kronans växelkurs mot valutorna hos Sveriges viktigaste handelspartner. Ju högre värde, desto svagare kronkurs.

Källa: Riksbanken.

### *Hur bra var Riksbankens prognoser?*

Penningpolitiken påverkar inflationen och ekonomin med viss fördröjning. Utformningen av penningpolitiken baseras därför på prognoser över inflationens och ekonomins utveckling både internationellt och i Sverige.

I rapporten Utvärdering av Riksbankens prognoser (Riksbanksstudier, mars 2019) analyserar och utvärderar Riksbanken sina egna och andras prognoser för centrala ekonomiska variabler under perioden 2007–2018, dvs. de prognoser som Riksbanken använt som underlag för penningpolitiken under de tio år som gått sedan finanskrisen startade. Rapporten är ett komplement till Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2018, och i rapporten jämförs Riksbankens prognoser med prognoser från Finansdepartementet, HUI Research, Konjunkturinstitutet, LO, Nordea, SEB, Handelsbanken, Svenskt Näringsliv och Swedbank.

#### **Prognoser för perioden 2007–2018**

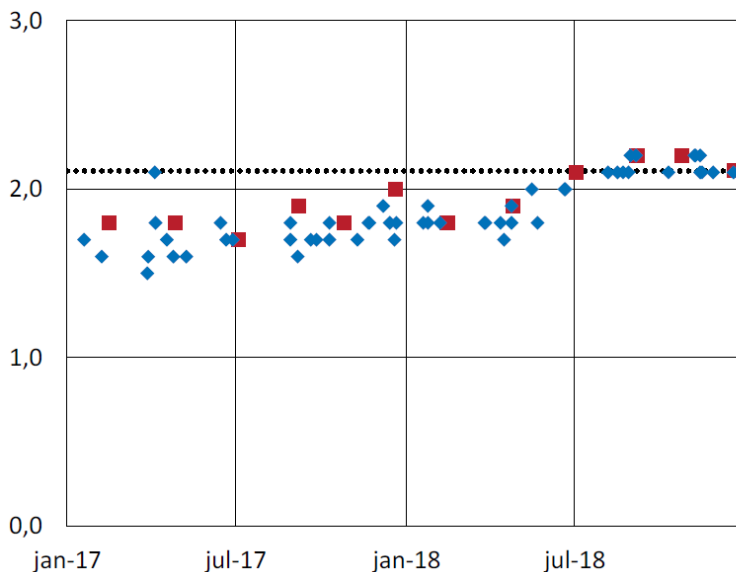
Sammanfattningsvis visar analysen att Riksbanken hade högst träffsäkerhet av samtliga när det gällde prognoser över BNP-utvecklingen. Banken var dessutom bättre än genomsnittet på att prognosticera arbetslösheten och något bättre än genomsnittet på att bedöma KPIF-inflationens utveckling. Däremot var banken minst träffsäker på att förutse reporäntans utveckling. När det gäller inflationen och reporäntan har samtliga prognosmakare, inklusive Riksbanken, överskattat nivån på inflationen och reporäntan i förhållande till utfallet, medan BNP-tillväxten i genomsnitt blivit lägre än vad prognosmakarna räknat med. Detsamma gäller bedömningarna av den ekonomiska utvecklingen i USA och euroområdet, där prognosmakarna i genomsnitt överskattat tillväxttakten under perioden 2007–2018. Bedömarna har under perioden också överskattat inflationen i euroområdet. Riksbankens träffsäkerhet över tillväxten och inflationen i USA och euroområdet var enligt studien sämre än genomsnittet.

#### **Prognoser för 2018**

Enligt Riksbankens studie var det relativt lättare att göra prognoser för 2018 än andra år perioden 2007–2018. Träffsäkerheten var genomgående bättre än t.ex. under och åren direkt efter den mest akuta finanskrisen. Sammanfattningsvis räknade dock samtliga bedömare, inklusive Riksbanken, med att den svenska BNP-tillväxten under 2018 skulle bli högre än vad den faktiskt blev. Riksbankens bedömningar av BNP-tillväxten 2018 tillhörde de mer träffsäkra, men skillnaderna mellan bedömarna var relativt små.

### Diagram 8 Jämförelse mellan Riksbankens och andra bedömares KPIF-prognoser för 2018

Procent

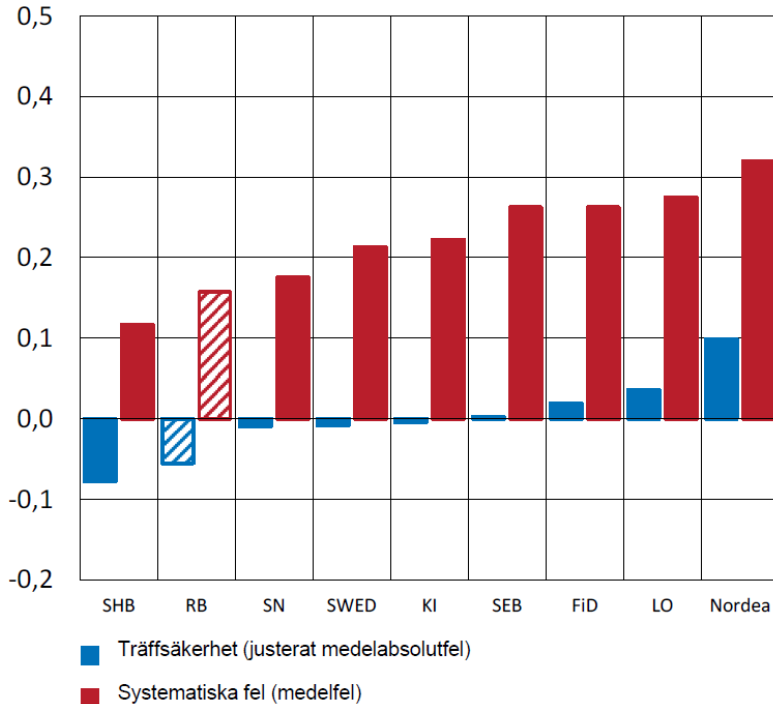


Anm.: Stora fyrkanter är Riksbankens prognoser vid olika tillfällen. Mindre fyrkanter är andra bedömares prognoser.

Källa: Riksbanksstudier, mars 2019.

Som framgår av diagram 8 räknade så gott som alla bedömare under 2017 och en stor del av 2018 med att KPIF-inflationen under 2018 skulle bli lägre än det som sedan blev utfallet. Samtliga räknade under 2017 och första halvan av 2018 med att KPIF-inflationen skulle hamna någon eller några tiondelar under inflationsmålet. Det var först under senare delen av 2018, när månadsutfallet för inflationen steg mer än förväntningarna, som prognoserna justerades upp mot utfallet på 2,1 procent 2018. Samtliga bedömare förväntade sig också att reporäntan under 2018 skulle bli högre än vad den faktiskt blev, trots att man under större delen av 2017 och 2018 räknade med att KPIF-inflationen skulle hamna under inflationsmålet 2018.

Som framgår av diagram 9 hade Riksbanken näst högst träffsäkerhet när det gällde att förutse KPIF-inflationen för 2018.

**Diagram 9 Jämförelse av träffsäkerheten i KPIF-prognoserna för 2018***Procentenheter*

Anm.: Systematiska fel (medelfel) beskriver hur mycket prognoser i genomsnitt avviker från utfall. Positivt medelfel indikerar att utfallet varit högre än prognoserna och tvärtom. Träffsäkerhet (justerat medelabsolutfel) beskriver avvikelser från medelvärdet för samtliga prognosmakare. Ett negativt värde indikerar en träffsäkerhet som är bättre än genomsnittet och tvärtom.

Källa: Riksbanksstudier, mars 2019.

## Externa bedömningar av penningpolitiken under utvärderingsperioden

### *Konjunkturinstitutet (KI)*

#### **Konjunkturläget 2016**

I rapporten Konjunkturläget mars 2016 konstaterade KI att Riksbanken sänkte reporäntan till  $-0,5$  procent i februari till följd av den överraskande låga inflationen i slutet av 2015 och början av 2016 och oron för att trovärdigheten för inflationsmålet skulle minska ytterligare. KI konstaterade också att riksbankschefen och förste vice riksbankschefen fått mandat att intervensera på valutamarknaden för att förhindra att en alltför stark krona dämpade uppgången i inflationen. KI bedömde dock att behovet av en svag krona skulle minska framöver när det högre resursutnyttjandet i ekonomin skulle bidra till ökad inflation. KI bedömde också att Riksbanken skulle hålla reporäntan oförändrad på  $-0,5$  procent till sommaren 2017. Då skulle KPIF-inflationen uppgå till ca  $1,5$  procent för att nå  $2$  procent under det första halvåret 2018 samtidigt som resursutnyttjandet i ekonomin skulle vara högt. KI förväntade

sig att räntan därefter skulle höjas successivt och nå en nivå på 2,5 procent i slutet av 2020.

I Konjunkturläget juni 2016 konstaterade KI att inflationen successivt börjat stiga till följd av bl.a. den mycket expansiva penningpolitiken, vilken försvagat kronan och drivit upp importpriserna. Den höga aktiviteten i den svenska ekonomin förväntades höja inflationen ytterligare under det andra halvåret 2016 och under 2017. Sammantaget bedömde dock KI att KPIF-inflationen skulle nå 2 procent först 2018. I likhet med vid bedömningen i mars räknade KI med att Riksbanken skulle hålla reporäntan oförändrad till sommaren 2017. Avgörande var enligt KI det låga globala ränteläget. Skulle Riksbanken höja reporäntan tidigare och snabbare skulle kronan förstärkas mer, vilket skulle ge en lägre inflation, lägre inflationsförväntningar och minskad trovärdighet för inflationsmålet.

I Konjunkturläget december 2016 konstaterade KI att kronan utvecklats svagt under hösten samtidigt som råvarupriserna stigit. KI räknade dock med att genomslaget på inflationen skulle bli relativt begränsat. KPIF-inflationen bedömdes endast stiga från 1,4 procent under 2016 till 1,6 procent under 2017 och nå upp till inflationsmålet på 2 procent först 2020. KI räknade nu med att Riksbanken skulle hålla reporäntan oförändrad till det tredje kvartalet 2018 på grund av lågkonjunkturen och den låga inflationen i omvärlden, framför allt i Europa. Riksbanken förväntades höja reporäntan ungefär ett halvår innan Europeiska centralbanken (ECB) genomförde sin första höjning.

### **Konjunkturläget 2017**

I rapporten Konjunkturläget mars 2017 konstaterade KI att den underliggande inflationen fortfarande var låg. Att KPIF-inflationen i februari 2017 steg till 2 procent berodde till stor del på ökade energipriser. KI bedömde dock att KPIF-inflationen skulle ligga under inflationsmålet 2 procent under både 2017 och 2018. Enligt KI skulle Riksbanken hålla reporäntan oförändrad under 2017 och större delen av 2018. En höjning förväntades först under det tredje kvartalet 2018, då resursutnyttjandet i den svenska ekonomin bedömdes vara tillräckligt för att pressa upp KPIF-inflationen mot inflationsmålet eller högre.

I Konjunkturläget juni 2017 konstaterade KI att KPIF-inflationen dittills under 2017 pendlat mellan 1,5 och 2 procent, framför allt till följd av högre energipriser. Den underliggande inflationen, t.ex. KPIF exklusive energi, var dock betydligt lägre. KI räknade med att KPIF-inflationen skulle bli något lägre mot slutet av 2017 och under 2018 när bidraget från energipriserna avtog. I likhet med bedömningen i Konjunkturläget mars räknade KI med att Riksbanken skulle börja höja reporäntan under det tredje kvartalet 2018, vilket enligt KI låg ungefär i linje med Riksbankens egen bedömning.

I Konjunkturläget december 2017 konstaterade KI att KPIF-inflationen under 2017 pendlat kring 2-procentsnivån på grund av att energi- och tjänstepriserna ökat kraftigt. KI räknade dock med att KPIF-inflationen skulle sjunka under men nära inflationsmålet 2 procent under 2018 och 2019. Den

första reporäntehöjningen förväntades i likhet med tidigare komma först hösten 2018.

### **Konjunkturläget 2018**

I rapporten Konjunkturläget mars 2018 KI att KPIF-inflationen steg till 2 procent under 2017. Uppgången berodde dock till stor del på kraftigt stigande energipriser till följd av stigande råoljepriser och skattehöjningar på el och drivmedel. KI räknade också med att hög lönsamhet i företagssektorn och låga löneökningar skulle hålla KPIF-inflationen under inflationsmålet på 2 procent under 2018 och 2019. Under sommaren 2018 förväntades KPIF-inflationen t.o.m. ligga runt låga 1,5 procent. De svaga inflationsutsikterna skulle enligt KI leda till att Riksbanken avvaktar med att höja reporäntan till första kvartalet 2019, vilket var senare än vad både Riksbanken och marknaden räknade med. Riksbankens första räntehöjning skulle då enligt KI komma ungefär samtidigt som ECB höjer sin styrränta.

I Konjunkturläget juni 2018 konstaterade KI att energipriserna fortsatte att stiga snabbt i början av 2018 och räknade med att KPIF-inflationen skulle ligga kvar på omkring 2 procent under både 2018 och 2019. Den starka konjunkturen talade visserligen för att företagen kommer att höja priserna, men lönsamheten var högre än normalt, vilket minskar behovet av att ta ut kostnadshöjningar genom att höja priset gentemot konsumenterna. Företagens inflationsförväntningar var dessutom dämpade, även om inflationsförväntningar inom handeln stigit något till följd av den svaga kronan som ökat importpriserna. Den underliggande inflationen, KPIF exklusive energi, väntades ligga på omkring 1,6 procent under 2018 för att stiga till runt 2 procent under våren 2019. KI räknade med att Riksbanken skulle avvakta med sin första räntehöjning till våren 2019.

I Konjunkturläget oktober 2018 konstaterade KI att lönerna inte ökat särskilt mycket trots den starka svenska konjunkturen, men att de borde öka mer framöver i takt med att resursutnyttjandet på arbetsmarknaden och bristen på arbetskraft fortsätter att stiga. KI konstaterade vidare att KPIF-inflationen pendlat kring 2 procent sedan 2017, bl.a. till följd av snabbt stigande energipriser. Energiprishöjningen bedömdes dock avta framöver och ersättas av stigande varupriser. KI bedömde att KPIF-inflationen skulle hamna strax över 2 procent under både 2018 och 2019 och att Riksbanken skulle genomföra en första höjning av reporäntan i februari 2019.

I Konjunkturläget december konstaterade KI att KPIF-inflationen sedan sommaren 2018 legat över inflationsmålet på 2 procent. Uppgången berodde dock på snabbt stigande energipriser, medan den underliggande inflationen exklusive energi varit betydligt lägre. KI bedömde dock att den underliggande inflationen skulle stiga upp mot 2 procent under 2019 till följd av stigande tjänste- och livsmedelspriser. KI räknade därför, i likhet med tidigare, med att Riksbanken skulle höja reporäntan en första gång i februari 2019. Enligt KI skulle inflationstrycket bromsa in något under 2020 men öka igen under

perioden 2021–2023. KI bedömde därför att Riksbanken successivt skulle höja reporäntan till en nivå på 2 procent i slutet av 2020.

### *Internationella valutafonden (IMF)*

#### **2016 års konsultation**

IMF konstaterade att den svenska ekonomin utvecklats starkt till följd av bl.a. en expansiv ekonomisk politik. IMF räknade också med att tillväxten skulle fortsätta att vara stabil men något lägre under kommande år. En svagare utveckling i omvärlden och en fortsatt uppgång i fastighetspriserna och hushållens skuldsättning riskerade dock att leda till en lägre tillväxttakt. IMF upprepade återigen sina tidigare rekommendationer för att begränsa de svenska hushållens skuldsättning och ytterligare öka tillgången på bostäder och därmed dämpa de historiskt höga bostadspriserna. IMF välkomnade införandet av amorteringskrav men rekommenderade också någon form av belåningstak för de högst belånade hushållen. Enligt IMF borde Sverige också börja fasa ut hyresregleringen för att få ett bättre utnyttjande av fastighetsbeståndet och minska avdragsrätten för räntor för att bl.a. minska hushållens incitament att skuldsätta sig. IMF efterlyste också ökade resurser till Finansinspektionen (FI) och ett förtydligande av FI:s ansvar och befogenheter när det gäller s.k. makrotillsynsåtgärder. Vidare konstaterade IMF att den mycket expansiva penningpolitiken höjt inflationen och inflationsförväntningarna, men bedömde att den underliggande inflationen skulle närma sig inflationsmålet först under 2019. Riksbanken borde därför fortsätta att bedriva en starkt expansiv penningpolitik. Penningpolitiken borde enligt IMF läggas om först när det finns indikationer på en tydlig och hållbar uppgång i inflationstakten. Om uppgången i inflationen eller inflationsförväntningarna började avta borde Riksbanken vara beredd på att vidta ytterligare åtgärder. Interventioner på valutamarknaden för att försvaga kronan eller förhindra en kronförstärkning borde dock användas i sista hand.

#### **2017 års konsultation**

IMF konstaterade att den svenska ekonomin utvecklats starkt även under 2017 till följd av den expansiva ekonomiska politiken och stigande investeringar inom framför allt bostadssektorn. IMF räknade också med att tillväxten skulle fortsätta att vara hög under 2018 i takt med att tillväxten i omvärlden förbättrades. IMF konstaterade också att antalet sysselsatta under 2017 vuxit med imponerande 2 procent och att arbetslösheten sjunkit till 6,7 procent av arbetskraften, eller 4,5 procent om heltidsstuderande exkluderades ur statistiken. IMF räknade också med att arbetslösheten skulle fortsätta att sjunka under 2018 även om tillväxttakten i ekonomin skulle avta något mot slutet av året. Vidare konstaterade IMF att inflationen stigit upp mot inflationsmålet under året, men att uppgången främst berodde på engångsfaktorer och att den underliggande inflationen fortfarande var mycket lägre. Den låga underliggande inflationen kunde enligt IMF till stor del förklaras av låga löneökningar trots den höga aktiviteten i ekonomin. IMF

rekommenderade Riksbanken att fortsätta med den expansiva penningpolitiken så länge den underliggande inflationen utvecklades långsamt. Räntan enligt IMF borde höjas först när det finns tydliga tecken på att uppgången i inflationen är hållbar. IMF ansåg också att den riksbankskommitté som tillsattes under 2017 borde analysera inflationsmålet. Enligt IMF var det internationellt jämförbara inflationsmålet HICP en bättre målvariabel i inflationsmålet än KPIF som Riksbanken ändrade till hösten 2017. Även om IMF noterade att den tidigare kraftiga uppgången i bostadspriserna avtagit något under 2017 upprepade organisationen sina tidigare rekommendationer om att Sverige på olika sätt borde öka tillgången på bostäder och minska hushållens höga skuldsättning.

