



ANFÖRANDE

DATUM: 2020-12-16
TALARE: Vice riksbankschef Per Jansson
PLATS: Handelsbanken

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

Tankar kring behovet av förändringar i inflationsmålspolitiken*

Vi lever i en dramatisk tid. Låt oss föreställa oss att vi om tio år blickar tillbaka på läget idag. Vad är det vi kommer att komma ihåg? Coronapandemin, helt säkert. När det gäller klimatet lever kanske de omfattande bränderna i Australien och Kalifornien fortfarande kvar i diskussionen, om de inte har hamnat i skuggan av nya ännu större klimatrelaterade katastrofer.

Mitt eget verksamhetsområde, penningpolitik och finansiell stabilitet, är förstås långtifrån lika dramatiskt som världsomspännande epidemier och effekter av klimatförändringar, men det påverkar också i hög grad människors tillvaro. När det gäller penningpolitiken misstänker jag att vi kan komma att se tillbaka på dagens situation som en sorts brytpunkt eller vattendelare. Den internationella diskussionen om hur penningpolitiken bäst bör utformas har börjat ställas på sin spets och de närmaste åren blir avgörande för vilken väg regeringar, parlament och centralbanker kommer att välja.

Utmaningarna för penningpolitiken har blivit större

Bakgrunden är den här: Efter den globala finanskrisen har många centralbanker haft svårt att mer uthålligt uppfylla sina inflationsmål, trots mycket låga styrräntor. Ofta har de låga räntorna kompletterats med köp av olika värdepapper för att göra politiken mer expansiv. Detta har varit till hjälp, men har inte kunnat förhindra att inflationen tenderat att ligga lägre än vad som är önskvärt. Under den allra senaste tiden har också en del centralbankers prognoser, bland annat Riksbankens, börjat indikera att inflationen kommer att fortsätta att vara under målet ett flertal år framöver.

*Jag vill tacka Mikael Apel för arbetet med detta tal, Gary Watson för översättning och Emma Bylund, Charlotta Edler, Mattias Erlandsson, Martin Flodén, Petra Frid, Marianne Sterner och Ulf Söderström för värdefulla synpunkter. De åsikter jag för fram är mina egna och delas inte nödvändigtvis av övriga direktionsledamöter.

De här problemen är inte nya. I ett tal jag höll 2016 flaggade jag för att vi skulle kunna hamna i ett läge där det tar längre tid att uppnå inflationsmålet än vi vanligtvis räknar med.¹ Det jag då pekade på var att den svenska konjunkturen kanske inte skulle komma att utvecklas lika gynnsamt som vi då trodde, eller att de krafter som dämpade inflationen, i Sverige och andra länder, skulle komma att vara starkare och mer uthålliga än vad vi förväntade oss. Vi hade då i princip den penningpolitiska gasen i botten med bland annat en reporänta på -0,5 procent. Men även i exempelvis USA fanns farhågor om att penningpolitiken skulle kunna få svårt att motverka nästa lågkonjunktur och att hålla inflationen uppe.²

Nu visade det sig att inflationen i Sverige steg och låg nära målet från 2017 fram till mitten av 2019, även om det till en del berodde på att energipriserna steg. Men konjunkturen hade då redan börjat mattas av – och så kom pandemin och kastade det mesta över ända. I länder där styrräntan hade kunnat höjas efter den globala finanskrisen sänktes den återigen mycket snabbt. Exempelvis sänkte den amerikanska centralbanken Federal Reserve sin styrränta till i princip noll procent. Då hade den så sent som vid mitten av 2019 haft en styrränta på över 2 procent.

Till skillnad från vad som var fallet före pandemin sitter nu de flesta centralbanker i samma båt på så sätt att deras styrräntor befinner sig på eller nära den nedre gränsen. Till bilden hör också att de samtidigt köper både fler och större volymer finansiella tillgångar, så att deras balansräkningar har nått historiskt höga nivåer (diagram 1). Och detta i ett läge där osäkerheten kring den framtida ekonomiska utvecklingen fortfarande är mycket stor och begynnande förtroendeproblem för inflationsmålen skymtar vid horisonten på många håll.

... och kommer att kvarstå även efter pandemin

Den allt överskuggande uppgiften för stunden för regeringar och centralbanker är förstås att få bukt med effekterna av pandemin och försöka förhindra varaktiga skador på ekonomin. Men, i en värld där ränteläget fortsätter att vara mycket lågt, kommer utmaningarna för penningpolitiken att finnas kvar även efter det att den akuta pandemihanteringen har klarats av.

Det är framför allt två utmaningar det handlar om. Den ena är att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet så att målet kan fortsätta att fungera som ett riktmärke för pris- och lönebildningen. Det är ju hela poängen med inflationsmålspolitik – jag brukar ibland kalla det för själva motorn i politiken. Den andra utmaningen är att försöka säkerställa att penningpolitiken på ett effektivt sätt kan motverka lågkonjunkturer och hålla sysselsättningen uppe i dåliga tider. Dessa två utmaningar hänger samman och det är viktigt att förstå att de gör det. Ett antal debattörer tycks mena att det inte gör så mycket att inflationen blir lägre än målet, även mer långsiktigt. Men de missar då att detta också försämrar Riksbankens möjligheter att bromsa nedgångar i BNP och sysselsättning. Jag återkommer strax mer i detalj till dessa frågor.

¹ Jansson (2016). Även min kollega i direktionen, Cecilia Skingsley, förde vid den tiden ett liknande resonemang, se Skingsley (2016).

² Se framför allt Summers (2016).

Jag kommer att i resten av talet uppehålla mig vid tre olika teman:

- Varför det är viktigt att upprätthålla inflationsmålet.
- Varför det vore ännu mer fördelaktigt att höja målet.
- Varför vi behöver ta ett helhetsgrepp kring samspelet mellan de samhälls-ekonomiska mål vi har valt i Sverige.

