

## FÖRDJUPNING – Riksbankens penningpolitiska utvecklingsarbete

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

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

### Fördjupad analys av sambandet mellan arbetsmarknaden och löne- och prisutvecklingen

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

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

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

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

### Hur påverkar de framtida räntehöjningarna ekonomin?

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

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

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

<sup>51</sup> "Phillipskurvan och penningpolitiken", fördjupning i Penningpolitisk rapport juli 2018.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Fortsatt arbete med inflationsanalysen

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

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

### Penningpolitisk analys av en eventuell e-krona

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

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

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

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

<sup>56</sup> "Kronans utveckling på längre sikt", fördjupning i Penningpolitisk rapport oktober 2018.

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

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

<sup>59</sup> Specialnummer om e-kronan, *Penning- och valutapolitik* nr. 3, 2018.

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

### Konsekvenser av den globala uppvärmningen

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

Tabell 4:1. Penningpolitiskt relaterade studier publicerade 2018<sup>61</sup>

#### Fördjupningar i den penningpolitiska rapporten

"Minskat bostadsbyggande dämpar BNP-tillväxten", februari

"Växelkursen och inflationen", april.

"Phillipskurvan och penningpolitiken", juli.

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

"Kronans utveckling på längre sikt", oktober.

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

"Varför mått på underliggande inflation?", oktober.

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

#### Ekonomiska kommentarer

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

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

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

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

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

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

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

#### Artiklar i Penning- och valutapolitik

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

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

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

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

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

#### Working paper series

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

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

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

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

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

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

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

#### Riksbanksstudier

Utvärdering av Riksbankens prognoser, mars.

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

<sup>61</sup> I tabellen finns också policyrelaterade studier som inte tas upp i texten ovan.