### **2018 års konsultation (mars 2019)**

IMF konstaterade att Sveriges BNP och den inhemska efterfrågan vuxit starkt under perioden 2016–2018 till följd av bl.a. den expansiva penningpolitiken. Sysselsättningen ökade kraftigt under perioden samtidigt som arbetslösheten föll till 6,2 procent av arbetskraften i slutet av 2018. Inflationen mätt enligt KPIF hamnade just över inflationsmålet 2 procent under 2018. En del av uppgången berodde dock på stigande energipriser. IMF konstaterade vidare att löneökningarna i den svenska ekonomin varit låga under de senaste åren trots den starka arbetsmarknaden. Det bidrog till att perioden med extremt låg ränta och svag krona hade förlängts. IMF räknade med att tillväxttakten i den svenska ekonomin skulle sjunka under 2019 till följd av en svagare internationell konjunktur och osäkerheten kring utvecklingen av det inhemska byggandet. Detta betydde enligt IMF att Riksbanken borde avvakta med fler räntehöjningar tills den ekonomiska statistiken och prognoserna visade att inflationen mer långsiktigt låg kring inflationsmålet.

### *Organisationen för samarbete och utveckling (OECD)*

#### **Sverigerapporten 2017**

OECD konstaterade i 2017 års rapport om Sverige att den svenska ekonomin växer starkt och att arbetslösheten sjunker, även om den fortfarande var relativt hög bland utlandsfödda. OECD konstaterade också att inflationen stigit sedan 2015 till följd av den svaga kronan och ett stigande kapacitetsutnyttjande i ekonomin, men att inflationen fortfarande låg under inflationsmålet. OECD uppmanade Riksbanken att fortsätta med den expansiva penningpolitiken men att gradvis minska stimulansen i takt med att inflationen stiger mot målet. Enligt OECD var dock valmöjligheterna begränsade så länge omvärlden fortsatte att bedriva en starkt expansiv penningpolitik. OECD konstaterade också att huspriser och hushållens skulder stigit snabbt, vilket enligt OECD var en oroande utveckling. Realt sett är den svenska prisuppgången på bostäder en av de högsta i OECD-området. Att dämpa prisuppgången och hushållens skuldsättning var enligt OECD viktigt för att bevara tillväxten och den finansiella stabiliteten. För att minska skuldsättningen, öka utbudet av bostäder och förbättra fastighetsmarknaden rekommenderade OECD Sverige



att bl.a. införa ett tak för hushållens skuldsättning, reformera fastighetsskatten, fasa ut avdragsrätten för räntor, lätta på hyresregleringen och förenkla reglerna för prospektering och byggnad.

### **Sverigerapporten 2019**

OECD konstaterade i 2019 års rapport att den svenska ekonomin vuxit med omkring 3 procent per år under de senaste fem åren. Uppgången har, enligt OECD, varit bred med både stigande konsumtion och investeringsverksamhet och ökad export. Sysselsättningen har stadigt ökat och arbetslösheten sjunkit. OECD räknade med att tillväxten skulle avta under åren framöver i takt med att det höga resursutnyttjandet i den svenska ekonomin skapar en allt större brist på arbetskraft och bostadsinvesteringarna sjunker. Den globala ekonomins osäkerhet ökar i sin tur också osäkerheten när det gäller den svenska konjunkturutvecklingen. OECD menade vidare att den mycket expansiva penningpolitiken med negativ ränta och omfattande obligationsköp har bidragit till den ekonomiska uppgången och fört inflationen och inflationsförväntningarna upp mot inflationsmålet. Däremot välkomnade OECD Riksbankens räntehöjning i december och ansåg att Riksbanken borde fortsätta att höja reporäntan gradvis för att minska risken för bl.a. ökad skuldsättning och tillgångsprisbubblor. Förutsättningarna för Riksbanken att fortsätta med räntehöjningar avgjordes dock till en del av hur andra centralbanker, framför allt Europeiska centralbanken, agerar. En alltför hög ränteskillnad mot euroområdet riskerar att förstärka kronan och göra det svårare att nå inflationsmålet. Den svaga kronan under det senaste året har bidragit till att inflationen legat nära inflationsmålet.

### **Utskottets öppna utfrågning om Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2018**

Den 2 maj 2019 höll utskottet en öppen utfrågning om Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2018. Hela Riksbankens direktion deltog plus två opponenter – Anna Seim från Stockholms universitet och Robert Bergqvist från SEB. Protokollet från utfrågningen finns publicerat i bilaga 1 och i Rapporter från riksdagen 2018/19:RFRxx.

Sammanfattningsvis ansåg opponenter att redogörelsen gav en god bild av den penningpolitiska utvecklingen under 2018, och att även måluppfyllelsen för 2018 var god eftersom inflationen och inflationsförväntningarna hamnade nära inflationsmålet och den reala ekonomin utvecklades väl med ett högt kapacitetsutnyttjande.

Robert Bergqvist var dock kritisk till Riksbankens och direktionens kommunikation och efterlyste mer utvärdering av kommunikationen gentemot allmänhet och marknader. Han var dessutom kritisk till Riksbankens kommunikation när det gällde den svenska kronan och Riksbankens otydlighet kring kronkursens utveckling, vilket enligt Bergqvist påverkar både producenter och konsumenter. Anna Seim tog bl.a. upp lönebildningens

effekter på inflationen och varför löneökningarna i den svenska ekonomin var relativt låga trots högkonjunkturen. Hon tyckte vidare att Riksbanken hade bedrivit en rimlig penningpolitik under de senaste åren och under 2018, men ansåg att direktionen möjligtvis hade kunnat börja höja reporäntan tidigare än i december 2018 för att skapa lite mer manöverutrymme i penningpolitiken. Anna Seim tog också upp den kraftiga ökningen av Riksbankens balansräkning under de senaste åren och efterlyste mer debatt om balansräkningens nivå framöver.

### **Utskottets ställningstagande**

Utskottet har utvärderat penningpolitiken för perioden 2016–2018. Utvärderingen omfattar hela perioden, men tyngdpunkten ligger på 2018. Utskottet har tidigare granskat utvecklingen 2016 och 2017 i betänkandena 2016/17:FiU24 och 2017/18:FiU24.

#### *Riksbanken nådde inflationsmålet för andra året i rad*

Utskottet konstaterar att Riksbanken uppfyllde inflationsmålet på 2 procent även under 2018. Mätt enligt KPIF, som är den s.k. målvariabeln i inflationsmålet sedan september 2017, steg priserna med i genomsnitt 2,1 procent. Det är andra året i rad som inflationen ligger på eller t.o.m. någon tiondel över målet. År 2017 steg KPIF-inflationen med i genomsnitt 2 procent, vilket då var första gången på sju år som Riksbanken klarade målet. De senaste årens mycket expansiva penningpolitik har fått effekt, och enligt utskottet är det centralt för den svenska ekonomin och den svenska arbetsmarknaden att inflationen och även inflationsförväntningarna nu ligger runt inflationsmålet.

Samtidigt kan utskottet konstatera att en del av inflationsuppgången under 2018, och till viss del även under 2017, berodde på tillfälligt och kraftigt stigande energipriser. Den underliggande inflationen, dvs. den mer hållbara delen av inflationen, låg fortfarande en bra bit under inflationsmålet 2018, och t.o.m. lägre än den underliggande inflationen 2017, till följd av bl.a. relativt låga löneökningar. Detta visar enligt utskottet att inflations- och kostnadstrycket i den svenska ekonomin fortfarande är ganska svagt trots det höga kapacitetsutnyttjandet och den historiskt sett mycket starka utvecklingen på arbetsmarknaden. Detta tyder i sin tur på att Riksbanken kan välja att gå försiktigt fram med den normalisering av penningpolitiken som banken påbörjade i slutet av 2017 genom stoppet av nettoköpen av statsobligationer och sedan genom räntehöjningen i december 2018 med 0,25 procent.

Sett över hela utvärderingsperioden 2016–2018 steg KPIF-inflationen med i genomsnitt 1,8 procent per år, vilket är under inflationsmålet men inom Riksbankens variationsband på mellan 1 och 3 procent. Hösten 2017 ändrade Riksbanken målvariabeln i inflationsmålet, från KPI till KPIF. Det innebär att KPI varit målvariabel under mer än halva tiden av utskottets utvärderingsperiod 2016–2018. Mätt enligt KPI steg inflationen med i genomsnitt 1,6 procent under perioden 2016–2018, vilket är under

inflationmålet (och inom variationsbandet, men bandet infördes först hösten 2017 i samband med att målvariabeln ändrades).

### *Stark ekonomisk utveckling*

Vid sidan av inflationmålet ingår det också i Riksbankens och penningpolitikens uppgifter att stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken att nå en hållbar tillväxt och en hög sysselsättning. Utskottet kan konstatera att den svenska ekonomin utvecklats starkt under utvärderingsperioden till följd av bl.a. den expansiva penningpolitiken. BNP har i genomsnitt stigit med 2,4 procent per år samtidigt som sysselsättningen ökat kraftigt och arbetslösheten sjunkit. I slutet av 2018 var sysselsättningsgraden i den svenska ekonomin den högsta sedan 1990-talet, och arbetslösheten låg på den nivå som rådde åren före finanskrisen.

### *Svag krona*

Samtidigt kan utskottet konstatera att kronans värde på den internationella valutamarknaden sjunkit med ca 9 procent under utvärderingsperioden 2016–2018 (mätt enligt KIX-index) och att försvagningen tilltagit under våren 2019. Den svagare kronkursen har enligt utskottet i hög grad bidragit till den gynnsamma utvecklingen i den svenska ekonomin och till att inflationen och inflationsförväntningarna nu ligger runt inflationmålet. Försvagningen har också varit en del av Riksbankens penningpolitiska strategi för att nå målet.

Av Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2018 och andra rapporter framgår det att Riksbanken har och har haft svårt att förutse både kronans utveckling och vilka effekter förändringar i kronkursen får på ekonomin och inflationen. Under utvärderingsperioden har Riksbanken genomgående räknat med att kronan kommer att stärkas med hänvisning till bl.a. den höga tillväxten, de starka statsfinanserna och ett högt överskott i bytesbalansen, medan utfallet har blivit det motsatta.

Utskottet har stor respekt för att det är svårt att göra valutaprognoiser. Men kronans utveckling har under de senaste åren varit en viktig del av penningpolitiken samtidigt som debatten om kronans försvagning och Riksbankens kronbedömningar stundtals har varit omfattande. Utskottet utgår därför från att Riksbanken ser över sin analys, sina metoder och modeller och sin kommunikation när det gäller bedömningarna av växelkursutvecklingen.

BILAGA 1

## Uppteckningar från den öppna utfrågningen den 2 maj om Riksbankens redogörelse för penningpolitiken 2018

*Ordföranden:* Klockan har slagit 10.00. Alla är hjärtligt välkomna till finansutskottets öppna utfrågning om Riksbankens redogörelse för penningpolitiken 2018. Vi har i finansutskottet löpande uppföljning av Riksbankens verksamhet. Nu kan man säga att vi samlar ihop det för just 2018. På plats finns Riksbankens direktion. Ni är förstås hjärtligt välkomna. Därutöver finns två inbjudna opponenter som vi återkommer till alldeles strax. Vi är väldigt glada att ni alla är här. Först på dagens program står en sammanfattande redogörelse från riksbankschef Stefan Ingves som vi börjar med att ge ordet alldeles omedelbart. Varsågod, Stefan.

*Riksbankschef Stefan Ingves:* Stort tack för det. Förra året fyllde Riksbanken 350 år. Då var vi också i den här salen och diskuterade centralbankens roll i dåtid, nutid och inte minst i framtiden. Vi ägnade oss åt att fundera på de långa dragen när det gäller den här typen av verksamhet. Men nu är vi tillbaka i vardagen. Nu ska vi bara diskutera ett enda år, ett av 350. Som vanligt är underlaget för den här diskussionen vår redogörelse för penningpolitiken, det vill säga själva rapporten.

Jag tänkte gå igenom en del av de stora dragen i den rapporten. Vi kan konstatera, och det är naturligtvis mycket väl bekant, att Riksbanken har bedrivit en mycket expansiv penningpolitik under ett antal år. Det är för att värna förtroendet för det inflationsmål vi har. Det har varit diverse olika unika åtgärder i ett historiskt perspektiv under den här tidsperioden.

År 2015 sänkte Riksbanken reporäntan under noll. Därefter sänktes reporäntan i några steg till minus 0,5 procent där den låg fram till i december förra året. 2015 började vi också köpa svenska statsobligationer. De obligationsköpen som ni ser till höger i grafen här har fortsatt under ett antal år även om vi har slutat med att nettoköpa statsobligationer 2017.

Man kan naturligtvis ställa sig frågan: Varför denna typ av penningpolitik som är mycket ovanlig i ett historiskt perspektiv? Riksbanken har behövt laga efter läge givet vårt uppdrag. Vårt uppdrag är en inflationstakt på 2 procent. Vi har behövt säkra förtroendet för inflationsmålet som är en av grundpelarna i svensk ekonomi. Samtidigt har det skett i en omvärld och i en miljö där vi i övrigt runt omkring oss i världen ser mycket låga räntor och en mycket expansiv penningpolitik.

Då ställs man inför frågeställningen: Har då detta fungerat? Om man tittar på den här grafen ser man att vi har fått ett fullt genomslag på marknadsräntorna. Ibland har det ifrågasatts en del om det fungerar när man går ned mot minusränta som vi gjorde. Men marknadsräntorna, om man tittar

på grafen här, har tydligt följt med också ned under noll med ett undantag. Det är räntor på hushållsinlåning i bankerna. Där har räntan legat på strax över noll eller noll sedan 2015.

Det är kanske inte så överraskande. Vi förväntar oss inte heller en absolut följsamhet ett till ett i det här sammanhanget. Utlåningsräntorna har sjunkit liksom marknadsräntorna men inte alltid från den ena dagen till den andra när räntan har sänkts. Det är väl ungefär som man kan vänta sig. Det är till exempel många olika faktorer på bolånemarknaden utöver penningpolitiken som sådan som också i någon mån påverkar räntesättningen.

Obligationsköpen har också fungerat ungefär som man kan förvänta sig. De har också haft ett genomslag på räntenivån. Obligationsköpen har skett ungefär samtidigt med att räntan har sänkts. Vi har gjort två saker samtidigt. Vi jobbar med räntan, och vi jobbar med obligationsköp. Då är det svårt att särskilja vad som är vad. Men i det stora hela har obligationsköpen haft den effekt man kan förvänta sig. Det är ungefär på samma sätt i ett antal andra länder där man har gjort mer eller mindre likadant.

Vad blev då av det, och vad kom ut av det hela? I det stora hela har vi haft en god måluppfyllelse när det gäller inflationsmålet de senaste två åren. Det har tagit längre tid än väntat att nå tillbaka till en inflationstakt på 2 procent. Men både inflationen och inflationsförväntningarna, som ni ser på grafen till höger, har tagit sig tillbaka till i närheten av eller nästan exakt på 2 procent. Då ska vi komma ihåg att vi hade en tydlig negativ trend ett antal år innan när det gäller både inflationstakt och inflationsförväntningarna. Det betyder att KPIF, vår målvariabel, var i genomsnitt på målet både 2017 och 2018.

En frågeställning under 2018 som vi diskuterade mycket och som också återkommer i rapporten är: Vad är det som gör att inflationen vid just den här tidpunkten räkar vara nästan på prick 2 procent? En faktor har varit stigande energipriser. Då ställde vi oss naturligtvis också frågan: Vad skulle inflationen tänkas vara om man räknar bort energipriserna? Då ser man att inflationen exklusive energipriser är lite lägre. Men som alltid går energipriser och en mängd andra priser alltid upp eller ned. Alla priser går inte alltid upp samtidigt, utan det växlar en del. Då får man fundera på vad det beror på.

En faktor som har spelat stor roll under loppet av fjolårets diskussion var frågeställningen: Hur stark är den underliggande inflationen om man räknar bort energipriserna? Vi försöker mäta underliggande inflation med en hel svärm av olika index där vi fokuserar på än det ena än det andra. Tittar man på de mätningarna var medianinflationstakten mätt på en lång rad olika sätt inte exakt 2 procent utan lite lägre än det.

Om man tittar på den allmänna ekonomiska utvecklingen kan vi konstatera att det har varit en god måluppfyllelse under både 2017 och 2018. Vi har haft ett antal år med en positiv god konjunkturutveckling. Bruttonationalprodukten har generellt sett ökat i god takt. Tillväxten både 2017 och 2018 var lite över 2 procent. Då ska man komma ihåg att svensk ekonomi under den här perioden har haft god draghjälp av en allt starkare omvärldskonjunktur med hög tillväxt och en sjunkande arbetslöshet.

Om man tittar på grafen till vänster, där jag återger detta i termer av BNP i nivå och inte i tillväxttal, ser man att den svenska och den amerikanska grafen i stort sett sammanfaller. Sedan ligger de lite lägre när det gäller England och euroområdet. Beskrivet på det här sättet kan man inte komma till någon annan slutsats än att det allmänt sett har rått en god ekonomisk utveckling under hela den period när vi på olika håll i världsekonomin har försökt att lappa och laga efter den globala finanskrisen.

Man kan samtidigt titta på arbetsmarknaden, och arbetsmarknaden kan beskrivas på en lång rad olika sätt. Andelen av befolkningen som är sysselsatt i dag är rekordhög. Man får gå tillbaka till 1990-talet för att hitta någonting liknande. Arbetslösheten under den här perioden har också fortsatt att falla. Sammantaget är det en stark utveckling.

Låt mig också särskilt notera att det finns en tudelning på arbetsmarknaden som innebär att så kallade utsatta grupper har en mycket högre arbetslöshet än andra. Samtidigt är det glädjande att notera att under den här perioden med en allmänt sett god konjunkturutveckling i svensk ekonomi har också fler i den kategorin sysselsatts än vad vi trodde tidigare.

Vad innebär det då när det gäller penningpolitiken? Det är minusränta, stora obligationsköp och god tillväxt. Det borde rimligtvis innebära att någon gång kommer man till slutsatsen att penningpolitiken inte riktigt behöver vara lika expansiv som tidigare. Det stämmer också när det gäller 2018. Då såg vi på Riksbanken ett något mindre behov av en mycket expansiv penningpolitik.

När det gäller omvärldsläget 2018 har vi en god konjunktur globalt. Men samtidigt som alltid dyker det upp nya osäkerhetsmoment: brexit, handelskonflikt mellan USA och Kina och större osäkerhet när det gäller de ekonomiska utsikterna. Som jag påpekat tidigare har det varit snabbt stigande energipriser som också har bidragit till den inflationstakt som vi ser. Det skapar en debatt, en diskussion och frågeställningar om styrkan i inflationsutvecklingen.