Den tes jag kommer att driva kan kort sammanfattas så här: Inflationsmålet behövs och det kunde gärna vara lite högre så att vi får större manöverutrymme, eftersom detta säkert kommer att behövas framöver. Vi behöver dessutom se över samspelet mellan olika samhällsekonomiska mål för att förbättra den svenska ekonomins sätt att fungera.

Att släppa fokuset på inflationsmålet är ingen lösning

Låt mig börja med att diskutera några argument som förekommit i debatten om penningpolitiken, kanske framför allt här i Sverige, argument för lösningar som *inte* skulle komma till rätta med de utmaningar centralbankerna står inför.

Ett genomgående tema i kritiken mot Riksbankens politik är att vi tar alldeles för allvarligt på inflationsmålet. Om Riksbankens ambitioner bara tonades ned, eller målet sänktes, så skulle penningpolitiken kunna bli flexiblare och få fler frihetsgrader. Vad flexibiliteten främst skulle användas till är att bromsa uppgången i tillgångspriserna genom att Riksbanken höjer räntan. Det vore bra, menar man, eftersom stigande börser och bostadspriser gynnar rika och penningpolitiken på det sättet bidrar till ökad ojämlikhet.³

Jag vill först understryka att den inflationsmålspolitik vi bedriver i grunden *är* flexibel. Men flexibiliteten förutsätter att förtroendet för inflationsmålet är grundmurat. Om det uppstår tvivel kring det så måste politiken fokusera på att upprätthålla eller återupprätta det förtroendet. Jag kommer strax att säga mer om varför detta är viktigt.

Så, för att bli lite mer konkret, hur skulle då ett scenario där vi släpper fokuset på inflationsmålet kunna se ut? Här utgår jag från ett framtida läge där pandemin är under kontroll och det mesta återigen är någorlunda normalt, men inflationen är fortsatt låg. Anta att Riksbanken nu skulle annonsera att inflationsmålet inte är lika viktigt längre. Anta också, för enkelhetens skull och för att tydliggöra min poäng, att Riksbanken faktiskt i stället skulle börja sikta på att dämpa tillgångspriserna genom att höja räntan.

Det mer eller mindre oundvikliga i en sådan situation är att inflationen, som alltså redan legat i underkant av målet sedan finanskrisen, skulle falla. Att så säkert skulle bli fallet beror på flera saker: Dels skulle en räntehöjning inte bara dämpa

³ Penningpolitikens effekter på fördelningen diskuteras i fördjupningen "Fördelningseffekterna av Riksbankens åtgärder" i Penningpolitisk rapport, november 2020. Slutsatserna är i korthet att fördelningseffekterna över en längre period som innefattar både hög- och lågkonjunkturer i stort sett bör uppväga varandra, att en expansiv penningpolitik bidrar både till ökade tillgångspriser och till minskad arbetslöshet, att resultaten från den empiriska forskningen är blandade, samt att penningpolitiken av flera skäl är dåligt lämpad att användas för fördelningsspolitik. Detta är en mycket viktig diskussion men av utrymmesskäl väljer jag att inte gå in ytterligare på den i det här talet.

tillgångspriserna utan också resultera i en lägre efterfrågan i ekonomin och en starkare krona. Dels skulle inflationsförväntningarna sjunka när det står klart att Riksbanken inte längre försöker upprätthålla inflationsmålet. Detta skulle i sin tur påverka exempelvis lönebildningen som inte längre skulle ha något tydligt ankare – löneökningstakten generellt sett för alla i Sverige skulle gradvis bli lägre för att parera de högre reala lönekostnaderna och deras effekt på företagens konkurrenskraft. Förväntningarna om lägre inflation skulle efter hand sprida sig allt mer i ekonomin. Slutresultatet skulle med största sannolikhet bli att inflationen och inflationsförväntningarna fastnar på en betydligt lägre nivå än idag.

... eftersom ränteverktyget skulle förlora sin kraft

Låt mig innan jag fullföljer tankegången här påminna om vad utmaningarna för penningpolitiken runt om i världen består i: Att säkra att inflationsmålet fortsätter att utgöra ett riktmärke för pris- och lönebildningen, och att penningpolitiken framöver ska ha utrymme att på ett effektivt sätt motverka lågkonjunkturer och hålla sysselsättningen uppe i dåliga tider.

Det står ju direkt klart att den första utmaningen inte klaras om scenariot jag beskrev skulle realiseras och inflationsförväntningarna och inflationen varaktigt fastnar under målet. En stabil inflation som ligger, säg, strax över noll procent kan förstås också utgöra ett riktmärke för pris- och lönebildningen. Om vi skulle acceptera att inflationen varaktigt ligger på den nivån skulle det dock få stora konsekvenser. Anta att vi skulle löpa linan ut och sänka inflationsmålet. Då skulle det innebära att vi, så att säga, flyttar målstolparna och på så sätt försöker göra målet lättare att uppfylla. Det kan skapa förväntningar om att samma sak kommer att ske nästa gång målet blir svårt att klara och på så vis minska förtroendet för ordningen med inflationsmål som sådan.

Men nackdelarna är större än så, vilket hänger samman med den andra utmaningen – att penningpolitiken måste ha utrymme att på ett bra sätt motverka lågkonjunkturer och hålla sysselsättningen uppe i dåliga tider.

Att det allmänna, globala realränteläget fallit och nu är historiskt lågt innebär att den nivå där centralbankernas styrräntor är "neutrala" – det vill säga varken expansiva eller åtstramande – också är historiskt låg. När centralbanker bedriver penningpolitik via styrräntan så ändrar de den på det sätt som beskrivs av den tjocka linjen i diagram 2, där den tunna linjen är den neutrala räntan, bestämd av det allmänna realränteläget. En ränta som är lägre än den neutrala stimulerar efterfrågan och inflationen, medan en ränta som är högre än den neutrala har motsatt effekt. Centralbankerna måste således förhålla sig till den neutrala räntan när de sätter sin styrränta.