Frågetecknen om den underliggande inflationen ledde till att vi ruckade på prognoserna när det gällde den första höjningen. Men slutsatsen var ändå att en fortsatt stark konjunkturutveckling var sådan att det var rimligt att ändå höja räntan med ett stigande inflationstryck och en inflationstakt kvar kring målet. Det innebar att vi höjde reporäntan från minus 0,5 till minus 0,25 i december förra året. Det var den första höjningen sedan 2011.

En fråga som alltid återkommer vid de tillfällena är inte bara om penningpolitiken som sådan utan: Hur såg det ut när det gäller att bedöma den allmänna ekonomiska utvecklingen? En kort sammanfattning av det är att det blev ungefär som vi hade föreställt oss när vi tittade på prognosarbetet från 2016 och 2017. Penningpolitiken verkar med något eller några års eftersläpning. Då spelar det ganska stor roll vad man tyckte några år innan.

Reporäntan har följt Riksbankens prognoser ganska väl. Samma gäller KPIF, inflationen och konjunkturutvecklingen. En faktor som har varit mycket svår att bedöma och där utvecklingen blev en annan är växelkursen och växelkursens utveckling under den här tidsperioden. Eftersom frågan om

penningpolitikens ansvar för kronans utveckling hamnar en del i fokus så låt mig ägna en liten stund åt att reflektera kring frågeställningen om kronans växelkurs.

Det allra viktigaste i detta om man ser på växelkursutvecklingen som den har varit under 2000-talet är att konstatera att Sverige har ett inflationsmål. Sverige har inte ett växelkursmål. Till skillnad från utvecklingen under den fasta växelkursperioden har ordningen med ett inflationsmål fungerat väl. Inflationen har varit lägre och mer stabil än tidigare, och produktion och sysselsättning har allmänt sett utvecklats på ett bra sätt. Reallönerna under hela den här tidsperioden har ökat i genomsnitt.

Riksbanken har inget mål vare sig för växelkursens nivå eller för förändringen av växelkursen. Det betyder inte på något sätt att växelkursen är helt och hållet betydelselös. Växelkursen påverkar i varje fall temporärt importpriserna. Den påverkar också konjunkturutvecklingen i stort via exportföretagens försäljning. Av den anledningen är det alltid viktigt att analysera och att försöka förstå kronans utveckling.

Om vi ser oss omkring i världen och jämför med vad andra centralbanker gör har de flesta stora centralbanker i vår omvärld i dagsläget ett inflationsmål nära eller precis på 2 procent. Det innebär att om vi lyckas med en inflationsutveckling kring 2 procent ser vi likadana ut som i stort sett alla andra. I en sådan värld är det svårt att föreställa sig att växelkursen långsiktigt trendmässigt skulle försvagas som en konsekvens av den svenska penningpolitiken.

Å andra sidan är det också så att i en sådan värld får man vänta sig att växelkursen varierar över tiden, ibland upp och ibland ned. Men är det så att det finns långsiktiga trendmässiga förändringar av växelkursen pratar vi om strukturella förändringar i svensk ekonomi som är sådana att de ligger utanför penningpolitikens konjunkturperspektiv.

Vad som driver växelkursförändringarna på kort sikt är svårt att identifiera. En faktor kan vara synen på tillväxten i svensk ekonomi. Om man justerar ned sina tillväxtförväntningar kan det ibland vara så att man får en försvagad växelkurs, eller om man ser framför sig en mer expansiv penningpolitik i förhållande till omvärlden.

I dag har vi en icke obetydlig räntedifferens mellan till exempel den amerikanska ekonomin och den svenska ekonomin. Då kan det påverka växelkursen. Samtidigt finns det alltid ett antal svårbedömbara globala faktorer som påverkar svensk växelkurs. Det är till exempel oron för brexit, vad som sker på andra håll i Europa, och vad som händer med handelskonflikten mellan USA och Kina.

Jag har med den här grafen. Om man tittar på ett antal andra små framgångsrika öppna ekonomier – Nya Zeeland, Australien, Kanada och Norge – där man också har inflationsmål och rörlig växelkurs ser vi att de växelkurserna har utvecklats på ett någorlunda likartat sätt. Uppenbarligen är det så att när man har en öppen ekonomi, helt fria kapitalrörelser, ett inflationsmål och ska positionera sig i världsekonomin kan det bli så här från

tid till annan. Sverige är ett av de länderna. Vi skiljer oss inte så enormt mycket från andra.

Om man nu har minusränta under ett antal år tar det ett antal år att vänja sig vid ordet minusränta så att det fungerar i munnen. De flesta har ingen träning på det från början. Det finns ingen gratislunch här i världen. Det finns som alltid ett antal olika frågeställningar att fundera kring och vad det kan tänkas innebära att ha en negativ ränta under den tidsperiod som vi pratar om här.

Vad är det för sidoeffekter som man behöver hålla ett öga på? Den första frågan rör hushållens skuldsättning. Hushållens höga skulder, och inte minst för att en inte obetydlig del av skulderna är till rörlig ränta, utgör en risk i svensk ekonomi. Så är det och har varit under lång tid. Då finns det naturligtvis negativa konsekvenser när det gäller prisfall på bostadsmarknaden och stigande räntekostnader.

Det här är en knepig fråga. Å ena sidan är det lätt att låna när räntorna är låga. Å andra sidan har hushållen lånat mer och mer ända sedan 90-talet oavsett om reporäntan har varit 4 procent eller minus 0,5 procent. Det är bara ett annat sätt att säga att vi har stora problem på den svenska bostadsmarknaden, problem som ligger utanför penningpolitiken och som utgör en stor risk för svensk ekonomi.

En annan fråga och frågeställning som kommer tillbaka vid jämna mellanrum är: Vad innebär låga räntor för fördelningen när det gäller inkomst- och förmögenhetseffekter? Om penningpolitiken drar sitt strå till stacken när det gäller den allmänna ekonomiska utvecklingen kommer fler att finnas i arbete. Arbetslösheten är lägre än vad den annars skulle vara. Det innebär att vi högst sannolikt har en jämnare inkomstfördelning jämfört med om arbetslösheten vore högre.

Om tillgångspriserna stiger, säg fastigheter eller aktiekurserna, ökar värdet på de förmögenheter som finns i ekonomin. Det kan man av olika skäl ha synpunkter på. Nettoeffekten av det om man studerar frågan är ändå att i nästan alla länder såvitt jag vet där man har tittat på detta är alltid slutsatsen att högre sysselsättning och lägre arbetslöshet överväger det negativa man tycker sig se i form av stigande tillgångspriser. I det stora hela är det ändå så att de positiva effekterna överväger.

Ytterligare en effekt när det gäller penningpolitiken och en konsekvens av penningpolitiken, eller till en del en konsekvens av penningpolitiken, är att när vi har haft och har en långvarigt stark konjunktur leder det till ett högt tryck på arbetsmarknaden. Det innebär att det är lättare för många som har svårt att komma in på arbetsmarknaden att få ett arbete.

Eftersom det finns trögheter på arbetsmarknaden innebär det att har man fått in en fot kommer man med större sannolikhet än tidigare att finnas kvar på arbetsmarknaden. Det är en positiv effekt som egentligen inte penningpolitiken är ägnad åt att sköta men som man får på köpet i det här sammanhanget.

Som alltid funderar vi på vad som sker i svensk ekonomi, vad som sker i omvärlden och hur vi ska utveckla vårt arbete. Bland ett urval av frågor och



frågeställningar som vi arbetade med under 2018 var att vi har analyserat lönepåslaget vid byte av arbete. Det lönepåslaget när man byter från ett jobb till ett annat verkar se ut på ungefär samma sätt som tidigare. Detta är mot bakgrund av att det finns en diskussion ute i samhället och globalt om löneökningar i största allmänhet.

Sedan har vi frågat företagen: Vad är det som gör att priserna stiger? De säger så här: Det är ökade kostnader som vi behöver skicka vidare till konsumenterna. Det är ett högre kostnadstryck både i omvärlden och i Sverige. Kronan har jag redan berört. Det finns ett antal olika skäl till att kronan utvecklats på det sätt som den har gjort. Det är någonting som vi har studerat, och vi fortsätter att studera vad som händer på den kanten.

Eftersom det under 2018 var aktuellt med den första räntehöjningen sedan 2011 har det funnits mycket goda skäl att fokusera en del på: Vad händer när räntorna stiger? Vad får vi för effekt i ekonomin av en räntehöjning? Inte minst finns frågeställningen: Vad händer på bolånesidan?, eftersom en stor del av bolånen sker till rörlig ränta.

Man ska komma ihåg att penningpolitiken inte är designad för att ta hand om vad som sker på bolånemarknaden. Penningpolitikens huvuduppgift är att hantera hela ekonomin. Samtidigt var vår bedömning att detta bör vara hanterligt eftersom vi ser långsamma räntehöjningar framför oss.

Låt oss slutligen ta upp en fråga som vi har diskuterat under 2018. I och för sig har vi nog diskuterat frågan minst de senaste tio åren. Vår syn är att det är ett bekymmer att vi inte har data över hushållens balansräkningar. Vi vet inte hur hushållens tillgångar ser ut. Därför har vi för avsikt att tillsammans med Finansinspektionen och Statistiska centralbyrån komma in med en skrivelse till riksdagen i närtid med förhoppning att den frågan så småningom kan lösas. Det är inte tillfyllest att ha så pass bristfällig statistik som vi har i dagsläget.

För att summera har vi haft en god måluppfyllelse 2018. Vi har haft en fortsatt stark konjunktur. Vi hade inflation och inflationsförväntningar på målet. Men samtidigt, och det kom att diskuteras mycket, rådde ett frågetecken kring styrkan i inflationstrycket.

*Ordföranden:* Tack så mycket för den sammanfattningen av redogörelsen. För att få ytterligare perspektiv på penningpolitiken för 2018 har vi två inbjudna opponenter som jag sa inledningsvis. Vi ska nu ge ordet till dem. Vi börjar med Anna Seim från Stockholms universitet, varsågod.

*Anna Seim, Stockholms universitet:* Jag vill börja med att tacka finansutskottet för jag fick komma hit i dag och prata om den här intressanta redogörelsen. Jag tror att ni kommer att se att jag har siktat på dagens mest minimalistiska presentation. Eftersom jag är forskare har jag en viss image att upprätthålla. Det ska inte vara för färgglatt helt enkelt.

Jag tänkte börja med att kort sammanfatta hur jag ser på penningpolitiken och på den makroekonomiska utvecklingen de senaste åren. Därefter tänkte

jag prata ungefär tio minuter om det som jag anser är en av de allra viktigaste och intressantaste frågorna just nu, nämligen varför det har varit så svårt att nå inflationsmålet trots den högkonjunktur som vi har haft. Sedan tänkte jag avsluta med några aspekter på den expansiva penningpolitiken.

Jag börjar med att konstatera att vi precis som Stefan sa har haft en god måluppfyllelse 2018. Vi har haft en inflation i termer av KPIF och inflationsförväntningar runt 2 procent. Den underliggande inflationen har varit något lägre, runt 1,6 procent. Det betyder att man har fått lite draghjälp av höga energipriser bland annat för att nå inflationsmålet. Det följer efter en period med en mycket expansiv penningpolitik de senaste åren. År 2018 var ett år med en negativ reporänta, en stark konjunktur och en försvagad krona gentemot både dollarn och euron.

För att ge oss ett lite längre perspektiv har jag i den här grafen plottat reporäntan i gult, vi har inflationen i termer av KPIF i rött, och vi har Riksbankens egen indikator på resursutnyttjandet i blått sedan inflationsmålet infördes 1995. Det finns mycket intressant att säga om den här grafen. Vi ser att inflationen har varit både över och under 2 procent sedan inflationsmålet infördes.

Vi ser, i varje fall i termer av den här indikatorn, att resursutnyttjandet aldrig har varit så starkt som det var 2018. Vi ser också att i tidigare episoder av en stark konjunktur har Riksbanken nått inflationsmålet och fått ned inflationen till strax under 2 procent. Men det har man gjort efter omfattande räntehöjningar och en mer kontraktiv politik. Det som sticker ut här är naturligtvis att man har haft en negativ ränta sedan 2015.

Låt mig prata om varför det har varit så svårt att nå inflationsmålet trots att vi har haft den här starka konjunkturutvecklingen. En uppenbar möjlig kandidat är att det är någonting med den negativa räntan som gör att det har varit så svårt. Är det någonting med miljön som har ändrats? Är det så att penningpolitiken är mindre effektiv när räntan är negativ?

Det finns många skäl att tro att en del kanaler fungerar precis som tidigare. Till exempel tänker vi oss att om räntan är lägre än i omvärlden försvagas kronan. Men precis som Riksbanken påpekar i redogörelsen finns det vissa andra kanaler som eventuellt är lite svagare. Det handlar till exempel om bankernas in- och utlåningsräntor.

Det här är ett område där det fortfarande finns väldigt lite forskning av uppenbara skäl. Men det börjar komma några intressanta studier med resultat. Jag vill nämna en uppsats av Gauti B. Eggertsson och några medförfattare från tidigare i år. Den visar just att det som händer är att bankerna är ovilliga att sänka inlåningsräntorna under noll, och då följer inte heller utlåningsräntorna med ned på samma sätt som de gör i en mer normal konjunktur. Det här är en uppsats av många. Det ska bli väldigt intressant att se var den vetenskapliga debatten tar vägen framöver när det börjar komma in mer evidens.

En annan fråga som jag vill nämna för fullständighetens skull är att det kanske hade krävts större räntesänkningar. Det är en del som har hävdat det. Jag har full förståelse för att man vill iakttä försiktighet när man ger sig in på

det negativa rënteterritoriet. Jag tänkte inte dröja kvar vid den punkten längre än så.

Någonting som jag däremot vill ägna lite mer tid åt är lönebildningen. Vi har haft svaga löneökningar i svensk ekonomi trots att vi har haft en högkonjunktur. Frågan är varför det har varit så. För det första tror jag att det kan bero på saker som ligger bortom Riksbankens kontroll i allra högsta grad. Det gäller demografi som handlar om till exempel arbetskraftens sammansättning. Det handlar om att vi har fått en urvattning av arbetslöshetsförsäkringen, och vi har till exempel trendmässigt svagare fackföreningar.

Någonting som jag däremot vet att Riksbanken påverkar i väldigt stor utsträckning är inflationsförväntningarna. Här kommer jag snart att visa en graf på att inflationsförväntningarna föll under 2 procent omkring 2012. Det följde efter en period när Riksbanken hade fört en ganska kontraktiv politik och hade höjt reporäntan. I kommunikationen framgick att man gjorde det för att man oroade sig för hushållens skuldsättning. Det var en typ av "leaning against the wind"-politik som man i varje fall sneglade mot. Vi ser att inflationsförväntningarna föll omkring år 2012. Detta vänder sedan runt 2015 och framåt när Riksbanken tydligt börjar kommunicera att inflationsmålet är överordnat, att man ska nå dit och så vidare.

Detta visar hur viktig förväntningsbildningen är, för det troliga är att de lägre inflationsförväntningarna har gett visst utslag i termer av löneökningar.

Detta visar att det är viktigt att vi gör en konsekvent tolkning av Riksbankens uppdrag och att man inte slirar på vad det innebär att man ska ha ett fast penningvärde och så vidare utan att man tydligt kommunicerar att Sverige ska ha ett inflationsmål på 2 procent och att det ska nås.

Jag tror också att lönebildningen har påverkats av utvecklingen internationellt och i industrin. Vi har ju en modell för lönebildning i Sverige som innebär att industrin sätter en norm för hur höga löneökningar vi ska kunna ha. En sak som ofta glöms bort i den svenska debatten är att denna modell togs fram när vi hade en fast växelkurs. Det är gamla tankar som går tillbaka till EFO-modellen och normmannen Odd Aukrusts idéer på 50-talet. Det handlar om att industrin inte ska slås ut i termer av konkurrens genom för höga löneökningar.

Jag tror att om man hade sneglat mer på vad som har hänt i till exempel tjänstesektorn och offentlig sektor, där vi har sett en hög arbetskraftsefterfrågan, hade lönerna svarat bättre på konjunkturen som vi har haft. Jag tror att det hade hjälpt Riksbanken att nå inflationsmålet. Jag tycker därför att det är hög tid att vi diskuterar om man åtminstone ska modifiera industriavtalet lite. Det är, enligt min mening, inte uppenbart att det är industrin som ska sätta normen.

En sak som slog mig när jag tänkte på varför det har varit så svårt att få upp inflationen är om det är lättare att dämpa inflationen än att skapa ett underliggande inflationstryck som inte finns. Denna fråga har jag inte sett analyserad över huvud taget, men jag tycker att det finns en del teoretiska skäl för varför det skulle kunna vara så.

Låt oss ta till exempel lönebildningen. Vi tror att inflationsmål gör att lönebildningen fungerar bra, för om lönerna blir för höga kan Riksbanken svara med en kontraktiv politik och höja räntan, vilket ökar arbetslösheten och straffar till exempel fackföreningar. Detta skapar incitament för återhållsamhet i lönebildningen. Det finns dock inga uppenbara lika starka mekanismer för att få upp lönerna. Om löneökningarna blir för svaga svarar Riksbanken, som man nu har gjort, med en expansiv politik, och arbetslösheten sjunker. Det är dock inget som skapar incitament för att man ska höja lönerna, snarare tvärtom.

Det här är en fråga som jag tycker är jätteintressant forskningsmässigt. Jag skulle också gärna ha med den i Riksbankens framtida utvecklingsarbete. Jag tänker mig att man skulle kunna göra en statistisk analys på detta tema.

Låt mig tala lite om några olika aspekter på den expansiva penningpolitiken och hur jag ser på det. Det första, som vi redan har påpekat, är att växelkursen har försvagats gentemot både dollarn och euron som en följd av den låga räntan. Växelkursen är central för en liten, öppen ekonomi, och att påverka växelkursen är ett av Riksbankens mest pålitliga verktyg för att nå inflationsmålet.

Detta har lett till viss kritik mot Riksbanken eftersom man tycker att vår köpkraft urholkas gentemot omvärlden. Men jag tycker att det är ganska uppenbart att om man säger att Riksbankens uppdrag är att upprätthålla ett fast penningvärde och man tolkar det som att man ska ha ett inflationsmål, då handlar det om ett fast penningvärde över tid och inte gentemot andra länder. Precis som Stefan Ingves säger har vi inte ett växelkursmål i Sverige. Givetvis kan man ogilla inflationsmålet. Men om man accepterar inflationsmålet kan man inte kritisera Riksbanken för att kronan har blivit svag, utan Riksbanken gör bara sitt jobb.

Något som gärna hade fått diskuteras ännu mer i rapporten är de avvägningar som gjordes när man fattade räntebesluten. Trots ett högt resursutnyttjande har vi haft en negativ reporänta sedan februari 2015. Nu ser vi tecken på att konjunkturen börjar mattas av, och reporäntan ligger på  $-0,25$ . Detta innebär att man har litet manöverutrymme att sänka räntan när konjunkturen viker.