Eftersom den neutrala räntan idag är historiskt låg krävs att centralbankens styrränta är *mycket* låg för att få en expansiv effekt. Det är därför som styrräntan i många länder idag ligger på eller nära den nedre gränsen. Ett förhållande som är helt centralt här är att den genomsnittliga nominella räntenivån (oavsett om det gäller centralbankernas styrräntor eller det allmänna globala ränteläget) påverkas av hur hög inflationen är i genomsnitt. Om den genomsnittliga inflationen är

mycket låg, säg nära noll, i stället för att i genomsnitt ligga på inflationsmålet på 2 procent, då blir också räntorna i genomsnitt ungefär 2 procentenheter lägre.⁴

Det innebär i sin tur att om inflationen och inflationsförväntningarna skulle fastna nära noll, som i exemplet nyss, så är också utrymmet litet för att sänka räntorna om detta skulle behövas (se diagram 3). Styrräntan kommer ganska snart att slå i den gräns där den inte bedöms kunna sänkas mer. Att släppa fokuset på inflationsmålet skulle därför i slutändan inte, så som många tycks mena, ge penningpolitiken fler frihetsgrader utan tvärtom begränsa dess manöverutrymme.

Problem för svensk ekonomi som helhet

Det som här är avgörande att förstå är att detta skulle ha allvarliga negativa konsekvenser för den svenska ekonomin som helhet i och med att det blir svårare att upprätthålla sysselsättningen och produktionen när konjunkturen är svag. Inflationsmålet finns inte bara till för att Riksbanken ska ha en väldefinierad uppgift. Det är ett viktigt samhällsekonomiskt mål som ska bidra till att den svenska ekonomin utvecklas väl.

En poäng som ofta verkar förbises här är att om ränteverktyget inte fungerar väl så minskar det också möjligheterna att uppfylla även andra mål än det om prisstabilitet, vilka det än skulle kunna vara. Anta till exempel att målet skulle vara just att dämpa priserna på olika tillgångar, som aktier och bostäder, eller svängningar i utlåningen. Det skulle visserligen gå att höja räntan i stort sett obehindrat, men det skulle alltså inte gå att sänka den speciellt mycket för att motverka ett fall i tillgångspriserna eller utlåningen. En annan effekt som också ofta verkar förbises är att det med en mycket låg ränta i genomsnitt skulle bli vanligare med minusränta, något som många av de som kritiserat Riksbankens politik helst vill undvika.

De penningpolitiska ramverken har börjat ses över

Låt mig då i stället gå över till frågan hur centralbankerna faktiskt *kan* försöka hantera de utmaningar de har ställts inför – att upprätthålla trovärdigheten för inflationsmålet och att bevara det penningpolitiska handlingsutrymmet.

En observation man kan göra är att det har börjat röra på sig i centralbanksvärlden. I flera länder har man utvärderat, eller håller på att utvärdera, sitt penningpolitiska ramverk. Den amerikanska centralbanken Federal Reserve, Fed, gjorde i augusti vissa förändringar i sin strategi, och exempelvis Europeiska centralbanken, ECB, och Bank of Canada håller på med översyner som blir klara under 2021. Feds förändringar är de enda konkreta än så länge så jag tänkte fokusera på dem.⁵

⁴ Sambandet beskrivs av den så kallade Fisherekvationen, namngiven efter den amerikanske ekonomen Irving Fisher, känd bland annat för sina arbeten om ränteteori och skulddeflation under de första decennierna på 1900-talet. Fisherekvationen brukar skrivas $i = r + \pi$, där i är den nominella räntan, r den reala räntan och π (den förväntade) inflationen.

⁵ För en mer detaljerad beskrivning av Federal Reserves förändringar, se Federal Reserve (2020) samt Powell (2020), Clarida (2020), Brainard (2020).

Förändringarna var de första större som gjorts sedan 2012 när inflationsmålet introducerades i USA. Den översyn som föregick dem motiverades av att förutsättningarna har förändrats i tre viktiga avseenden sedan målet infördes:

- Den neutrala räntan har fortsatt att falla och är idag historiskt låg.
- Inflationen och inflationsförväntningarna har systematiskt legat under målet på 2 procent.
- Arbetslösheten i USA hade före pandemin fallit till den lägsta på 50 år utan att detta hade satt några märkbara spår i inflationsutvecklingen.

De två första punkterna är ju förhållanden som kännetecknar också Sverige och många andra länder, som jag konstaterade inledningsvis.

Praktiska implikationer av Federal Reserves ändrade strategi

Det är framför allt två av Feds förändringar i strategin som har påverkar penningpolitiken på ett mer konkret sätt. För det första ska penningpolitiken sikta på att inflationen ska överstiga 2 procent under en period om inflationen tidigare har legat under 2 procent. Tidigare målavvikelse ska alltså kompenseras med avvikelser åt andra hållet, till skillnad från i konventionell inflationsmålpolitik där sådana avvikelser betraktas som "bygones" som inte behöver kompenseras.

För det andra aviserar Fed att man avser att reagera annorlunda än hittills på utvecklingen på arbetsmarknaden. Tidigare var formuleringen i strategidokumentet att de penningpolitiska besluten skulle vägledas av *avvikelser* från maximal sysselsättning. Dessa avvikelser kunde förstås vara såväl positiva som negativa. Enligt den nya formuleringen ska besluten framöver baseras på en bedömning av i vilken utsträckning sysselsättningen *understiger* maximal sysselsättning.⁶ I praktiken innebär detta att låg arbetslöshet eller hög sysselsättning i sig inte kommer att utlösa penningpolitiska åtstramningar, om inflationen inte samtidigt tar fart.

I sitt anförande i Jackson Hole i augusti kallade chefen för Fed, Jerome Powell, den ändrade strategin för en "flexible form of average inflation targeting". Vad Fed främst är bekymrad över är att om inflationen inte ens som genomsnitt över en lång period når upp till målet så riskerar detta förr eller senare att spilla över på de långsiktiga inflationsförväntningarna i ekonomin. Man vill därför göra klart att man strävar efter att inflationen ska vara i genomsnitt 2 procent – "average inflation targeting". Däremot har man valt att inte låsa sig för någon specifik tidsperiod över vilken medelvärdet ska beräknas – därav termen "flexible".

Det är givetvis alldeles för tidigt att säga något om hur utfallet av strategiförändringarna kommer att bli. Bland ekonomer är meningarna delade. I en enkät bland amerikanska ekonomer ställdes frågan om de tror att förändringarna kommer att göra någon större skillnad det kommande decenniet. Av de som svarade menade

⁶ Formuleringarna på engelska är "deviations from maximum employment" respektive "shortfalls from maximum employment".

en tredjedel att de inte kommer att spela någon större roll, en knapp tredjedel trodde att de skulle göra det, medan resten var osäkra.⁷

Oklarheter kring tillämpningen kvarstår

En vanlig reaktion har varit att det finns en del oklarheter när det gäller den exakta tillämpningen av den nya strategin. Det gäller bland annat den tidsperiod över vilken Fed tänker sig att genomsnittet för inflationen ska vara 2 procent. Vad som är klart är att Fed avser att sikta på att inflationen ska överstiga 2 procent under en period om inflationen tidigare har legat under 2 procent.

Om perioderna både under och över målet är korta så är detta säkert oproblematiskt. Men min spontana reaktion är att det innebär en del utmaningar om en centralbank siktar på att under flera år ligga över målet på 2 procent för att kompensera för att den tidigare under flera år har legat under det, utan att närmare specificera vare sig hur länge eller med hur mycket man tänker sig att målet ska överskridas. En risk är att detta leder till att det under ganska långa perioder blir oklart vilken inflationstakt centralbanken strävar efter, även om den genomsnittliga inflationen (över en mycket lång tidsperiod) i slutänden blir 2 procent. I varje fall tror jag inte att detta skulle fungera särskilt väl i ett land som Sverige, där inflationsmålet är tänkt att vara utgångspunkt för löneavtal som ofta löper över flera år.

Ett sätt att se Feds förändringar är som en ny strategi för att på lång sikt upprätthålla målet på 2 procent som ett nominellt ankare i ekonomin och minska risken för att de riktigt långsiktiga inflationsförväntningarna gradvis glider nedåt och fastnar på en nivå lägre än målet. Men även om detta skulle lyckas, vilket jag mycket väl tror att det kan göra, så kommer sannolikt problemen med att styrräntan relativt ofta kommer att ligga vid den nedre gränsen att kvarstå. När det allmänna, globala ränteläget är mycket lågt visar ju utvecklingen under senare år att räntan tenderar att nå denna nedre gräns vid lågkonjunkturer, även då man litar på att inflationen på lång sikt kommer att vara 2 procent.

Ett högre inflationsmål en mer långsiktig lösning

I ett tal jag höll 2018 diskuterade jag olika tänkbara förändringar i det penningpolitiska ramverket.⁸ Där landade jag i att en höjning av inflationsmålet skulle vara det bästa av de förslag som cirkulerar i den internationella diskussionen. Det är fortfarande min uppfattning och om något har jag stärkts i den.

Fördelarna med ett högre inflationsmål är helt enkelt spegelbilden av nackdelarna med ett läge där inflationen och inflationsförväntningarna fastnar på en nivå väl under det nuvarande målet på 2 procent. Med en genomsnittligt högre inflation kommer nominella räntor, styrräntan inkluderad, att i genomsnitt också ligga högre. Det innebär att utrymmet för att sänka styrräntan i dåliga tider blir större och möjligheterna att hålla sysselsättningen uppe blir bättre (diagram 4). Med ett

⁷ IGM Forum, US Economic Experts Panel, 16 september, 2020. Svaren är viktade med avseende på hur säkra respondenterna är i sin uppfattning, <https://www.igmchicago.org/surveys/fed-strategy/>.

⁸ Jansson (2018).

högre mål blir räntan alltså ett mer effektivt verktyg som ökar penningpolitikens frihetsgrader.⁹

En fördel med ett högre mål som man kanske i förstone inte tänker på är också att även kvantitativa lättnader skulle bli mer effektiva.¹⁰ Köp av olika obligationer syftar bland annat till att sänka räntor längre ut på räntekurvan. Eftersom alla nominella räntor ligger högre vid ett högre inflationsmål så kommer också längre räntor att kunna sänkas mer.

Är ett högre inflationsmål orealistiskt?

Sammantaget behöver ett högre mål därför inte vara svårare att upprätthålla än ett lägre, vilket möjligen kan tyckas paradoxalt. Det kan till och med vara lättare eftersom räntan blir ett effektivare verktyg i och med att den inte kommer att ligga på sin nedre gräns lika ofta.

En invändning som man ändå ofta hör är att ett mål på, säg, 3 procent skulle vara orealistiskt och aldrig kommer att kunna nås, än mindre upprätthållas varaktigt. Det skulle förstås inte vara särskilt sannolikt att inflationen mycket snabbt stiger till den nivån. Men här menar jag att man kan dra paralleller till när vi införde det nuvarande målet. Även då var det många som betraktade en varaktig inflation så låg som 2 procent som orealistisk. Det tog också några år att etablera ett förtroende för detta bland ekonomins aktörer, men det gick (diagram 5). Jag menar att man bör ha samma inställning här. Givet att det uppstår en tillräcklig samsyn om att ett inflationsmål på 3 procent vore fördelaktigt för svensk ekonomi, vilket jag är övertygad om att det skulle vara, så borde det inte vara omöjligt att åstadkomma detta.