Av redogörelsen framgår det att man ville att inflationsförväntningarna skulle vara förankrade på 2 procent innan man höjde räntan. Jag förstår verkligen det resonemanget, men samtidigt kan man ifrågasätta varför man inte höjde räntan 2017 när inflationen låg runt 2 procent. Man hade inte behövt göra några stora höjningar utan långsamt höjt räntan mot nollan så att vi hade haft lite mer fallhöjd nedåt när konjunkturen viker. Det handlar om hur mycket de sista tiondelarna vad gäller inflationen och inflationsförväntningarna får kosta. Samtidigt har jag precis sagt att man ska ha ett inflationsmål och verkligen styra mot 2 procent, så jag förstår att det är svåra avvägningar att göra.

Vi har dock ett flexibelt inflationsmål, det så kallade variationsbandet. Det handlar om att det ibland kan vara svårt att nå 2 procent, och då kanske man ska stanna vid 1,8.

Jag vill gärna höra mer om hur Riksbanken har tänkt i denna fråga.

En annan fråga, som inte alls tas upp i redogörelsen men som jag är övertygad om att direktionen tänker på och diskuterar, handlar om balansräkningens storlek. Obligationsköpen har gjort att balansräkningen har mångdubblats i storlek. Det pågår en intensiv internationell debatt om hur man ska fasa ut dessa obligationsköp. Ska man sälja av obligationer eller låta dem förfalla? Hur ska man se på detta med tapering? Hur ska man se på riskerna som är förknippade med dessa stora balansräkningar?

Jag hade gärna sett en kommentar till detta. Hur tänker Riksbanken om balansräkningens storlek på sikt? Ska obligationsköp vara något man tar till även i framtiden, i så fall troligen mest i kristider, gissar jag? Frågan aktualiserades häromveckan när man annonserade att man ska göra ytterligare obligationsköp eftersom inflationen blev lite svagare än förväntat. Det skulle som sagt vara intressant att få en kommentar till detta.

Låt mig slutligen kommentera hushållens skuldsättning eftersom det är en omdebatterad fråga som alla bryr sig om. Det råder liten tvekan om att den låga räntan har bidragit till en hög belåning och till att hushållen är mer skuldsatta än tidigare. Det är mer oklart i vilken utsträckning detta är ett problem. Personligen vill jag påpeka att hushållen även har omfattande tillgångar. Det är också oklart i vilken utsträckning Riksbanken har ansvar för detta. Man har ett visst ansvar för finansiell stabilitet, men mandatet är lite vagt formulerat.

Min syn på detta är dock ganska enkel: Om Riksbanken ska få styra mot ett inflationsmål måste andra delar av ekonomisk politik och regelverk vara beredda att hantera att Riksbanken tar alla till buds stående medel för att nå inflationsmålet. Andra delar av denna sektor måste alltså ha beredskap för en makroekonomisk jämvikt, med till exempel låga räntor. Det handlar inte bara om låga policyräntor utan om att den långa realräntan trendmässigt har fallit över tid. Det är troligt att vi går mot en långsiktig jämvikt med lägre realräntor, och det handlar till exempel om ett ökat sparande i världsekonomin som helhet. Vi måste därför vara beredda att hantera detta.

Låt mig visa er en bild som jag sprang på i ett annat sammanhang. Det är en graf från IMF som visar hushållens skuldsättning 2017 världen över. Ju mörkare grön färg, desto mer skuldsatta är hushållen. Den riktigt mörkgröna färgen motsvarar 100 procent av BNP eller mer, den mellangröna 75–100 procent och de ljusare gröna de mindre skuldsatta.

Det första som slog mig när jag såg denna graf är att alla de mörkgröna länderna är inflationsmålsländer med flytande växelkurser. Vi har pionjärerna Nya Zeeland, Australien, Kanada och USA. Vi har även Sverige, Storbritannien och Schweiz. Det är en intressant bild.

Betyder detta att inflationsmål leder till hög skuldsättning? Jag tror inte det. Men i den globala recession som vi har sett efter finanskrisen har räntorna varit

låga och inflationsmålen tvingat fram väldigt expansiv politik hos centralbankerna, och det betyder att andra delar måste vara beredda på det och svara med bostadspolitik, skattepolitik och andra typer av regelverk som borgar för finansiell stabilitet.

*Robert Bergqvist, SEB:* Jag tackar finansutskottet för att jag får komma hit och tala om penningpolitik, som är ett av mina favoritområden. Jag kommer nog att ha den färggladaste presentationen, men det får ni väl avgöra mot slutet.

Jag tänkte dela in presentationen i tre delar. Den första är en reflektion över måluppfyllelse och mina tankar kring hela den penningpolitiska redogörelsen. Den andra delen kommer att beröra Riksbankens kommunikation, och i den sista delen tänkte jag beröra kronpolitiken. Ungefär så hade jag tänkt lägga upp denna genomgång.

Låt mig börja med måluppfyllelsen. Jag tror att jag kan gå ganska snabbt fram, för vi har hört både Stefan Ingves och Anna Seim redogöra för måluppfyllelsen. Så här ser det ut, och ni känner igen graferna. Vi har haft en inflation under 2018 på 2,1 procent, vilket förstås är bra. Inflationsförväntningarna, framför allt de femåriga och tvååriga, ligger nära målet 2 procent. Jag delar alltså slutsatsen att det är en god måluppfyllelse vad gäller penningpolitiken 2018.

Jag tycker att man kan göra fyra reflektioner när man tittar på graferna. Den första är att vi kan konstatera att svensk inflation har varit i en uppåtgående trend de senaste fem åren, vilket är bra. Den andra observationen är att energipriser har spelat stor roll för att vi ska klara målet på 2 procent. Ni har tidigare sett att om man exkluderar energipriser landar vi under målet på 2 procent. Inflationsförväntningarna har också varit i en långsiktig trend på väg uppåt, i princip en femårig trend.

När man ska försöka utvärdera penningpolitiken och måluppfyllelsen tycker jag att man också måste snegla på hur det har sett ut i andra länder. Vi kan konstatera att det är en snarlik utveckling, det vill säga att inflationen och inflationsförväntningarna har varit i en stigande trend. Här kan man diskutera i vilken mån Riksbanken på marginalen har bidragit till att vi verkligen har klarat målet på just 2 procent. Detta om måluppfyllelsen.

Om jag ska reflektera lite över den penningpolitiska redogörelsen för 2018 är min slutsats att det är en bra redogörelse. Vad lägger man i begreppet ”bra redogörelse”? Det är en bra genomgång av vad som har hänt när det gäller ekonomin och penningpolitiken under loppet av 2018. Den sammanfattar utvecklingen bra.

De fördjupningar som ska ge mer information om vilka utmaningar Riksbanken har stått och står inför handlar bland annat om inflation och inflationsmått, om kronan, vilket är ett uppenbart ämne, och om det utvecklingsarbete Riksbanken har genomfört. Det är väl beskrivna fördjupningsartiklar.

Något som också gör denna rapport bra är att man går in på olika policyfrågor som påverkar penningpolitiken. Man ger perspektiv på den expansiva politiken, och det bidrar till att vi kan få en fortsatt debatt om svensk penningpolitik.

Det är alltså överlag en bra rapport och redogörelse för penningpolitiken.

Jag saknar dock lite i denna rapport. Jag skulle vilja se mer av den kommunikativa utvärderingen av den penningpolitik som har genomförts under 2018. Man kan undra varför det är viktigt. Jo, penningpolitik handlar både om att kunna göra rätt analyser och fatta rätt beslut vad gäller räntan och om att kunna kommunicera och få ett brett stöd för den politik man genomför. Därför saknar jag en diskussion i den penningpolitiska redogörelsen för hur denna kommunikation har fungerat.

Man kan diskutera hur marknaden har tagit emot detta, det vill säga marknadsreaktionerna. Jag kommer strax tillbaka till det. Jag noterar att Riksbanken har justerat sin reaktionsfunktion under loppet av 2018. Under inledningen av 2018 har man ett mer kortsiktigt perspektiv. Det är dagens inflation eller de senaste två månadernas siffror för inflationen som är viktiga. Mot slutet av året, när man börjar förbereda för en höjning, lyfter man blicken, tittar framåt och diskuterar i termer av att om utvecklingen fortsätter så som man har tänkt sig kommer det gradvis att leda till ett stigande inflationstryck och därmed en måluppfyllelse. Det blir alltså ett skifte i reaktionsfunktionen. Jag hade gärna sett mer av en diskussion om varför man gjorde så.

När Riksbanken bestämmer sig för att höja räntan säger man att man är beredd att höja räntan i antingen december eller januari. Jag önskar att man hade satt ned foten tidigare och sagt att det blir i december, om man nu var så säker på den slutsatsen. I penningpolitiken finns det ingen finjusterande möjlighet att skjuta på ett räntebeslut i två månader. Det spelar egentligen ingen roll, så därför kunde man lika gärna ha minskat osäkerheten och sagt att höjningen skulle genomföras i december.

En ytterligare rörelse som skapade en viss osäkerhet var hur stort det första räntesteget skulle bli. Det var tal om att det skulle kunna bli mindre än 0,25 procentenheter. Jag har haft svårt att förstå varför man då skulle börja justera räntestegen, men det fanns en sådan diskussion innan Riksbanken satte ned foten och sa att det är normalt att justera räntan med en kvarts procentenhet.

Jag återkommer till detta med marknadsreaktionerna.

Min andra reflektion är att jag skulle vilja se mer omvärldsjämförelser. Som jag nämnde har vi sett att inflationen har stigit i omvärlden. Det spelar ju roll på vilket sätt Riksbanken med sin penningpolitik kan bidra till att måluppfyllelsen blir bättre.

Så till det tredje jag skulle vilja se mer av. De flesta länder har låga räntor i dag. Riksbanken har i dag en exceptionellt låg ränta, minusränta. Men den stora trenden är att man i penningpolitiken har gått mot mycket lägre räntor, och detta är viktigt att diskutera mer.

Detta är kopplat till min fjärde punkt om sådant jag skulle vilja se mer av från Riksbanken och i denna redogörelse, nämligen vad vi har för penningpolitiskt utrymme att kunna hantera nästa lågkonjunktur och hur verktygslådan ser ut. Får man bilden av att Riksbanken har gjort slut på sina verktyg kommer det att påverka möjligheten att uppfylla inflationsmålet på längre sikt. Denna diskussion är alltså viktig för att kunna uppfylla målet framöver.

I ett tal strax före jul diskuterade vice riksbankschef Per Jansson penningpolitik i sämre tider och hur verktygslådan ser ut. Men det skulle behövas mer av en sådan diskussion framöver, för den kommer att bli mer och mer viktig för att kunna klara av att upprätthålla inflationsmålet.

Låt mig stanna upp vid kommunikationen. Jag hade gärna sett att Riksbanken utvärderade sin kommunikation och genomslaget för penningpolitiken, exempelvis hur marknaden påverkades. Det handlar inte bara om att göra rätt analys och fatta rätt beslut. Det handlar också om att få detta brett förankrat i ekonomin och att kommunicera på ett bra sätt.

Man kan mäta effektiviteten i kommunikationen på lite olika sätt. Vi har valt att titta på genomslaget på den tvååriga statsobligationsräntan i termer av hur genomslaget har blivit i räntepunkter, eller hundraedels procentenheter. Vi har även tittat på genomslaget mot kronan. Vi har tittat på utvecklingen och försökt mäta överdagenrörelsen, intradagrörelsen, för både den tvååriga statsräntan och kronan, alltså hur mycket räntan respektive kronan har rört sig vid olika typer av händelser.

När det gäller den tvååriga statsräntan ser ni till vänster ett antal olika händelser, statistikhändelser och annat, och ni ser hur stor rörelsen har varit under dagen. Det här är sedan 2012, då Riksbanken annonserade sitt räntebesked. Medianvärdet är att räntan rör sig fem medianpunkter, alltså 5 hundraedels procentenheter. Det är ganska mycket om man jämför med andra typer av händelser. Det svarta längst ned visar när det inte kommer ut någonting. Räntan rör sig ändå, men när Riksbanken agerar blir det ungefär dubbelt upp mot hur räntorna brukar röra sig.

Vad gäller kronan har vi samma typ av händelser, och då brukar kronan röra sig med ungefär 10 öre, i detta fall mot euron. Det är också ungefär dubbelt så mycket som under en dag då det inte händer något.

Man kan undra om detta är önskvärt från Riksbanken eller om det är ett problem. Jag tror att det skapar osäkerhet och riskpremier. Man skulle behöva titta närmare på om detta är bra eller, som jag tror, dåligt för svensk finansiell marknad och svensk ekonomi.

För ungefär en vecka sedan fick vi det senaste räntebeskedet från Riksbanken, och det var egentligen inget undantag från dessa rörelser. Den tvååriga statsräntan rörde sig då sju räntepunkter, vilket är väldigt mycket i denna lågräntemiljö. Kronan tappade ungefär 15 öre mot euron.

Låt mig gå vidare och fokusera lite mer på kronan. Vi hade som sagt en stor rörelse för kronan så sent som i torsdags i förra veckan. På ungefär en vecka



har kronan tappat ytterligare 2 procent gentemot euron, så i dag kostar en euro ca 10,70.

Så här ser det ut. Ni har ju sett graferna. Det är kronan mätt i valutaindex, KIX, och när det är en rörelse uppåt är det en svagare krona.

Jag noterar att Riksbanken försöker påverka förväntningarna på marknaden. Som jag ser det använder sig Riksbanken av fyra verktyg. Det första är givetvis minsräntan. Det är ganska uppenbart hur den svenska minsräntan i relation till andra länders räntor påverkar kronan.

Det andra verktyget är statsobligationsköpen, som har varit väldigt omfattande. Köp av statsobligationer syftar till att förstärka bilden av att vi ska fortsätta med låga räntor länge. En del hävdar också att man genom att köpa statsobligationer kommer att öka den monetära basen och därmed förhoppningsvis penningmängden, vilket ska verka försvagande mot kronan. Jag har lite svårt att köpa det argumentet, men det finns de som tror på det sambandet.

Det tredje verktyget som Riksbanken har tagit till och som jag ser som ett kommunikativt verktyg är införandet av valutamandatet. Det infördes den 4 januari 2016 och löpte ut den 12 februari i år. Som jag uppfattar det var Riksbankens syfte med valutamandatet att skrämmas och säga att om kronan visar tendens att stärkas är vi beredda att börja sälja kronor för att försvaga växelkursen.

Detta mandat har getts till riksbankschefen och förste vice riksbankschefen eftersom man är rädd för att man inte ska hinna samla direktionen tillräckligt snabbt, och då är det upp till dessa två att gå händelserna i förväg och genomföra dessa valutainterventioner. Det är svårt att förstå detta, för det borde vara ganska enkelt för Riksbanken att extrainkalla direktionen om det skulle behövas.

Det är dock uppenbart att detta är ett verktyg för att kunna skrämman marknaden och visa att man inte vill ha en stark krona.

Det fjärde verktyget är så kallade verbala interventioner. Riksbanken har i olika pressmeddelanden, tal, kommentarer och intervjuer uttalat att man inte vill se en starkare krona eftersom det kan äventyra inflationsmålet.

Låt mig försöka beskriva hur jag tror att världen och marknaden tolkar Riksbanken med en principskiss över Riksbankens kronpolitik. Vi har VIX-index, och ju högre upp vi kommer, desto svagare blir kronan. Vi har haft en situation när kronan har varit svag, och då har Riksbanken inte sagt så mycket. Men så fort kronan har visat minsta tendens att stärkas har vi fått höra kommentaren att kronan inte får stärkas för mycket. Kronan har då tappat i värde. Vid nästa nya topp, alltså en svagare nivå för kronan, har kommentarerna från Riksbanken i princip uteblivit. Men vid minsta tendens till förstärkning är Riksbanken där igen och säger att kronan inte får stärkas. Så här har det pågått, och nu ligger det på ganska höga nivåer.

Att centralbanker kommenterar växelkursen är inte konstigt. Centralbanker gillar inte alltför mycket volatilitet. Detta har jag inga synpunkter på, men det som är mitt problem är asymmetrin i kommunikationen. Som jag försöker

beskriva med denna uppåtgående kurva: Så fort kronan tenderar att tappa i värde uteblir kommentarerna från Riksbanken, men så fort det blir en tendens till förstärkning är Riksbanken där och ger en kommentar. Det blir en asymmetri som jag tycker är olycklig och inte ligger inom Riksbankens ansvarsområde.

Apropå ansvarsområde: Vem har egentligen ansvar för valutapolitiken i Sverige eller den valutaregim vi ska ha? Jo, det är regeringen. När man har denna asymmetri i dessa kommentarer börjar man närma sig en typ av gråzon vad gäller hur Riksbanken hanterar kronan. Jag tycker att det är en gråzon vad gäller just valutapolitiken och ansvarsfördelningen.

Så här ser det ut om man tittar på Riksbankens kronprognoser. Detta är från den penningpolitiska redogörelsen för 2018. Ni ser Riksbankens prognosbana, och hela tiden har vi haft en högre startpunkt för kronan. Riksbanken säger att från dessa högre nivåer ska vi också räkna med att kronan kommer att stärkas framöver.

Om vi i dag tittar på var KIX-indexet ligger ser vi att det ligger på över 123. Vi ligger alltså ännu högre än vad vi ser på denna graf. Under 2018 har vi haft ständigt högre nivå för kronan, alltså svagare krona, och ständigt samma profil att kronan kommer att stärkas framöver.

Låt mig ta ett exempel på detta med kommunikation igen. Den 3 juli 2018 får vi ett räntebesked. Kronan har då under första halvåret 2018 tappat ungefär 5 procent i värde, återigen i effektiva termer. Vad händer då? Jo, Riksbanken går ut och säger att valutamandatet ska förlängas, vilket är ett sätt att visa att man verkligen inte vill ha en starkare krona. I sitt pressmeddelande säger Riksbanken att en alltför stor kronförstärkning skulle göra det svårare att stabilisera inflationen. Åter är man där och kommenterar och sätter ett golv för hur mycket kronan ska stärkas.

Det var ett exempel på hur Riksbanken har bedrivit valutapolitik under 2018.

I redogörelsen som Riksbanken har gjort är det intressant att läsa om just hur man hanterar kronan.

Den vänstra grafen visar procentuell förändring i kronans värde och förändringarna i importpriserna, och det är ganska uppenbart att när kronan tappar i värde stiger importpriserna. Den högra grafen visar åter kronans förändring men i genomslaget på inflationen. Då är det inte riktigt lika tydligt, och man kan konstatera att det krävs väldigt stora förändringar i kronans värde för att det ska få något genomslag på inflationen.

Denna fördjupning i Riksbankens redogörelse för penningpolitiken är väl läsvärd. Jag fastnade dock för en formulering som Riksbanken har i en av slutsatserna. I fördjupningsrutan säger man att sambandet mellan växelkursen och inflationen är mer komplicerat än vad man kan få intryck av vid en första anblick. Det är precis det som denna fördjupningsruta visar: Det är inte så enkelt att en svagare krona kommer att ge inflation, utan detta samband, denna transmission, är mycket mer osäker. Då kan man resa frågan varför Riksbanken har haft ett sådant enormt fokus på just växelkursen.

Min avslutande bild handlar om hur man från marknadens sida kan försöka förstå vad Riksbanken har gjort under 2018 men också några år tillbaka i tiden. Vi kan konstatera att Riksbanken säger att kronan i princip inte får förstärkas – jag har hårdragit detta lite grann – vilket vi kan läsa om i Riksbankens penningpolitiska rapporter, i intervjuer, i olika tal etcetera. Å andra sidan, enligt de prognoser som ni har i den penningpolitiska rapporten, sägs det att kronan kommer att stärkas framöver. Det skapar en mycket konstig situation när det gäller hur man ska förstå vad som kommer att hända.

Hur ska allmänheten förstå Riksbankens agerande? Min bild är att exportföretagen, som borde gynnas väldigt mycket av denna svaga krona, uttrycker en osäkerhet. Nu har vi en svag krona. Men nu säger Riksbanken att vi så småningom kommer att få se en starkare krona. Om Riksbanken är trovärdig finns det ingen anledning för våra exportföretag att dra igång stora investeringar eller nyanställa. Det blir ett för kortsiktigt agerande.

Många av våra importerande företag, detaljhandelsföretag, pressas i dag av högre importpriser. Det pågår en strukturomvandling, och det är svårt att höja priserna. I detta läge pressas dessa företag av de högre importkostnaderna.

Men om man nu tror på Riksbanken när Riksbanken säger att detta är tillfälligt så tar man inte risken att höja priserna om man då riskerar att förlora kunder. I stället tvingas man redovisa sämre lönsamhet och tvingas kanske skjuta på både investeringar och anställningar.

Jag tror att det som Riksbanken egentligen vill uppnå blir väldigt svårt med tanke på hur man har hanterat kronan, bland annat för att det finns en osäkerhet i transmissionen och hur Riksbankens olika verktyg påverkar kronan och sedan också inflationen. Dessutom får man inte heller det genomslag på ekonomin som man skulle vilja ha, det vill säga att vi får se att importerande företag vågar höja priserna och/eller att våra exporterande företag faktiskt vågar investera och nyanställa och därmed också dra upp svensk tillväxt.

Sedan kan man ställa sig frågan: Är detta en storm i ett vattenglas, och spelar den svaga kronan någon roll? Vi har hört att Riksbanken på olika sätt har kommenterat detta. Bland annat riksbankschefen har haft en debattartikel i Dagens Nyheter.

Det som jag hör när jag är ute och träffar företag, och jag träffar ganska många företag, är att det finns en oro för effektivitetsförluster, det vill säga att den svaga svenska kronan skyddar svensk exportindustri. Den dag när kronan så småningom förhoppningsvis ska stärkas kommer detta att innebära en utmaning för vår exportindustri.

Jag tycker att det är ganska uppenbart att detta urholkar köpkraften för hushållen, men inte så mycket som man skulle kunna tänka sig via stigande importpriser. Där har vi sett att det är svårt för företagen att höja importpriserna. Men om man ska använda sina pengar utanför Sveriges gränser är våra svenska kronor mindre värda i dag.

Sedan innebär denna konsekventa valutapolitik, att vi hela tiden har en svagare krona – denna asymmetriska valutapolitik från Riksbanken – att vi rear ut svenska tillgångar. Om Riksbanken hade gjort det under ett år – agerat

på detta sätt under 2018 – är det förmodligen en ganska kort tidsperiod. Men med tanke på att detta har pågått under ett antal år påverkar det också prislappen på svenska tillgångar.

Man ska inte heller glömma att den svenska kronan är en informationsbärare. Det är många som tittar på värdet av den svenska kronan. När man ser att kronan tappar i värde undrar man vad det egentligen är som händer i svensk ekonomi. Vad är det som går så dåligt? Har vi så stora risker? Har vi problem med konkurrenskraft etcetera? Detta kan då också innebära att vi får större riskpremier när utlandet eventuellt vill göra investeringar i Sverige.

Jag tycker alltså att Riksbanken i sina kommentarer faktiskt lite grann underskattar effekterna av att vi har en svag krona. När det gäller kommunikationen är det så uppenbart att man har påverkat och styr förväntningarna hos olika aktörer.

Jag ska sammanfatta i tre punkter. Jag tycker alltså att det är en bra redogörelse och att denna rapport, *Redogörelse för penningpolitiken 2018*, är bra och läsvärd. Om ni inte har läst den så måste ni läsa den, tycker jag. Men jag saknar analysen och utvärderingen av kommunikationen och marknadens reaktioner som skulle behövas. Sedan gäller det Riksbankens hantering av kronan under de senaste åren, och även under förra året. Det behövs mer analys och utvärdering av Riksbankens valutapolitik.

*Ordföranden:* Innan vi ger utskottets ledamöter möjlighet att ställa frågor ska Riksbankens direktion få kommentera de synpunkter som nu har framförts.

*Kerstin af Jochnick, Riksbanken:* Jag tackar Anna Seim och Robert Bergqvist för intressanta kommentarer. Jag uppfattar att de delar vår syn på att det har varit en god målpuppfyllelse i penningpolitiken för 2019. Men ni reser också många intressanta frågeställningar som vi självklart kommer att fortsätta diskutera under kommande år.

Efter den globala finansiella krisen 2008–2009 har det varit ett mycket speciellt läge, inte bara i Sverige utan också internationellt. De flesta centralbanker har bedrivit en mycket expansiv penningpolitik för att se till att vi får upp efterfrågan och för att se till att vi får tillbaka inflationen till 2 procent. Vi har haft globalt mycket låga räntor. Jag skulle därför vilja säga att vi har varit i ett unikt läge där det har krävts unika åtgärder. Det är därför som vi har haft minusränta i Sverige och fortfarande har det. Vi har också använt oss av obligationsköp i stor utsträckning, vilket också har nämnts tidigare.

Det är ganska naturligt i ett sådant läge att det också uppstår debatt om effektiviteten i penningpolitiken, om kommunikationen och om många andra frågor. Detta är svårt, och det är svårt för oss. Det är väldigt många bedömningar som behöver göras, och det kommer säkert att utredas väldigt mycket efteråt och längre fram om detta var rätt eller fel.

När jag nu lyssnade framför allt på Robert Bergqvist som talade om kronpolitik, uppfattade jag att han kanske hade velat ha en annan penningpolitik. Han drog inte den slutsatsen. Men jag tänker att det kanske är lite viktigt att gå tillbaka till de grundläggande frågorna. Varför har vi en inflationsmålspolitik, och vad är det som krävs för att det ska bli en bra politik från Riksbankens sida?

Då skulle jag vilja börja med de tre centrala frågeställningarna: Varför behövs det ett inflationsmål? Varför behöver målet vara omkring 2 procent? Och varför är förtroendet för inflationsmålet viktigt? Jag ska försöka gå igenom dessa tre frågor lite snabbt.

Jag tror att de flesta håller med om att det finns en samsyn om att inflationsmålspolitiken har varit bra. Vi införde inflationsmålet 1993. Ser man till utvecklingen och hur det var före 1993 vet vi alla att det var hög inflation och stor volatilitet i inflationen. Efter 1993 har vi haft en betydligt lugnare utveckling. Vi har haft en stabil inflation på lägre nivå, vi har också haft högre reallöneökningar och en högre tillväxt därefter. Syftet med inflationsmålet är, precis som har nämnts här tidigare, att det ska vara ett ankare i pris- och lönebildningen i ekonomin. Där har det fungerat väldigt väl och tjänat sitt syfte på ett väldigt bra sätt.

Det är viktigt att hushåll och företag i de ekonomiska beslut som de tar känner tillförlitlighet och förtroende för att inflationen kommer att ligga runt 2 procent. Det skapar helt enkelt goda ekonomiska förutsättningar för olika grupper i samhället.

Varför är då målet just 2 procent? Det är någonting som är omdiskuterat. Vi införde målet 1993. Då var det inte så många länder som hade inflationsmål. Men i dag har de flesta utvecklade länder ett inflationsmål runt 2 procent. Det finns argument både för att man skulle ha ett högre mål och för att man skulle ha ett lägre mål. Här i Sverige har diskussionen kanske handlat mer om varför vi inte har ett lite lägre mål. Det finns lite olika argument för detta. En del säger att globalisering och digitalisering dämpar inflationsutvecklingen och gör att det blir så svårt att få upp inflationen till 2 procent. Vi tror inte att det är ett bra argument. Vi ser andra länder som har fått upp inflationen till 2 procent, och de är lika mycket påverkade av globalisering och digitalisering som vi är. Vi ser också att den mycket expansiva penningpolitiken här i Sverige har tagit oss tillbaka till en inflation just runt 2 procent.

Riksbankschefen nämnde också argumentet att vi genom penningpolitiken skulle påverka skuldsättningen och utvecklingen på bostadsmarknaden. En del argumenterar för att om vi sänker inflationsmålet skulle det i sig kunna underlätta för att få en dämpning i skuldsättningen. Men inte heller det tycker vi är ett så bra argument. När det gäller både skuldsättning och bostadsmarknaden har vi strukturella problem. Dessa strukturella problem behöver mötas med åtgärder som är mer direkta, så att vi får en långsiktigt mer hållbar utveckling.

Skulle vi sänka inflationsmålet skulle också handlingsutrymmet minska för Riksbanken. Det skulle innebära att vi får lägre räntor, och kommer vi in i ett

sämre ekonomiskt läge skulle också handlingsutrymmet för oss minska. Det tycker inte vi är en god idé.

I akademiska kretsar talas det nog mer om att man skulle behöva ha ett högre inflationsmål. Tanken är just att lite inflation i ekonomin är som ett smörjmedel för ekonomin. Det underlättar relativprisförändringar, och det underlättar också när man anpassar reallönerna och reallöneutvecklingen i olika sektorer.

Detta tar mig till förtroendet för inflationsmålet. Detta är verkligen en central fråga och någonting som har varit väldigt viktigt för Riksbanken under de senaste åren när vi har bedrivit en mycket expansiv penningpolitik. Riksbanken brukar tala om att vi för en flexibel inflationsmålspolitik. Det innebär att vi också kan, om det är möjligt, ta hänsyn till andra faktorer än inflationen. Det är ändå så att prisstabilitet är det övergripande målet. Det är bara om vi har prisstabilitet, har en inflation på 2 procent och har förtroende för inflationsmålet som vi kan ta in annat än inflationen i våra diskussioner.

Om inflationsförväntningarna till exempel inte är förankrade runt 2 procent blir det väldigt svårt för Riksbanken att ta in andra frågor i sin diskussion. Att vi har fokuserat så mycket på inflationsmålet på 2 procent under senare år beror inte på att vi är så fokuserade vid siffran 2 procent utan det beror just på att vi vill ha tillbaka förtroendet för inflationsmålet och att det ska ligga runt de 2 procenten.

Jag ska säga följande när det gäller dessa tre frågor. Inflationsmålet är en viktig del. Det bidrar till stabilitet i svensk ekonomi, och det har tjänat Sverige väl sedan vi införde det. Att det ska vara 2 procent kan man diskutera. Men vi tycker att 2 procent har varit en lämplig siffra. Det är också någonting som har hjälpt till att stabilisera utvecklingen i svensk ekonomi.

Vår bedömning är att förtroendet är avgörande för att målet ska fungera som riktmärke just i pris- och löneförhandlingar. Det är därför viktigt att vi har förtroende för inflationsmålet brett i svensk ekonomi.

Utvecklingen 2014–2015 har nämnts här. Vi var i ett väldigt besvärligt läge då. Vi hade låg inflation – inflationen hade gått ned under flera år – och vi hade låga inflationsförväntningar. Förtroendet för målet var alltså väldigt lågt. Det gjorde att Riksbanken beslöt sig för att föra en mycket expansiv penningpolitik för att så snabbt som möjligt få upp inflationen till 2 procent och få tillbaka förtroendet.

Min bedömning är att om vi hade fört en mindre expansiv politik under denna period hade det varit svårare att få tillbaka inflationen till målet, och vi hade riskerat att få ett urholkat förtroende för målet. Det hade inte varit bra för svensk ekonomi.

Det för mig sedan in på diskussionen om kronan. Både riksbankschefen och Robert Bergqvist har talat om kronan och kronans utveckling, och ni känner sedan tidigare igen diagrammet som jag visar.

En kanal för penningpolitiken går via växelkursen. Det är vi väl medvetna om. Och en expansiv penningpolitik gör ofta att växelkursen försvagas. Det är

inte konstigt att expansiv politik har varit förknippad med en svagare växelkurs.

Men det är viktigt att vi inte har ett mål för växelkursen, utan målet för Riksbanken och penningpolitiken har hela tiden varit inflationsmålet och att se till att vi får ett gott förtroende för inflationsmålet på 2 procent.

Jag ska återgå till diskussionen om 2014 och 2015 och åren därefter. Robert Bergqvist tog upp att vi har haft valutainterventionsmandatet på plats. Jag skulle vilja säga att det var ett i det närmaste extremläge när detta valutainterventionsmandat infördes. Vi var då i ett läge när kronan hade stärkts under en längre tid och väldigt snabbt. Oron var då att om kronan fortsatte att stärkas på det sätt som den hade gjort riskerade vi att inte nå vårt inflationsmål. Vi riskerade också förtroendet för inflationsmålet. Därför infördes mandatet. Vi har hela tiden kommunicerat att vår bedömning vad gäller kronan är att kronan ska stärkas över tiden. Men vi vill inte se en alltför snabb förstärkning av kronan, för det skulle kunna innebära att vi inte får upp inflationen. Men det har hela tiden legat i korten att kronan kommer att stärkas och att vi ska kunna hantera det inom penningpolitikens ramar.

Sedan måste man självklart vara ärlig och säga att våra prognoser när det gäller kronan inte har fallit in. Som Robert Bergqvist visade har vi gjort bedömningen, och prognosen har visat att kronan bör stärkas men så har inte skett.

Nu är det inte bara penningpolitiken som påverkar kronan, utan det är väldigt många andra faktorer. Några har nämnts här tidigare. Men det är också synen på svensk ekonomi och synen på svenska banker och vad som har pågått här under det senaste året med penningtvätt. Det kan påverka. Det är också synen på svensk bostadsmarknad som vi också har misskött på olika sätt och där vi är beroende av omvärlden för finansieringen. Det kan också påverka kronan.

Man får alltså inte vara enögd när man tittar på detta, utan det är väldigt mycket som kommer in.

När det gäller påverkan på företagen av den låga kronkursen är det självklart, som Robert Bergqvist sa, att importföretagen påverkas. Men exportföretagen påverkas också, och exportföretagen går väldigt bra och redovisar ganska stora vinster.

Robert Bergqvist nämnde också effektivitetsförluster av att ha en lågt värderad krona. Detta är mycket svårt att mäta. Vad är effektivitetsförluster?

Vi är också mycket ute i landet, och vi träffar också många företagare. Min bild är ändå att företagen försöker rationalisera och vara konkurrenskraftiga. Vi känner nog inte att företagen lägger detta med effektivitet på hyllan bara för att kronan är lågt värderad.

Man kan också mäta produktivitet, och vi haft en låg produktivitet utveckling både i Sverige och i omvärlden under lång tid. Men ser vi just till 2018 var produktiviteten i Sverige bättre än i euroområdet, detta trots att kronan har försvagats mot euron.

Självklart får vi fortsätta att följa detta. Men det är inte självklart att dra slutsatser på det sätt som gjordes här tidigare.

Det leder mig till min sista bild om vad det betyder för Sverige att kronan har varit så lågt värderad. En del säger att vi alla nu har blivit fattigare. Är det på det sättet?

Bilden visar BNP per capita, och ni ser att Sverige är den mörkblå linjen. Mätt på detta sätt ser det ut på ett sådant sätt att vår ekonomi och tillväxten per capita har utvecklats relativt väl.

Man kan också titta på andra mått. OECD har mått för välstånd; man har en välståndsliga. Där har vi under de senaste tio åren legat mellan plats 8 och 12 på ett ganska stabilt sätt. Det finns också ett better life index som OECD publicerar. Där ligger Sverige bra till. Det är alltså olika sätt.

Slutligen vill jag också nämna att när det gäller den enskilda medborgaren handlar det väldigt mycket om att ha ett jobb. Det innebär välstånd, och i Sverige har vi i dagsläget historiskt hög sysselsättning. Penningpolitiken har bidragit till detta.

*Ordföranden:* Nu är det dags för ledamöterna att ställa frågor.

*Ingela Nylund Watz (S):* Jag vill börja med att tacka riksbankschefen för redogörelsen och Anna Seim och Robert Bergqvist för intressanta inlägg. Jag hade tänkt ställa lite frågor kring det som Riksbanken redogör för och som handlar om debatten på det penningpolitiska området. Men inspirerad av dagens inlägg kommer jag att ställa tre mycket korta frågor till riksbankschefen.

Den första inspirationen var det nya begreppet verbal intervention, som Robert Bergqvist använde. Jag skulle helt enkelt vilja fråga: Är det så att Riksbanken under den senaste tiden har ägnat sig åt verbal intervention när det handlar om kronkursens utveckling, och har penningpolitiken i så fall gjort svenskarna fattigare?

Den andra frågan är inspirerad av Anna Seim och handlar om lönebildningen. Om den fortsätter på denna låga nivå, hur bedömer Riksbanken då möjligheten att upprätthålla inflationsmålet?

Till sist en mycket kort fråga, också inspirerad av Anna Seim: När det gäller den stora balansräkningen i Riksbanken, ser Riksbanken några risker med den över huvud taget?

*Elisabeth Svantesson (M):* Det var en mycket bra redogörelse och bra föredragningar i dag. Jag tycker också att det är bra med fördjupningen om kronkursen, eftersom den är av stort intresse för många även utanför detta hus. Att kronan blir svagare påverkar svenskar på många olika sätt.

Även om vi är väl medvetna om att Riksbanken inte har ett växelkursmål finns ett klart samband mellan inflation och växelkurs.



I denna fördjupning konstaterar Riksbanken att kronan under förra året har varit svagare än sin långsiktiga nivå. Samtidigt skrevs bedömningen på lång sikt för kronkursen ned i den penningpolitiska redogörelsen i oktober.

Jag vill därför att någon av er ska få reflektera över detta. Ni säger att det är tillfälliga faktorer som har försvagat kronan. Samtidigt gör ni en annan bedömning av växelkursen på lång sikt. Hur ska jag förstå detta?

*Ordföranden:* Det var flera frågor till Stefan Ingves. Men jag ska passa på att be någon av dem som ändå har reserverat sig när det handlar om balansräkningen att också kommentera denna fråga.