Det är tveklöst så att det under ganska lång tid har funnits strukturella krafter som pressat ned inflationen och dessa har under senare tid fått ytterligare hjälp av pandemin. Men de kommer inte att vara för evigt. En intressant hypotes är att dessa krafter så sakteliga håller på att avta och vändas till sin motsats.¹¹ Tanken här är att de senaste decenniernas låga inflation varit ett resultat av globaliseringen och demografiska förhållanden. Det främsta uttrycket för globaliseringen har varit att Kina på allvar inträtt i världsekonomin. Det har bidragit till att den arbetande befolkningen totalt sett i världen har ökat ganska dramatiskt de senaste decennierna. De som arbetar producerar mer än de konsumerar medan det motsatta gäller för unga och gamla. Starkt förenklat kan man därmed säga att den demografiska fördelningen i världen har ökat det globala utbudet och dämpat den globala efterfrågan på varor och tjänster. Ett annat resultat är att arbetstagarnas förhandlingsstyrka har fallit, i synnerhet i västvärlden, vilket hållit lönerna nere. I

⁹ Tidigare i talet påpekade jag att en sänkning av inflationsmålet kan betraktas som ett sätt att "flytta målstolparna" för att försöka att göra målet lättare att uppfylla, vilket kan skapa förväntningar om att samma sak kommer att ske nästa gång målet blir svårt att klara. Den kritiken kan inte på samma sätt riktas mot en höjning av målet. Om det högre målet blir trovärdigt minskar ju incitamenten att ändra det på nytt, eftersom de problem som var förknippade med det lägre målet då inte längre finns, eller i varje fall inte är lika stora.

¹⁰ Se Gagnon och Collins (2019).

¹¹ Se Goodhart och Pradhan (2020).

ekonomiska termer kan detta ses som en global långvarig och positiv utbudseffekt, som ju också enligt läroboken har effekten att prisutvecklingen dämpas.

Men såväl i Kina som i västvärlden håller befolkningarna nu på att åldras och den arbetande delen av befolkningen minskar (diagram 6).¹² Under kommande decennier kommer det därför sannolikt att finnas en trend åt andra hållet, det vill säga en krympande andel som jobbar och en ökande andel som behöver försörjas. Det är fullt möjligt att detta skulle kunna leda till att de krafter som pressar upp inflationen blir starkare, medan de krafter som dämpar den blir svagare. Det här är som sagt en hypotes och det återstår att se hur mycket det ligger i den. Men jag tycker att den som ett minimum visar att det inte går att betrakta som självklart att strukturella krafter under överskådlig tid framåt kommer att verka återhållande på inflationen.

Inflationsförväntningarna spelar en huvudroll

Världens centralbanker väntas nu bedriva en expansiv politik under många år framåt, bland annat med styrräntor nära nollstreck (diagram 7). Jag har svårt att se att detta skulle vara helt betydelselöst för inflationen och att vi för evigt eller ens på så kort sikt som, säg, fem år eller så, kommer att leva i en värld där det är omöjligt att ha en inflation på ett par procent eller lite högre än så. Till bilden hör, som jag varit inne på, att även strukturella krafter som länge har pressat ner inflationen kan vända och börja verka i motsatt riktning, och att centralbankerna kan vara pådrivande i att skapa en samsyn om att en något högre inflation, kanske kring 3 procent i genomsnitt, vore bra för den ekonomiska utvecklingen.

Förväntningarna spelar givetvis en stor roll här. Jag brukar ofta försöka illustrera hur jag tänker genom att ställa frågor som man kan svara endera ja eller nej på, så låt mig göra det även nu. Anta att Riksbanken inom kort skulle annonsera att inflationsmålet höjs. Jag vill understryka att det inte är något som är aktuellt just nu, jag vill bara tydliggöra mina argument.

- Om Riksbanken skulle höja inflationsmålet, skulle det då påverka penningpolitiken i mer expansiv riktning?
- Om svaret på denna fråga är ja, skulle det i sin tur påverka den förväntade inflationstakten, åtminstone på lite sikt?

Jag menar att det är mycket svårt att svara nej på den första frågan. Det skulle innebära att man räknar med att det högre, mer ambitiösa målet inte får någon effekt över huvud taget på Riksbankens beteende. Och om man svarar ja på den första frågan men nej på den andra så innebär det att man tror att om Riksbanken exempelvis håller räntan på noll procent eller lägre ett antal år längre än den annars skulle ha gjort så skulle det vara helt betydelselöst för inflationen. Det är förstås inte heller särskilt rimligt.

Här är det värt att notera att om den förväntade inflationstakten stiger (man svarar ja på båda frågorna) så får det, utöver den effekt på räntan som kommer från

¹² I Afrika och Indien växer däremot den arbetsföra befolkningen även framöver.

Riksbankens ökade ansträngningar för att uppnå det mer ambitiösa målet, en ytterligare påverkan på realräntan i expansiv riktning. Det är i sammanhanget viktigt att förstå att en given förändring i realräntan har samma betydelse för ekonomin oavsett om den beror på högre inflationsförväntningar eller lägre nominell ränta. Sammantaget kan detta alltså resultera i en påtagligt mer expansiv penningpolitik, som utgör en viktig byggsten i arbetet med att göra det nya högre inflationsmålet trovärdigt.¹³

Det kan mycket väl vara så att en höjning av inflationsmålet skulle vara en tillräckligt stor förändring för att påverka förväntningarna. En historisk parallell är utvecklingen i samband med att guldmyntfoten övergavs i början av 1930-talet. Det visade sig att inflationsförväntningarna steg tydligt i de länder som lämnade guldstandard genom att devalvera eller upphäva konvertibiliteten mot guld.¹⁴ Även detta var en period då realekonomin utvecklades svagt, men trots det gick det att påverka inflationsförväntningarna. Det är möjligt att en höjning av inflationsmålet, till skillnad från mindre förändringar i ramverket, på motsvarande sätt skulle utgöra en tillräckligt stark signal om förändring.