*Stefan Ingves, Riksbanken:* När det gäller verbal intervention berättar vi alltid om växelkursen i den penningpolitiska rapporten. Men låt mig vara tydlig med en sak. Vi har under ett stort antal år sagt att det går bra för svensk ekonomi, och då finns det skäl att tro att växelkursen stärks. Det är så det brukar vara. Sedan har det av olika skäl inte blivit på detta sätt. Men när vi har sagt det som vi har sagt har vi också varit väldigt noga med att säga att det som är viktigt är inte det som Robert Bergqvist valde att säga, att kronan inte får stärkas. Han tog bara halva påståendet. Vi har sagt att kronan inte får stärkas för fort – ingenting annat. Man ska vara noga med orden i dessa sammanhang. Det stämmer helt och hållet med den prognos för kronkursen som vi har gjort gång på gång. Sedan kan man argumentera för och emot hur det kommer sig att kronkursen i slutändan har blivit en annan.

Det är svårt att veta vad man egentligen menar med begreppet verbal intervention. Men det är inte så att vi stiger upp varje morgon och har en synpunkt på kronkursen. Det tycker vi är ganska viktigt, eftersom vi har en rörlig växelkurs. Jag har gång på gång påpekat att det är på det sättet.

Om man ägnar sig åt verbala interventioner kommer man också förr eller senare till en punkt där man måste mena någonting med det som man säger. Det läget har vi inte i dagsläget – på det sättet var det helt annorlunda 2014, 2015, 2016 och 2017 – när vi sliter med inflationsförväntningar som är för låga och när vi ligger en bra bit under vårt inflationsmål på 2 procent.

Den andra frågan gällde lönebildningen. Det är en svår fråga som säkert kräver mycket analys, tankearbete och funderingar inte bara i Sverige utan också i många andra små och öppna ekonomier. Om man blickar något framåt och inte bara tittar på 2018 är vår slutsats ändå att det går att uppnå inflationsmålet på 2 procent, må vara att mekanismerna är något annorlunda än det sätt på vilket man har resonerat om detta tidigare.

Jag tror att det är lite viktigt att också ha i åtanke att det inte finns ett ett-till-ett-förhållande mellan löneutvecklingen och inflationstakten, utan allt möjligt sker. Då får man driva penningpolitiken därefter, så att det av andra skäl finns en tillräckligt stor efterfrågan i svensk ekonomi på ett sådant sätt att priserna stiger i alla fall.

Den sista frågan handlade om balansräkningen. Ibland föreställer sig många som diskuterar penningpolitik från ett teoretiskt perspektiv att det vore möjligt att genomföra penningpolitik enbart genom att prata, utan en balansräkning. Men då sätter man sig i ett läge där någon kan syna korten. Om någon synar korten var det bara luft. Där ska man inte sätta sig.

Det är detta som innebär att det på senare år i allra högsta grad varit rimligt – givet det ovanliga med minusränta – att också underbygga penningpolitiken med förhållandevis stora köp av statsobligationer, i varje fall i förhållande till storleken på statsskulden som är låg jämfört med hur det är i många andra ekonomier.

Detta innebär att det obligationsinnehav som vi har i dagsläget rimligtvis någon gång så sakta kommer att krympa. Men jag tror inte att det är särskilt lämpligt, om jag talar för mig och ingen annan, att återgå till noll innehav i statsobligationer som vi hade när denna period inleddes. Det innebär nämligen att än en gång vid något framtida tillfälle ska någon annan som sitter här när det blir dåliga tider slita med det rent tekniska: Hur gör man när det finns ett stort behov av att expandera Riksbankens balansräkning?

Visst finns det risker med allting. Det är ingen risk med att bara prata. Men i slutändan måste man också göra någonting med den balansräkning som vi har, därför att hela kvintessensen – hela innebörden – med en centralbank är att ha en balansräkning och att använda den vid behov – vid få tillfällen, men ändå vid några tillfällen då och då, använda den med kraft. Det är det som har skett på senare år därför att den allmänna ekonomiska utvecklingen blev sådan att det krävdes. Men det är rimligt att anta att balansräkningen kommer att krympa, men dock inte – om jag talar för mig själv – ned till noll när det gäller statsobligationsinnehav.

*Martin Flodén, Riksbanken:* Både Henry Ohlsson och jag reserverade oss mot detta beslut förra veckan när vi beslutade att köpa mer statsobligationer. Både Henry Ohlsson och jag reserverade oss även i december 2017 mot ett liknande beslut. Under 2018, som vi egentligen ska tala om i dag, har vi inte fattat några beslut om balansräkningen och statsobligationsköpen.

Henry Ohlsson och jag har haft lite olika motiveringar till våra reservationer. Detaljerna kring varför vi reserverade oss nu kommer ni att få se nästa vecka när protokollet från förra veckans möte publiceras. Men i stora drag kan jag säga att det handlar om bland annat behovet av att använda mer penningpolitik i detta läge och genomslaget av statsobligationsköp i det läge där svensk ekonomi befinner sig. Man får då väga de tänkbara positiva effekterna mot risker som också finns förknippade med obligationsköpen. När det gäller riskerna tänkte jag komma in på Anna Seims frågor angående balansräkningen. Det finns väldigt många intressanta och viktiga frågor när det gäller hur stor balansräkning man ska ha på sikt. Om man funderar på en centralbanks balansräkning kan man tänka sig att man på sikt vill ha en väldigt minimalistisk balansräkning, som vissa centralbanker hade före finanskrisen.

Då styrs de tillgångar man har av centralbankens skulder. Skuldsidan på balansräkningen är efterfrågan på kontanter i landet och hur mycket eget kapital centralbanken har.

Hur mycket eget kapital en centralbank har varierar också beroende på hur stora risker centralbanken är beredd att ta och hur finansiellt självständig man vill att en centralbank ska vara. Det finns länder där centralbanken inte har något eget kapital egentligen, men då är den också väldigt beroende av möjlig finansiering från sitt finansdepartement. För att ha en självständig centralbank behöver den ha ett finansiellt oberoende och ett visst eget kapital.

I Sverige däremot är det inte så stor efterfrågan på kontanter. Man kan tänka sig att vi skulle kunna ha en ganska liten balansräkning, och då är frågan om man skulle placera de tillgångar man ska ha i guld, utländska statsobligationer eller svenska statsobligationer. Där är svaret inte helt självklart.

Sedan tror jag, precis som Stefan Ingves sa alldeles nyligen, att det inte är dit vi kommer att röra oss på sikt i svensk ekonomi. Vi har ju sett, av lite olika anledningar, efter och under finanskrisen, att det har funnits ett behov av att centralbanker använder sin balansräkning för att tillföra likviditet på olika sätt till marknaden, och kanske för att omvandla marknadsrisk till statlig risk och minska olika problem på marknaderna.

Det har fungerat bra i många episoder. Jag tror inte att vi i Sverige, eller de flesta andra centralbankerna heller, kommer att sträva efter att gå tillbaka till en väldigt liten balansräkning. Trots att jag har reserverat mig mot de senaste stegen i obligationsköpsprogrammen ser jag, precis som Stefan, en annan balansräkning framöver.

Ytterligare en aspekt när det gäller balansräkningen handlar om hur man vill implementera penningpolitiken och det penningpolitiska styrsystemet som kan ställa olika krav på hur mycket likviditet det ska finnas i banksystemet och som också kan leda till att man vill ha en större balansräkning. Det är frågor som vi och andra centralbanker funderar ganska mycket på just nu men där vi, inte än så länge i alla fall, har landat i en slutsats.

*Robert Bergqvist, SEB:* Jag ska ge en kommentar på det som riksbankschefen sa vad gäller mina citat i presentationen. Jag vill bara understryka att på sidan 7 har jag ett direktcitat som återger exakt vad Riksbanken sa i juli förra året vad gäller kronan. I bilden som var innan, på sidan 6, handlar det mer om principskissen, det vill säga hur man kan uppfatta Riksbankens hantering av kronan.

Jag fastnade i det här med kronan, och när det gäller valutamandatet sa Kerstin att när det här infördes var det ett exceptionellt läge vad gällde både inflationen och inflationsförväntningarna. Men det här förlängdes så sent som i juli förra året. Hade vi verkligen då fortfarande ett exceptionellt läge?

*Dennis Dioukarev (SD):* Som det har konstaterats här i dag och i många andra sammanhang kommer vår omvärld att påverka oss mer än vad vi påverkar vår

omvärld. Globaliseringen i termer av en alltmer integrerad värld med digitalisering, internationell konkurrens, billigare jobb i Kina samt andra centralbankers beslut är alla faktorer som försvårar Riksbankens möjlighet att påverka inflationen.

Men många skulle nog ändå säga att ambitionen att försvara förtroendet för målet har demonstrerats väl genom den procykliska penningpolitik som har bedrivits. Om man kollar tillbaka på 2018, åren innan och i dag har inflationen och förväntningarna etablerats runt 2 procent och fluktuerat däromkring. Till det har det införts ett variationsband, och sedan dess införande har inflationen legat inom intervallet.

Sammantaget kan man väl säga att trots att måluppfyllelsen inte är fullt uppnådd, i alla fall inte med kirurgisk precision, tycks den ändå vara relativt tillfredsställande.

Min fråga är: Hur tänker sig Riksbanken att förutsättningarna hypotetiskt skulle ha behövt se ut för att vara sådana att man hade kunnat höja räntan i enlighet med någon av de tidigare räntebanorna?

*Emil Källström (C):* Min fråga riktar sig framför allt till opponenterna och är på temat som var en del av både riksbankschefens och opponenternas presentationer, nämligen jämförelsen med andra liknande ekonomier som den svenska med en inflationsmålsregim och med de karakteristika som präglar Sveriges ekonomi.

Ser ni några delar i de övriga ländernas penningpolitik de senaste åren – och då talar jag inte om utfall, för sådant kan ju skifta, utan snarare om vägval och beslut – där de skiljer sig åt mot Sverige och där ni anser att de andra ländernas centralbanker gjort klokare vägval eller att det åtminstone finns substantiella skillnader?

*Robert Bergqvist, SEB:* När man tittar på global penningpolitik i dag är det ganska uppenbart att det händer väldigt stora saker och de flesta länder har låga räntor. Det tror jag att man ska ha med sig om man tittar på, diskuterar och kanske också kritiserar Riksbanken för låga räntor.

Det finns några centralbanker som också har tagit steget och infört minusränta. Men det som gör att Sverige ändå sticker ut i jämförelse med många andra länder tror jag är det som vi har varit inne på med hushållens skuldsättning och hur man ska väga in det i de penningpolitiska besluten. Vi har vår granne Norge där den norska centralbanken faktiskt väljer att i lite större utsträckning beakta den finansiella stabiliteten när man sätter räntan. Det gör inte Riksbanken på samma sätt.

Sedan tror jag också att det som sticker ut, som jag upplever det, är det här med kronan – nu är jag där igen – och det sätt som Riksbanken hanterar detta. Det är ändå ett sätt som man försöker påverka förväntningarna med. Olika aktörer ute i samhället tolkar Riksbanken på ett speciellt sätt, vilket medverkar

till att göra kronan svagare. Där tycker jag att Riksbanken sticker ut, alltså just när det gäller hanteringen av växelkursen.

*Anna Seim, Stockholms universitet:* Jag kan kort säga att vi har sett liknande situationer i andra länder. Jag visade en graf över hushållens skuldsättning och att den har varit hög i många andra inflationsländer också. Precis som vi har varit inne på tidigare i dag har det krävts en räntepolitik med extremt låg ränta i många länder. Många andra länder har också inflationsmål runt 2 procent, så det är svårt för oss att avvika från räntorna i andra länder utan att kronkursen försvagas.

Jag tycker inte att Riksbanken sticker ut i någon negativ bemärkelse. Jag tycker inte att man hade kunnat göra någonting annorlunda egentligen. Det enda jag var inne på lite var att jag tycker att man hade kunnat höja räntan lite tidigare, runt 2017, för då låg inflationen runt 2 procent. Det är den enda nyansen. I övrigt tycker jag att man har gjort helt rätt i att kommunicera att man har ett inflationsmål som man prioriterar och som man ska uppnå.

*Per Jansson, Riksbanken:* När det gäller frågan om att höja räntan tidigare – Anna var inne på det i presentationen, och Dennis Dioukarev pratade också om det – går det inte med visshet att säga om det hade gått. Det är ett kontrafaktiskt scenario, som ekonomerna kallar det, som vi inte har genomlevt och därför inte kan veta något om. Men det står rimligen rätt klart att skulle man ha gjort det hade situationen med inflationen blivit ännu sämre än vad den har varit.

Som Stefan och andra visade har vi fortfarande problem med inflationstrycket. Räknar man bort energipriser ligger inflationen i alla fall inte på en imponerande nivå. Det har förbättrats, men det är inte problemfritt, tror jag man kan säga. Så har situationen sett ut under ett antal år, och så ser den ut även nu.

Hade vi höjt räntan tidigare skulle vi naturligtvis ha löpt risken att själva trycka ned inflationen och i ett dåligt scenario också få negativa effekter på inflationsförväntningarna. Nu har de glidit ned lite grann – ingenting jättedramatiskt som man behöver hetsa upp sig över, men det illustrerar ändå att när inflationen rör på sig tenderar förväntningarna att följa med, och även förväntningarna längre ut, alltså de femåriga, tenderar att uppvisa en ganska stor känslighet för inflationsvariationer.

Just det där har varit ett stort tema i centralbanksvärlden efter många år med låg inflation. Det har byggts in något slags misstroende gällande att centralbankerna inte riktigt fixar det här på det sättet man trodde. Man pratar om att det kan vara överkänslighet i förväntningarna, även i de långsiktiga, och att de snabbt kan ramla ned igen ifall någonting blir sämre. Det är en diskussion att ha med sig.

Tittar vi specifikt på Sverige är det *en* sak att man i enkäter tror på en inflation på 2 procent. Men vad i övrigt ser vi för tecken på att det nominella

ankaret fungerar i ekonomin? Där jag skulle titta först är lönebildningen. Där har många varit inne på att svenska löner förvånar. De växer inte på det sätt som de borde med hänsyn till konjunkturläge och med hänsyn till vad inflationen numera är.

Det kan vara så att i lönebildning finns det fortfarande något slags misstro om att det här inte kommer att ordna sig och man inte vågar tro på 2 procent. Är man då för tidigt ute med räntehöjningarna kan man förvärra hela problematiken. Det tycker jag också måste vägas in.

Sedan måste vi blicka framåt. Vi har ju en otroligt knepig omvärld att navigera oss genom. Vi ser också att andra centralbanker är försiktiga i den här miljön. Tar man ett felsteg och agerar för tidigt kan det bli väldigt kostsamt. Skannar man bara över de utmaningar och risker som man ser känns det, i alla fall för mig, som att i princip alla pekar åt ett håll, och det är att det blir sämre och inte att det blir bättre.

Det talar också för att vara väldigt försiktig nu när man ska gå in och försöka normalisera penningpolitiken. Det finns inget skäl för oss att sitta och vänta extra länge i onödan. Om vi gör bedömningen att det går att höja räntan gör vi ju det.

*Cecilia Skingsley, Riksbanken:* Jag börjar med att svara Elisabeth Svantesson – hon verkar inte vara kvar, men det kanske går att framföra svar till henne i alla fall – som ställde en intressant fråga om hur man får ihop vår uppskattning om den långsiktiga växelkursen från förra året, en fördjupning där, samtidigt som det nog kortsiktigt har sjunkit också. Hur får man ihop det här?

Vi gör återkommande bedömningar av vad som är den sannolika, reala, långsiktiga växelkursen. Där tar man in faktorer som tillväxtförutsättningar relativt omvärlden, och då kan man konstatera att vi när det gäller produktivitet, demografi och en del andra faktorer inte kommer att ha riktigt lika goda förutsättningar jämfört med omvärlden som vi trodde för ett par år sedan. Det där kan man läsa mer om. Vi ligger ungefär, enligt våra bedömningar för den långsiktiga, reala växelkursen, där Internationella valutafonden och andra internationella bedömare ligger.

När det gäller på kort sikt och den kronförsvagning som vi har sett de senaste månaderna skulle jag säga att det är marknaden som har förändrat sin syn på det globala konjunkturförloppet och framför allt skrivit ned sina förväntningar. Det brukar ge en extra kronförsvagning, eller växelkursförsvagning generellt, på små öppna ekonomier.

Sedan är frågan, som Robert Bergqvist tar upp, och den har varit uppe tidigare också från vår sida, om vi har ett ansvar för omvandlingstryck i Sverige. Mitt svar är nej. Det står för det första inte i vårt uppdrag att vi ska upprätthålla något särskilt omvandlingstryck på det svenska näringslivet. Det är inte uppenbart hur man mäter omvandlingstryck heller, så det vore ett väldigt svårt policyuppdrag för oss om man skulle önska så.

Sedan finns det en klar motsättning här, för det kan inte både vara så att näringslivet säger att de tar det lite lugnare för att de får så mycket kroneffekter i vinsterna samtidigt som de säger att de inte kan höja priserna för att det är så stor konkurrens. Båda sakerna kan inte gälla samtidigt. Det bestämda intryck som vi har är just att omvandlingstrycket är väldigt högt och att kronan inte ger så stor effekt. Det visar också de företagsintervjuer som vi systematiskt gör ett par gånger om året.

Rea på tillgångar, sägs det vidare. Det är inte förenligt med vårt penningpolitiska uppdrag som vi har fått från er genom lagstiftningen att upprätthålla vissa priser på kommersiella fastigheter i Stockholm eller något liknande. Att det skulle finnas en stukad informationsbärare i den svenska kronan har jag heller inte sett något datastöd för. Jag tror att betydelsen av penningpolitiken faktiskt har stimulerat resursutnyttjandet, och vad det har givit i form av högre investeringsplaner och högre konsumtionsplaner framåt är en mycket viktigare faktor.

När det gäller om omvärlden undrar över kronan tror jag att det finns större problem som omvärlden undrar över. Kronrörelsen är en ganska isolerad företeelse när det gäller finansmarknaderna i Sverige. Vi ser exempelvis inte några högre riskpremier på den svenska räntemarknaden som talar för att omvärlden är vare sig förundrad eller oroad över den svenska ekonomin.

*Henry Ohlsson, Riksbanken:* Det här handlar om vad som hände under 2018 i penningpolitiken. Jag tycker inte som Per. Min analys och bedömning under 2018 har varit annorlunda än Pers.

I början av 2018 när jag satte mig ned och tittade på den information och de prognoser som fanns för tiden framöver kom jag fram till att jag tyckte, vid det penningpolitiska mötet februari, att vi borde höja reporäntan med 0,25 procentenheter. Det tyckte jag under hela 2018 vid varje penningpolitiskt möte. Jag ändrade inte analysen någon gång under det året.