Ökad acceptans för ett högre inflationsmål

Hur stor sannolikhet är det då i praktiken att centralbankernas inflationsmål faktiskt kommer att höjas? När en panel av europeiska ekonomer nyligen tillfrågades om vilka förändringar ECB borde göra menade en tredjedel att ECB:s inflationsmål borde höjas, medan ungefär 15 procent varken stödde eller motsatte sig en höjning.¹⁵ Det finns alltså fortfarande många som ställer sig tveksamma till en höjning och det är förstås en sak att ha en uppfattning som analytiker eller akademisk ekonom och en annan att ta ställning som ekonomisk-politisk beslutsfattare. Men mitt intryck är ändå att stödet för en höjning av centralbankernas inflationsmål gradvis börjar öka, både inom och utanför den akademiska världen. Som jag konstaterade tidigare har centralbanker runt om i världen börjat fundera på sina strategier och ramverk. Det kanske gradvis kan leda till en ökad öppenhet för lösningar som i förstone kan verka alltför långtgående.

Det är värt att nämna att även om Fed nyss förändrat sin strategi så fortsätter diskussionen i USA. Vissa menar även där att en mer långsiktig lösning vore att höja inflationsmålet.¹⁶ När det gäller det praktiska genomförandet menar man att en höjning lättare skulle kunna komma till stånd om flera stora centralbanker, som Fed, ECB och Bank of Japan, enades om att samtidigt ta detta steg. Man anser också att en höjning skulle underlättas av en process i två steg, där Fed meddelar dels att dess främsta prioritet är att få inflationen tillbaka till det nuvarande målet, dels att när detta väl har lyckats så kommer målet att ses över i ljuset av att

¹³ Det är naturligtvis också tänkbart att understödja övergången till ett högre mål med fler och större köp av finansiella tillgångar.

¹⁴ Se Ellison, Lee och Hjortshøj O'Rourke (2020).

¹⁵ The Centre for Macroeconomics Survey, 2 november 2020, <https://cfmsurvey.org/surveys/should-ecb-reformulate-its-inflation-objective>.

¹⁶ Se Wilcox (2020). Exempel på andra som menar att en höjning av inflationsmålet borde övervägas är Blanchard, Dell'Ariccia, och Mauro (2013), Ball (2014), Krugman (2014), Rosengren (2015), Gagnon och Collins (2019) och Galí (2020).

den neutrala räntan fallit ytterligare sedan 2012, när det nuvarande målet på 2 procent infördes.

Ett helhetsgrepp behövs kring samspelet mellan de samhällsekonomiska målen

Men kanske räcker det inte att bara titta på penningpolitiken och göra reformer i den. Vi kanske också måste ta ett bredare grepp. Det jag har i åtanke är att vi nu i högre grad än tidigare behöver fundera över våra samhällsekonomiska mål och riktlinjer och, framför allt, hur vi tänker oss att de ska samspara. Jag tänkte fokusera på Sverige och fyra av våra samhällsekonomiska mål:

- inflationsmålet
- långsiktigt hållbara offentliga finanser
- finansiell stabilitet
- en väl fungerande lönebildning.

De här målen har sitt ursprung i krisen i början av 1990-talet och utvecklingen de decennierna dessförinnan, då brister inom samtliga dessa områden hade inneburit stora problem för den svenska ekonomin.¹⁷

Kan samspelet mellan finans- och penningpolitik formaliseras?

Under senare tid har centralbankerna alltså haft svårt att göra penningpolitiken tillräckligt expansiv för att påverka efterfrågan och hålla sysselsättningen och inflationen uppe. Ett tema i den internationella debatten har därför varit att finanspolitiken behöver spela en större stabiliseringspolitisk roll än den gjort de senaste decennierna.

En sak jag menar att vi behöver fundera på är om understödet från finanspolitiken till penningpolitiken på något sätt bör formaliseras och i så fall hur. Det får förstås inte innebära att finanspolitiken blir så expansiv att hållbarheten i de offentliga finanserna börjar urholkas. I grunden handlar det om att hitta en balansgång som innebär att två av de samhällsekonomiska mål vi är överens om – inflationsmålet och långsiktig hållbarhet i de offentliga finanserna – båda även fortsättningsvis kan upprätthållas. Det borde gå att hitta en sådan balansgång och förhoppningsvis också att åtminstone till en del formalisera den.¹⁸

Expansiv penningpolitik ställer krav på makrotillsyn och regelverk

Ett annat spel vi kan behöva fundera mer på är det mellan penningpolitiken och politiken för att upprätthålla finansiell stabilitet. Jag har redan varit inne på att en expansiv penningpolitik medför att tillgångspriser stiger. Om dessa alltför

¹⁷ Dessa målsättningar, med inflationsmålet tolkat som låg och stabil inflation, hade man förstås egentligen haft längre än så. Men 1990-talskrisen satte fokus på dem på ett helt annat sätt än tidigare. Det bör noteras att de folkvalda spelade en huvudroll när inflationsmålet infördes och hela tiden har stått bakom det, se Jansson (2019).

¹⁸ Se till exempel Furman och Summers (2020) för en analys av finanspolitikens roll i en lågräntemiljö.

länge stiger på ett sätt som är frikopplat från utvecklingen i resten av ekonomin, det man brukar kalla ekonomiska fundamenta, uppstår finansiella obalanser som i förlängningen kan resultera i en finansiell kris.

Som har framgått beror det låga ränteläget till stor del på att de globala realräntorna är historiskt låga. Men den expansiva penningpolitiken har bidragit till att tillgångspriserna stigit ytterligare. Varför kan man då inte helt enkelt höja styrräntan för att motverka uppgången? Som jag redan varit inne på skulle detta i dagens läge i praktiken innebära att vi ger upp ett av våra samhällsekonomiska mål, inflationsmålet – i det här fallet för att försöka motverka hot mot ett annat, den finansiella stabiliteten. Jag förklarade också varför detta inte är en särskilt klok strategi: Om vi ger upp inflationsmålet så ger vi också upp mycket av effektiviteten i ränteverktyget. Vi kommer visserligen att kunna bromsa uppgångar i tillgångs priser och kreditillväxt genom att höja räntan, men vi kommer inte att med någon större kraft kunna motverka nedgångar, vare sig i tillgångs priser eller i ekonomin som helhet, eftersom räntan i genomsnitt är alltför låg och regelbundet kommer att slå i sin nedre gräns.

En bättre samhällsekonomisk ansvarsfördelning är därför att låta uppbyggnaden av finansiella obalanser hanteras av makrotillsynen och ett väl utformat regelverk, så att penningpolitiken kan sköta det den är bäst lämpad för – att se till att det finns ett trovärdigt ankare för pris- och lönebildningen och att stabilisera konjunkturen. Här har vi kommit en bit på väg, men i en värld där det reala ränteläget är lågt och penningpolitiken behöver vara expansiv under lång tid finns stora utmaningar.

Samspelet mellan lönebildningen och de samhällsekonomiska målen behöver ses över

Det leder mig över till den sista punkten och samspelet mellan inflationsmålet och lönebildningen. När inflationsmålspolitiken introducerades 1993 var det långtifrån självklart att den skulle lyckas åstadkomma det som den tidigare politiken med fast växelkurs hade misslyckats med – att utgöra ett fast ankare för pris- och lönebildningen. Men efter några år stod det klart att det fungerade. Inflationsmålet har bidragit till mer av ”ordning och reda” i svensk ekonomi genom att vara just ett sådant riktmärke och har sannolikt varit en viktig förklaring, men givetvis inte den enda, till att den svenska ekonomin har utvecklats så gynnsamt som den har gjort efter krisen i början av 1990-talet.

Lönebildningen har under den här tiden reformerats i olika avseenden. En viktig reform är det så kallade Industriavtalet, som bland annat innebär att industrin sedan drygt tjugo år tillbaka sätter ”märket” i löneförhandlingarna och i förlängningen därmed styr lönekostnadsökningarna i hela ekonomin. På så sätt tas hänsyn till den internationella konkurrenskraften när svenska löner sätts. Under många år samspelade inflationsmålet och Industriavtalet väl. Men under senare tid, när problemet har varit att inflationen varit för låg snarare än för hög, har detta inte längre fungerat lika friktionsfritt. Lite tillspetsat kan man säga att lönebildningen har styrts av två olika normer, inflationsmålet och industrins ”märke”, som inte längre nödvändigtvis drar åt samma håll.

De senaste åren har industrimärkets betydelse för löneavtalen i den övriga delen av ekonomin börjat diskuteras allt mer. Ett argument, som jag menar att det ligger mycket i, är att det viktigaste målet för lönebildningen inte främst bör vara att värna industrins internationella konkurrenskraft utan att åstadkomma balans för arbetsmarknaden som helhet.¹⁹ Som jag ser det är detta själva definitionen på en väl fungerande lönebildning. Det är förstås alltså så att industrins internationella konkurrenskraft är viktig, men en bra lönebildning behöver även ta hänsyn till andra faktorer.

En ordning där industrin alltid sätter normen kan göra det svårare att åstadkomma de förändringar av relativa löner som behövs för att få till stånd just balans på arbetsmarknaden. Om relativlönerna inte är tillräckligt flexibla hämmas exempelvis en samhällsekonomiskt effektiv fördelning av arbetskraften mellan yrken och sektorer. Det riskerar att leda till allvarliga obalanser på arbetsmarknaden, åtminstone på sikt.²⁰

I debatten har lyfts fram att det finns brist på arbetskraft inom delar av arbetsmarknaden, främst inom offentligt finansierad verksamhet, och den bristen kommer dessutom att öka framöver av demografiska skäl. Det kommer att behövas betydande höjningar av relativlönerna där för att täcka behoven av personal. En annan aspekt är att en ny konkurrensutsatt sektor gradvis växer fram, framför allt med fler tjänsteföretag. Konsekvenserna på sikt av att en relativt begränsad och sannolikt krympande del av ekonomin sätter märket för hela arbetsmarknaden är därför inget som vi bara kan ignorera och avstå från att diskutera.

Även samspelet mellan industrins lönenormering och inflationsmålet har diskuterats. Skälet är att den sammantagna nominella löneökningstakten i ekonomin har varit påfallande låg under senare år, trots att konjunkturläget före pandemin var gott och inflationen nära målet. Att löneavtalen inom svensk industri har varit återhållsamma beror till stor del på att löneökningarna i våra europeiska konkurrentländer har varit måttliga, sannolikt därför att många av dessa länder drabbades mycket hårt av den internationella finanskrisen och den efterföljande europeiska skuldskrisen. Eftersom industrins avtal utgör normen för löneavtalen även inom andra sektorer som bara delvis eller inte alls är konkurrensutsatta blir även dessa avtal låga.

Samspelet mellan det penningpolitiska ramverket och formerna för lönebildningen är en viktig fråga att analysera, både för Riksbanken och andra myndigheter och institutioner som har till uppgift att bidra till att den svenska ekonomin fungerar väl. Riksbanken ska förstås inte sträva efter att direkt påverka lönebildningen och försöka styra var avtalen ska hamna. Detta är upp till arbetsmarknadens parter att bestämma. Men här handlar det, som jag ser det, om att den norm som fått allt mer inflytande över lönebildningen har börjat hamna i konflikt med både inflationsmålet och det samhällsekonomiska målet om en väl fungerande lönebildning. Det är något vi behöver diskutera betydligt mer än vad som hittills varit fallet.

¹⁹ Se till exempel Calmfors (2018) och Calmfors m.fl. (2019).