Vid decembermötet 2018 var jag väldigt nöjd, för då kom räntehöjningen. Jag tyckte att det var hög tid att höja reporäntan vid det tillfället. Mina bevekelsegrunder för det här handlar om att måluppfyllelsen vad gäller inflationen var god och hade varit det under hela 2017. När det gällde inflationsförväntningarna hade de under väldigt lång tid också legat på målet – det gällde aktörer på penningmarknaderna men också arbetsmarknadens parter. Minus ½ procent i policyränta är väldigt, väldigt lågt.

I de flesta penningpolitiska rapporter finns en diskussion om negativa sidoeffekter av att ha så låga räntor. Givet den situation som rådde med fördelar och nackdelar tyckte jag alltså under hela 2018 att vi borde höja reporäntan.

Den här övertygelsen bär också över till köp av statsobligationer. Det är ju ett annat sätt att göra penningpolitiken mer expansiv. Jag tyckte under hela året att penningpolitiken borde bli lite mindre expansiv.

Det är väldigt konstigt att bli betraktad som åtstramare när man pläderar för en reporänta på minus 0,25 procent.

När det gäller lönebildningen vill jag säga att min syn är följande. Vi har en arbetsfördelning i svensk ekonomisk politik. Det är Riksbanken som sköter penningpolitiken och har att uppnå inflationsmålet. Det är arbetsmarknadens parter som har att förhandla löner. Vi är ömsesidigt beroende av varandra. Parterna tittar på vad vi gör vad gäller penningpolitiken, och vi tittar på vad parterna kommer fram till när det gäller att göra prognoser och bedömningar. Men jag tror att det är väldigt viktigt att hela tiden ha klart för sig att var och en har sitt eget ansvar.

*Ida Gabrielsson (V):* Tack så mycket för intressanta dragningar! Det är premiär för mig här. Jag har inte haft möjlighet att ställa frågor tidigare. Jag är dock en av de 82 som i efterhand kollade på webb-tv på förra årets utfrågning, och jag hoppas att det bidrar till att jag inte skämmer ut mig här.

Nu har vi fått höra en del om det här med uteblivna löneökningar kopplat till att uppnå inflationsmålet. Jag har redan fått en del svar på det, men jag skulle ändå vilja fråga om man ska se det som att det är saker som ligger utanför Riksbankens och den expansiva penningpolitikens område som orsakar den uteblivna löneökningen – sådant som Anna Seim lyfte fram gällande fackföreningsrörelser och annat.

Jag tänker också att det som man i rapporten bedömer som den största risken för den svenska ekonomin, alltså hushållens skuldsättning kopplad till bostadsmarknaden, också är sådant som anförs ligga utanför penningpolitikens eller Riksbankens kontroll och uppdrag. Vi kan jämföra med Tyskland där man trots liknande expansiv politik har haft helt andra bopriser och en annan skuldsättning i en liknande ekonomi.

Då undrar jag: Ska man anse att andra faktorer är orsakerna till uteblivna löneökningar? Och är det också den här biten, minskad produktivitet, som företagen anger i fördjupningen som är det som i stället har stått för kostnadsökningarna när det inte har handlat om löneökningar? Vad beror det på att man har sett en försvagning i produktiviteten?

*Jakob Forssmed (KD):* Jag har två frågor. Nu är det visserligen 2018 som vi tittar på i den här utfrågningen, men jag har ändå frågor som är något mer framåtblickande.

En del av oss tror jag hajade till för ett par veckor sedan när tremånadersräntan i USA var dyrare än tioårsräntan. Det där har hänt vid några tillfällen tidigare i historien, och det har inte bådats gott vad gäller konjunkturutvecklingen. Det handlar väl lite grann om det som Anna Seim var inne på om vad kostnaden för de sista tiondelarna är och vad vi har för möjligheter framöver när det gäller penningpolitiken och de mekanismer som ändå fungerar lite sämre när räntan ligger under noll.

En reflektion kring hur Riksbanken nu ser på de ekonomiska utsikterna framöver undrar jag om vi kan få höra. Är vi på väg mot en recession? Hur ser



det ut givet vad som har hänt på räntemarknaden den senaste månaden? Det skulle jag gärna vilja höra några ord om.

Den andra frågan handlar om lönebildningen. Om man får tro opponenterna här ägnar sig Riksbanken för mycket åt valutakursens påverkan på inflationen och kanske något för lite åt lönebildningens påverkan på inflationen.

För några år sedan var det en rätt stor diskussion när Riksbanken uppfattades försöka *prata* upp lönerna, om ni minns. Det var alla fall en diskussion om huruvida det var så eller inte. Men min fråga gäller egentligen om Riksbanken har några synpunkter strukturellt, alltså inte på lönenivåerna, på hur lönerna sätts. Hur ser man på det som Anna Seim tog upp här med märket? Hur ser man på stora centrala avtal och så i förhållande till lönebildningen? Jag skulle vilja höra några ord om det strukturella och inte om nivån på löneökningarna.

*Ordföranden:* Det var den sista frågeställaren, och därmed går vi över till den sista omgången svar också.

*Cecilia Skingsley, Riksbanken:* Jag vill svara på Ida Gabrielssons reflektioner och frågor om de uteblivna löneökningarna – hur det kommer sig och vad man kan göra med det.

Jag tror att man kan komma ihåg att det ganska mycket är ett västfenomen. Det är inte isolerat till Sverige att efter den globala finanskrisens värsta år från 2008 och framåt har löneökningarna i princip i hela västvärlden varit väldigt låga. Man kan konstatera efter några års forskning kring det här att utväxlingen mellan resursutnyttjandet å ena sidan och löneökningstakten å andra sidan förefaller ha blivit svagare. Sedan finns en diskussion i akademiska kretsar och centralt som handlar om huruvida det här är tillfälligt, bara en fördröjning eller om vi har gått in i en helt ny värld.

Vi är av uppfattningen – eller i alla fall jag, jag får tala för mig själv – att sambandet fortfarande finns. Vi har skrivit om det här – om Phillipskurvesambandet och liknande fördjupningar. Har du ett högt resursutnyttjande i ekonomin slår det igenom i löneökningar, men det kanske dröjer och blir lite svagare än tidigare.

Det har varit lite speciella år, minst sagt. Produktiviteten har varit låg, och det har varit en lång period med väldigt hög arbetslöshet. Då kan man förstå att löntagarna är försiktiga med att begära höga löner och att lönesättarna har varit försiktiga – just för att produktiviteten är låg.

Sedan brukar digitalisering nämnas i Sverige som en viktig förklaring till varför vi skulle vara särskilt obenägna att höja lönerna i det här landet. Jag höll ett tal om det här för ett par veckor sedan. Inför det gick jag bland annat igenom de företagsintervjuer som vi gör på Riksbanken och jämförde med liknande företagsintervjuer som andra centralbanker gör med sina företag. Man kunde konstatera av det materialet att svenska företag generellt sett tror på mycket större prispressoeffekter av digitalisering och också sysselsättningsdämpande

effekter av digitaliseringen jämfört med företag i andra länder. Bland svenska företag är det särskilt tydligt hos tjänsteföretag och detaljhandel jämfört med industriföretag.

Jag är inte övertygad om att vi i Sverige är så annorlunda jämfört med andra länder. Det är ungefär samma teknologiska skifte som sker, och vi är inte särskilt mycket snabbare än andra på att anamma den nya tekniken. Jag tror att det här är en ganska hemsnickrad debatt som vi håller på med i Sverige. En av mina poänger i talet som jag höll var att tona ned att vi skulle vara så annorlunda och också att det bästa vi kan göra från penningpolitikens sida är att hålla stabila inflationsförväntningar när man ändå ska ta sig igenom de här pris- och produktionseffekterna som tekniken för med sig.

*Anna Seim, Stockholms universitet:* Jag tänkte kommentera det här med lönerna och vilka faktorer som har påverkat. Det tråkiga akademikersvaret är att det är många olika faktorer som har påverkat det. Jag tror personligen att det bästa Riksbanken kan göra är att styra mot ett inflationsmål så att inflationsförväntningarna etableras runt 2 procent. Det borgar för en sund lönebildning, ett bra lönetryck i ekonomin, som ändå kan ge reallöneökningar och därmed förbättra levnadsstandarden. Jag tror att det absolut bästa Riksbanken kan göra är att upprätthålla inflationsmålet.

Det kom upp en fråga här om man sneglar för mycket på växelkursen och för lite på lönebildningen och så vidare, men jag tror att realiteten är att man ska fortsätta precis som man har gjort, kommunicera och upprätthålla inflationsmålet som är överordnat. Då kommer det att bli ett bra löneutfall på arbetsmarknaden, tänker jag.

*Henry Ohlsson, Riksbanken:* Jag skulle vilja svara Jakob Forssmed. Det gäller strukturen och organisationen av lönebildningen, inte utfallet.

Från Riksbankens utgångspunkt måste vi ta den struktur och de institutioner som finns som givna. De finns där och vi får agera utifrån dem.

Jag har några personliga reflektioner som vi inte nödvändigtvis har talat om i direktionen.

Sverige genomgick under 90-talet väldigt omfattande och stora institutionella förändringar som ett resultat av 90-talskrisen. Vi fick en oberoende riksbank, en rörlig växelkurs och inflationsmål. Vi fick ett finanspolitiskt ramverk och balanskrav för kommunerna. Men ytterligare ett element var att vi fick industriavtalet och nya institutioner för lönebildning. Alla de här bitarna passar ihop tillsammans och har skapat det Sverige som vi har sett under de senaste decennierna.

Jag tror inte att de som slöt industriavtalet satte sig ned och pratade med varandra och sa att de skulle plocka fram teorier för fasta växelkurser och komma på ett lönebildningssystem. De pratade med varandra om att hitta ett sätt så att konkurrenskraft och köpkraft kunde ökas och om att hitta institutioner för att få detta att verka. De visste mycket väl att vi hade en rörlig

växelkurs. En variant var att tänka sig att om vi gör fel får växelkursen rätta till det hela. En annan variant var att säga: Vi får göra rätt på en gång – växelkursen är alldeles för osäker för att reparera eventuella fel som vi gör.

Jag tror personligen att andra institutioner för lönebildningen skulle ha lett till en mycket skakigare lönebildning. En sak som jag tror att vi har haft väldigt lätt att glömma bort under de senaste decennierna är att vi i princip har haft arbetsfred i Sverige. Parterna har kommit fram till avtal. De har gjort det väldigt snabbt, och vi har haft arbetsfred och ekonomin har kunnat utvecklas. Jag tror att det skulle ha varit en farlig väg med mer decentraliserade förhandlingar. Jag tror att det skulle ha funnits en mycket större risk för konflikter på arbetsmarknaden, och då hade vi fått helt andra BNP-prognoser.

Institutioner lever inte för evigt – inte någon av de institutioner som jag räknade upp här. Men de bitar som har funnits i pusslet har gagnat Sverige, och jag tror att inom överskådlig tid kommer de att fortsätta att göra det.

*Ordföranden:* Tack så mycket! Då får Stefan Ingves avsluta.

*Stefan Ingves, Riksbanken:* Med referens till de frågor som har ställts och frågan om hushållens skulder finns det en liknande bild i ett antal andra länder, som Anna Seim har visat. Vi brukar säga att det är svårt för oss med de verktyg som vi har att skapa en ränta för företagssektorn och en helt annan, högre, ränta för hushållen. Med det monetära system som vi har har vi helt enkelt inte verktygen för att åstadkomma det. Då behöver någon annan ta sig an den uppgiften. Det finns några olika områden som man kan göra det på. Ett exempel är att använda finanspolitiken genom att hantera det via fastighetsskatten eller ändra ränteavdragen. Båda innebär ju att det blir dyrare att bo, och då lånar man inte lika mycket som annars.

När det gäller frågan om hur löner sätts har Henry Ohlsson redan kommenterat det. En del av vårt arbete är att förstå de processerna, men det är *inte* en del av vårt arbete att ha synpunkter på de processerna. Det sköts av andra. Vi har det inflationsmål som vi har, och det gäller den allmänna ekonomiska utvecklingen och inte synpunkten på lönesättning som sådan.

När det gäller Jakob Forssmeds fråga om vart vi är på väg resonerade vi om det för en vecka sedan när vi resonerade om penningpolitiken. Vår bedömning är att det allmänt sett råder goda tider på många olika håll i svensk ekonomi under överblickbar tid, så också i olika delar av världsekonomin. Samtidigt kommer vi aldrig ifrån att i en liten öppen ekonomi som den svenska finns det ändå alltid något att oroa sig för inför framtiden. Men oaktat det tror vi ändå att vi i stora drag också kommer att uppnå vårt inflationsmål under kommande år.

*Ordföranden:* Ett stort tack till samtliga ledamöter i direktionen och våra inbjudna opponenter Anna Seim och Robert Bergqvist för dagens utfrågning! Jag tror att vi har fått med oss väldigt mycket till det fortsatta arbetet. Därmed är utfrågningen slut för den här gången.

BILAGA 2

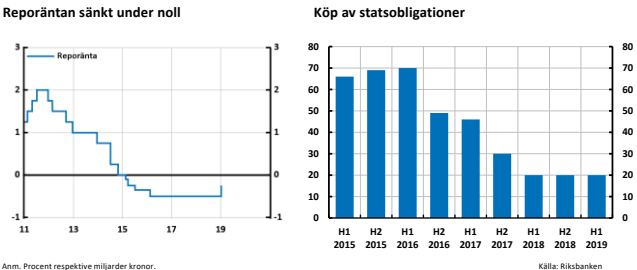
# Bilder från utfrågningen

## Bilder som visades av Stefan Ingves



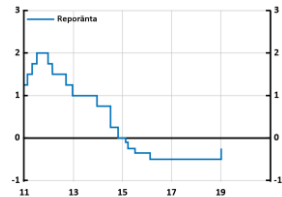


Stefan Ingves  
Riksbankschef



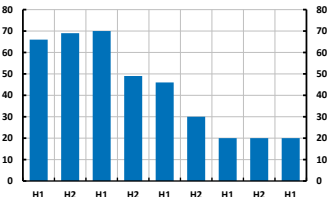
### För att värna förtroendet för inflationsmålet

**Reporäntan sänkt under noll**



Anm. Procent respektive miljarder kronor.

**Köp av statsobligationer**

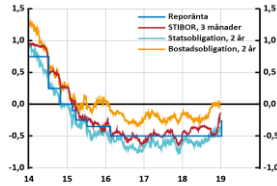


Källa: Riksbanken

## Ovanlig penningpolitik har haft effekt



- Fullt genomslag på marknadsräntor
- Inlåningsräntor nära noll
- Utlåningsräntor har följt repo-räntan med viss eftersläpning

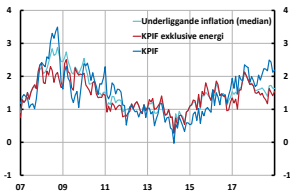


Anm. Procent. Räntan på stats- och bostadsobligationer avser implikerad nollkuponsränta. Källa: Riksbanken

## God målpuppfyllelse 2017–2018

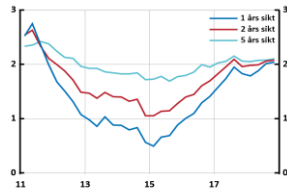


Inflationen kring 2 procent...

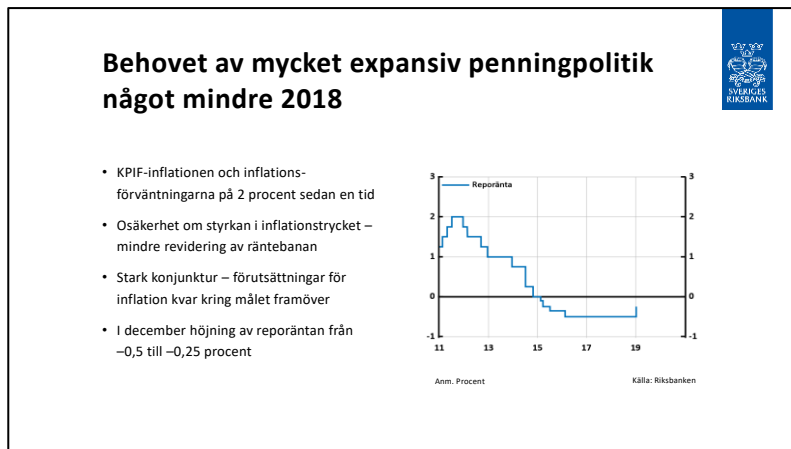
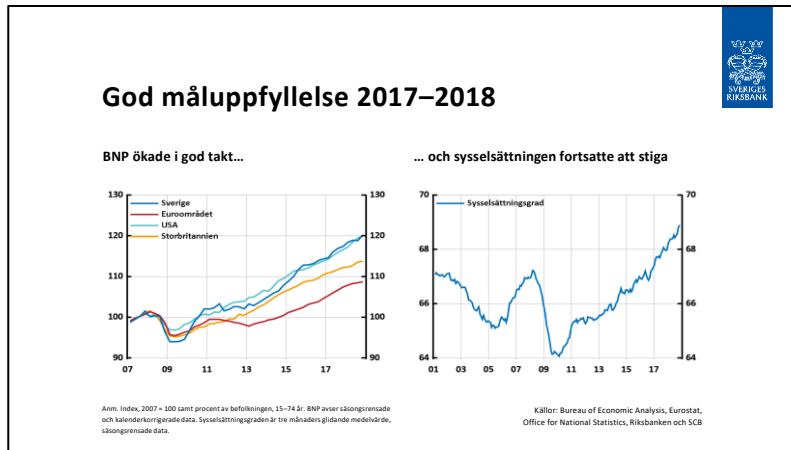


Anm. Årlig procentuell förändring respektive procent, medelvärde. Underliggande inflation avser medianen för ett antal mått på underliggande inflation. Inflationförväntningarna avser inflationen mått med KPI. Tillrägga aktörer är arbetsmarknadsparter, löstpschefer och penningmarknadsaktörer.

... liksom inflationsförväntningarna



Källor: SCB, Riksbanken samt Kantar Sifo Prospera



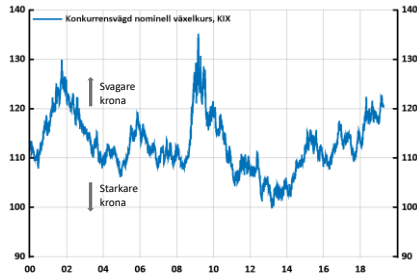
## Den ekonomiska utvecklingen ungefär som de prognoser Riksbanken gjorde 2016–2017



- Reporäntan har följt prognoserna relativt nära sedan slutet på 2016
- KPIF-inflationen och konjunkturen i stort har varit i linje med prognoserna
- Kronan har blivit svagare än väntat

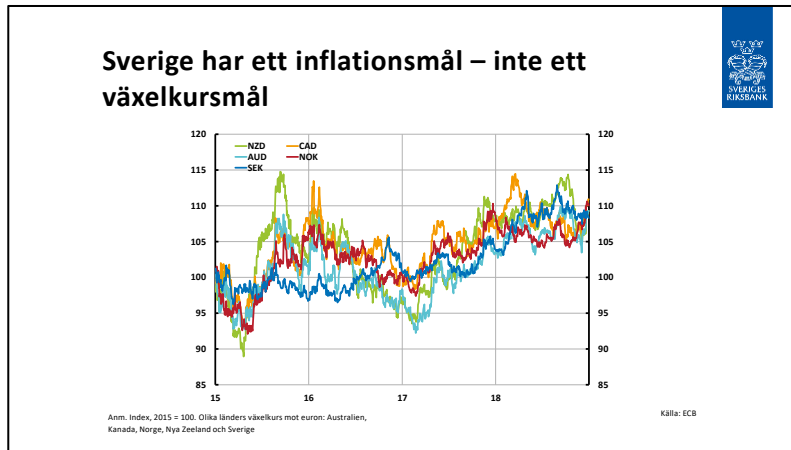


## Sverige har ett inflationsmål – inte ett växelkursmål



Anm. Index, 1992-11-18 = 100. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt av kronans växelkurs mot valutor i de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella Källor och Riksbanken



## Effekter på andra områden av den expansiva penningpolitiken?

- Hushållens skuldsättning
  - Strukturella åtgärder nödvändiga för ökad motståndskraft och minskade risker
- Inkomst- och förmögenhetsfördelningen
  - Motverkande effekter via högre sysselsättning och stigande tillgångspriser
- Arbetsmarknaden
  - Långvarigt stark konjunktur kan underlätta inträdet på arbetsmarknaden för grupper med svag ställning



## Ett urval av Riksbankens penningpolitiska utvecklingsarbete under 2018



- Lönepåslaget vid byte av arbete som tidigare
- Företagen: ökade kostnader bakom högre priser
- Varför och hur länge växelkursen ändras viktigt för påverkan på inflationen
- Penningpolitikens effekter på hushållens konsumtion större än tidigare
  - Bättre analys av skuldsättningens betydelse med mer data om hushållens tillgångar



## God måluppfyllelse 2018



- Fortsatt stark konjunktur
- Inflation och inflationsförväntningar på målet
- Dock frågetecken kring styrkan i inflationstrycket



**Bilder som visades av Anna Seim**

**Redogörelse för penningpolitiken 2018**

**Kommentarer**

Anna Seim

Nationalekonomiska institutionen, Stockholms universitet

2 Maj 2019

1 / 17

**Disposition**

I. Penningpolitiken 2018.

II. Varför så svårt att nå inflationsmålet?

- a. Penningpolitikens effektivitet.
- b. Lönebildningen.

III. Aspekter på den expansiva penningpolitiken.

- a. Växelkursens utveckling.
- b. Räntebesluten och manöverutrymmet framöver.
- c. Balansräkningens storlek.
- d. Hushållens skuldsättning.

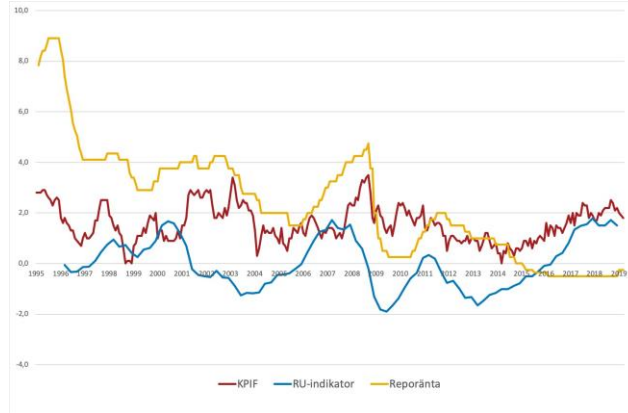
2 / 17

## I. Penningpolitiken 2018

### Måluppfyllelse

- Inflationen i termer av KPIF och inflationsförväntningarna runt 2 procent.
- Underliggande inflationen runt 1.6 procent.
- Mycket expansiv penningpolitik de senaste åren.
- Negativ reporänta, stark konjunktur, svag krona.

## Reporänta, RU-indikator, KPIF 1995-2019

[Tillbaka](#)

5 / 17

## II. Varför så svårt att nå inflationsmålet?

## a. Penningpolitikens effektivitet

- Penningpolitiken mindre effektiv när räntan är negativ?
- Eggertsson et al. (2019): begränsade effekter av räntesänkningar under noll på bankernas räntor.
- Hade större räntesänkningar krävts?

7 / 17

## b. Lönebildningen

Svaga löneökningar trots högkonjunktur. Varför?

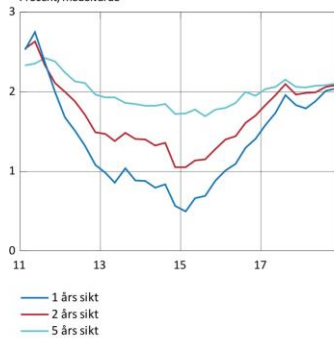
1. Inhemsk faktor bortom Riksbankens kontroll: demografi, arbetslöshetsförsäkringen, svagare fackföreningar.
2. Låga inflationsförväntningar delvis som en följd av penningpolitiken 2011-2014. Konsekvent tolkning av Riksbankens uppdrag viktig.

Fig 1

8 / 17

## Inflationsförväntningar

Diagram 1.3. Inflationsförväntningar  
Procent, medelvärde



Anm. Avser inflation mätt med KPI. Tillfrågade aktörer är arbetsmarknadens parter, inköpschefer och penningmarknadens aktörer.

Källa: Kantar Sifo Prospera

9 / 17

## b. Lönebildningen forts.

### 3. Internationella förhållanden.

- Industriavtalet bygger på teorier för ekonomins funktions sätt under fast växelkurs.
- Andra principer för lönebildningen hade troligen gjort att lönerna svarat bättre på konjunkturen.

### 4. Lättare att dämpa inflationen än att skapa ett underliggande inflationstryck?

- Riksbanken kan disciplinera lönesättare genom att hota att höja räntan om löneökningar blir för höga.
- Ingen motsvarande mekanism om löneökningar blir *för låga*.

10 / 17

### III. Aspekter på den expansiva penningpolitiken

#### a. Växelkursens utveckling

- Växelkursen central för inflationen i en liten öppen ekonomi.
- Lägre ränta i Sverige än i omvärlden leder till en depreciering av kronan och skapar ett visst inflationstryck.
- Riksbankens uppgift att upprätthålla ett fast penningvärde.
- Inflationsmål i kombination med flytande växelkurs innebär ett fast penningvärde *över tid*, inte gentemot andra länder.

## b. Räntebesluten och manöverutrymmet framöver

- Negativ reporänta sedan februari 2015 trots högt resursutnyttjande.
- Litet manöverutrymme när konjunkturen mattas av.
- Hade möjlighet att höja räntan tidigare.
- Ville att inflationsförväntningarna skulle vara tillräckligt stabila innan räntan höjdes. Hur mycket får de sista tiondelarna kosta?

13 / 17

## c. Balansräkningens storlek

- Inga nya obligationsköp 2018 men återinvesteringar av förfall och kupongbetalningar.
- Tankar om balansräkningens storlek på sikt?
- Ska obligationsköp vara en del av Riksbankens framtida verktygslåda? Bara i kristider?

14 / 17



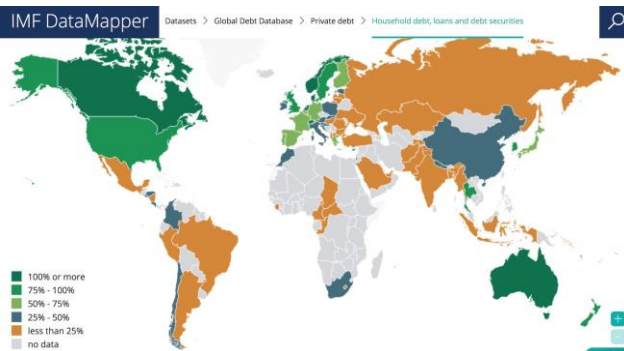
## d. Hushållens skuldsättning

- Liten tvekan om att den låga räntan bidragit till hushållens skuldsättning.
- Mer oklart i vilken utsträckning
  - Hushållens skuldsättning är ett problem (hushållen har även tillgångar).
  - Riksbanken har ansvar för detta.
- Om Riksbanken ska få styra mot ett inflationsmål måste regelverk och andra delar av den ekonomiska politiken ha beredskap för en makroekonomisk jämvikt med låga räntor.
- Liknande erfarenheter i andra inflationsmålsländer.

► IMF Data

15 / 17

## Household debt, loans and debt securities 2017

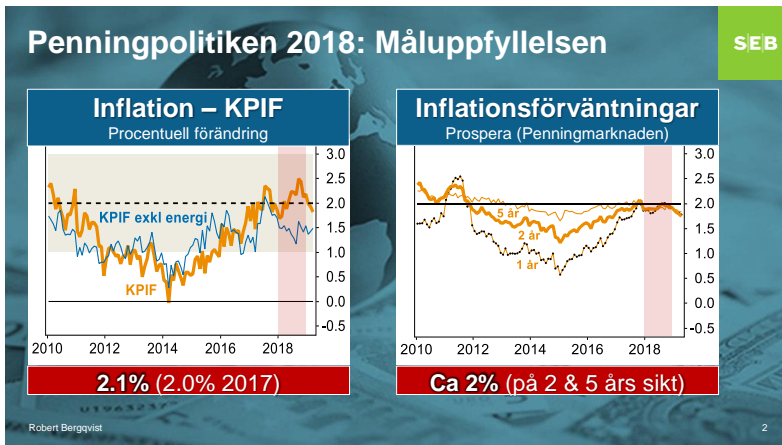


16 / 17

## Referenser

Eggertsson, G.B., Juelsrud, R.E, Summers, L.H och Wold, E.G. (2019), "Negative Nominal Interest Rates and the Bank Lending Channel", *NBER Working Paper*, No. 25416, January 2019.

## Bilder som visades av Robert Bergqvist



## Penningpolitiken 2018: "Redogörelsen"

SEB

**Överlag en bra redogörelse för 2018 men saknar:**

- 1. Kommunikativa överväganden/utvärderingar**  
– tajmning, marknadsreaktioner, reaktionsfunktion
- 2. Omvärldsjämförelser för "liten, öppen ekonomi"**  
– vad beror på Riksbankens politik resp. omvärldsfaktorer
- 3. Strukturella krafters påverkan på politiken**  
– t ex neutrala styrräntan (jmf. t ex USA och Storbritannien)
- 4. Diskussion om penningpolitiska "verktygslådan"**  
– framåtblickande...

Robert Bergqvist 3

## Penningpolitiken 2018: Kommunikationen

SEB

### Effekt: 2-årig statsränta

Hundradels procentenhet (räntepunkter)

Räntebesked	5
Inflation	~4.5
BNP	~3.5
Konjunkturbarometern	~3.2
Arbetslöshet	~2.8
Industriproduktion	~2.5
Detaljhandel	~2.4
Inköpschefsindex	~2.4
Inget event/statistik	2.4

### Effekt: krona mot euro

Ören

Räntebesked	10
Inflation	~8.5
BNP	~7.5
Detaljhandel	~6.5
Industriproduktion	~6.0
Arbetslöshet	~5.5
Konjunkturbarometern	~5.0
Inköpschefsindex	~5.0
Inget event/statistik	5

Intradagrörelse (högsta minus lägsta värde under dagen) – medianvärde sedan 2012

Robert Bergqvist 4

## Penningpolitiken 2018: "Kronpolitiken"

SEB

### Kronan (KIX) & reporäntan

Handelsvägt valutaindex & procent

Valutakursindex KIX (left axis, 95-140) | Reporänta (right axis, -1-5) | År (bottom axis, 2006-2018)

### Riksbankens "verktyg"

För att påverka SEK-förväntningar

- 1 Minusräntan
- 2 Statsobligationsköpen
- 3 Valutamandatet
- 4 Verbala interventioner

Robert Bergqvist 5

## Penningpolitiken 2018: "Kronpolitiken"

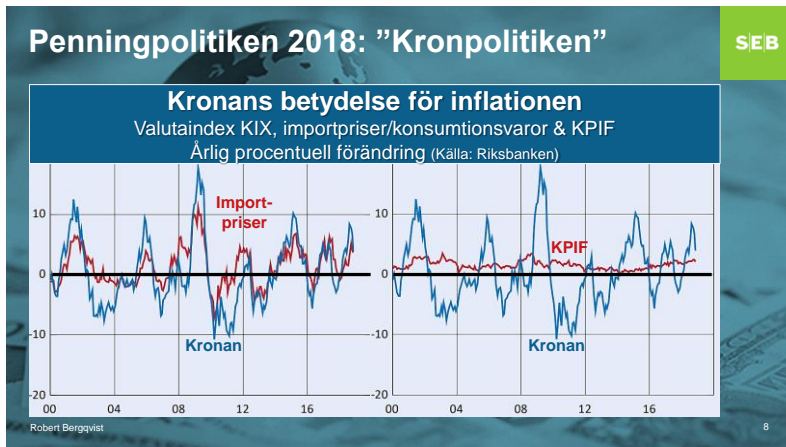
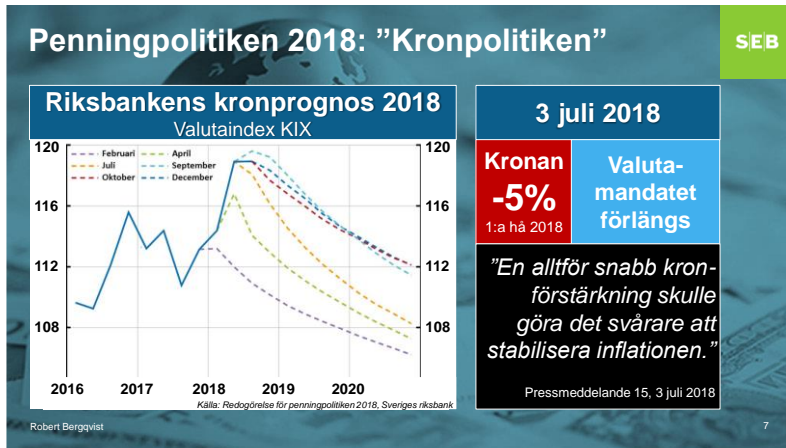
SEB

### Principskiss – "kronpolitiken"

VIX-index (y-axis) | Tid (x-axis)

- Centralbanker ogillar volatilitet 😊
- Asymmetri i kronkommentarerna ☹️
- Regeringens ansvarsområde !

Robert Bergqvist 6



## Penningpolitiken 2018: "Kronpolitiken"

SEB

**"Kronan får inte stärkas..."**  
(Riksbankens rapporter, tal, intervjuer etc)

**Kronan kommer att stärkas**  
(Riksbankens Penningpolitiska rapport)

- **Otydlighet – hur ska allmänheten tänka och agera?**  
Exportföretagen satsar inte – importföretag pressas  
Det Riksbanken eftersträvar med kronan blir svårt att uppnå
- **Spelar svag krona någon roll? Absolut!**

Effektivitetsförluster

Urholkad köpkraft

"Rea" på tillgångar

Stukad informationsbärare

Robert Bergqvist 9



SEB

# Tack!

Mobil: 070-445 1404      robert.bergqvist@seb.se

## Bilder som visades av Kerstin af Jochnick



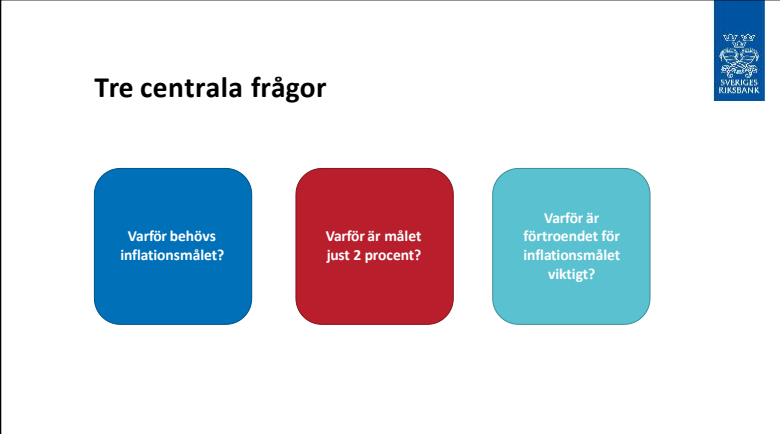
Redogörelse för  
penningpolitiken  
2018

Riksdagens finansutskott  
2019-05-02


SVERIGES RIKSBANK



Kerstin af Jochnick  
Förste vice riksbankschef




Tre centrala frågor



- Varför behövs inflationsmålet?
- Varför är målet just 2 procent?
- Varför är förtroendet för inflationsmålet viktigt?





### Varför behövs inflationmålet?

- Ett riktmärke för pris- och lönebildningen
- Gemensam syn underlättar långsiktig planering
- Förbättrar möjligheterna till god ekonomisk utveckling



### Varför är målet just 2 procent?

- Samma nivå i nästan alla höginkomstländer med ett inflationsmål
- En sänkning av målet löser inte strukturella problem med t.ex. hushållens skulder
- Inflationsmål bör inte ändras alltför ofta
- Ett lägre mål kan ge fler och längre perioder av negativ reporänta



**Varför är förtroendet för inflationsmålet viktigt?**

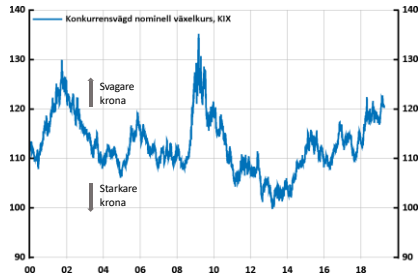
- Svårare att ta hänsyn till annat än inflationen utan förankrade förväntningar
- Risk för fallande inflation och inflationsförväntningarna som kan ge fler perioder med minusränta framöver



**Tre centrala svar**

- Inflationsmålet bidrar till en stabil och god ekonomisk utveckling
- En sänkning av målet gör det svårare för penningpolitiken att stabilisera ekonomin
- Förtroendet för inflationsmålet avgörande för att målet ska fungera som stabiliserande riktmarke

## Sverige har ett inflationsmål – inte ett växelkursmål



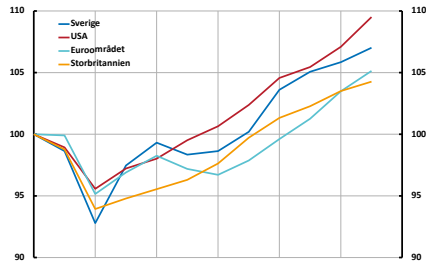
Anm. Index, 1992-11-18 = 100. KIX (Kronindex) är ett väktat genomsnitt av kronans växelkurs mot valutor i de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källa: Nationella källor och Riksbanken

## Inflationsmålspolitiken har bidragit till en jämförelsevis god ekonomisk utveckling



BNP per capita



Anm. Index, 2007 = 100.

Källa: Eurostat, OECD och Riksbanken