²⁰ I ett tal jag höll för ett år sedan (Jansson, 2019) diskuterar jag lönebildningen mer ingående.

Mina viktigaste budskap

Låt mig avrunda med att sammanfatta mina viktigaste budskap. Penningpolitiken har sedan finanskrisen ställts inför en hel del utmaningar. Huvudproblemet är att ett historiskt lågt globalt realränteläge har gjort att centralbankerna haft svårt att föra en tillräckligt expansiv politik för att hålla inflationen vid målet och förbättra utvecklingen av sysselsättningen och produktionen. Det är bland annat detta problem som ligger bakom de förändringar i strategin som Federal Reserve nyligen gjorde. Coronapandemin har gjort dessa utmaningar svårare, men de fanns där redan före pandemin och kommer att kvarstå när den så småningom är över.

Att minska fokuset på inflationsmålet skulle inte ge penningpolitiken större manöverutrymme utan i stället i slutänden krympa det, eftersom räntan skulle slå i den nedre gränsen tidigare. Vi skulle dessutom oftare behöva ha negativ ränta. Ränteverktyget skulle alltså bli mindre effektivt, vilket skulle vara problematiskt även när det gäller att uppfylla andra mål, som eventuellt skulle ersätta inflationsmålet.

Jag menar att av de lösningar som har föreslagits i den internationella debatten skulle en höjning av inflationsmålet vara den bästa på sikt, eftersom det skulle öka möjligheterna för penningpolitiken att hålla sysselsättningen och inflationen uppe i dåliga tider. En höjning av målet kan te sig svår att genomföra idag, men jag upplever att stödet för en sådan åtgärd gradvis börjar öka internationellt. När det gäller den praktiska implementeringen tog jag bland annat upp ett förslag som går ut på att ett antal ledande centralbanker gemensamt tar detta steg.

En vanlig syn är att ett högre inflationsmål är orealistiskt och aldrig kommer att kunna nås, eftersom en inflation till och med under det existerande målet av en del tycks betraktas som en sorts naturtillstånd. Men jag har svårt att se att inflationen och inflationsförväntningarna kommer att vara helt opåverkade av den expansiva politik som världens centralbanker för och avser att föra under lång tid framåt. Det är dessutom möjligt att de krafter som under lång tid har pressat ned inflationen gradvis börjar vändas till sin motsats. Och jag tror också att många underskattar de möjligheter centralbankerna har att göra ett nytt högre inflationsmål trovärdigt.

Jag anser dessutom att vi behöver ta ett bredare grepp än att bara diskutera hur penningpolitiken kan reformeras. Det är också nödvändigt att se över hur de samhällsekonomiska mål och riktlinjer som vi har idag samspelar med varandra. Om vi lyckas förbättra det samspelet så kommer den svenska ekonomin generellt sett att utvecklas mer gynnsamt, vilket i förlängningen måste vara det vi alla är ute efter att åstadkomma.

Referenser

Ball, Laurence M. (2014), "The Case for a Long-Run Inflation Target of Four Percent", Working Paper WP/14/92, IMF.

Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia och Paolo Mauro (2013), "Rethinking Macro Policy II: Getting Granular", IMF Staff Discussion Note 13/03, International Monetary Fund.

Brainard, Lael (2020), "Bringing the Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy into Alignment with Longer-Run Changes in the Economy", anförande vid "How the Fed Will Respond to the COVID-19 Recession in an Era of Low Rates and Low Inflation", an event hosted by the Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at the Brookings Institution, Washington, D.C., 1 september.

Calmfors, Lars (2018), "Industrins lönenormering kan och bör reformeras", Lönebildning för jämlikhet – nr4, 6F – Fackförbund i samverkan.

Calmfors, Lars, Simon Ek, Ann-Sofie Kolm och Per Skedinger (2019), *Kollektivavtal och lönebildning i en ny tid*, Dialogos, Stockholm.

Clarida, Richard H. (2020), "The Federal Reserve's New Monetary Policy Framework: A Robust Evolution", anförande vid the Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C., 31 augusti.

Ellison, Martin, Sang Seok Lee och Kevin Hjortshøj O'Rourke (2020), "The end of 30 recessions", NBER Working Paper 27586.

Federal Reserve (2020), "Federal Open Market Committee announces approval of updates to its Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy", pressmeddelande, 27 augusti, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200827a.htm>

Furman, Jason och Lawrence Summers (2020), "A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates", uppsats presenterad vid konferensen "Fiscal policy advice for Joe Biden and Congress", Brookings och the Peterson Institute for International Economics, 1 december.

Gagnon, Joseph E. och Christopher G. Collins (2019), "The Case for Raising the Inflation Target Is Stronger than You Think", Realtime Economic Issues Watch, Peterson Institute for International Economics, <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/case-raising-inflation-target-stronger-you-think>

Galí, Jordi (2020), "Should the ECB Revise its Inflation Objective?", presentation vid ECB Sintra conference, november, https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20201111_ECB_Forum/presentation_Gali.pdf

Goodhart, Charles och Manoj Pradhan (2020), *The great demographic reversal*, Palgrave MacMillan.

Jansson, Per (2016), "Dags att skrota inflationsmålet?", anförande vid Swedbank, 7 december.

Jansson, Per (2018), "Peningpolitik i sämre tider – vilka möjligheter står till buds?", anförande på Svensk Försäkring, 4 december.

Jansson, Per (2019), "En ränteduvast och inflationshöks betraktelser", anförande vid Danske Bank, 3 december.

Krugman, Paul (2014), "Inflation Targets Reconsidered", uppsats presenterad vid ECB Sintra conference, maj.

Powell, Jerome H. (2020), "New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review", anförande vid "Navigating the Decade Ahead: Implications for Monetary Policy", an economic policy symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 27 augusti.

Rosengren, Eric S. (2015), "Changing economic relationships: Implications for monetary policy and simple monetary policy rules", anförande 16 april, Federal Reserve Bank of Boston.

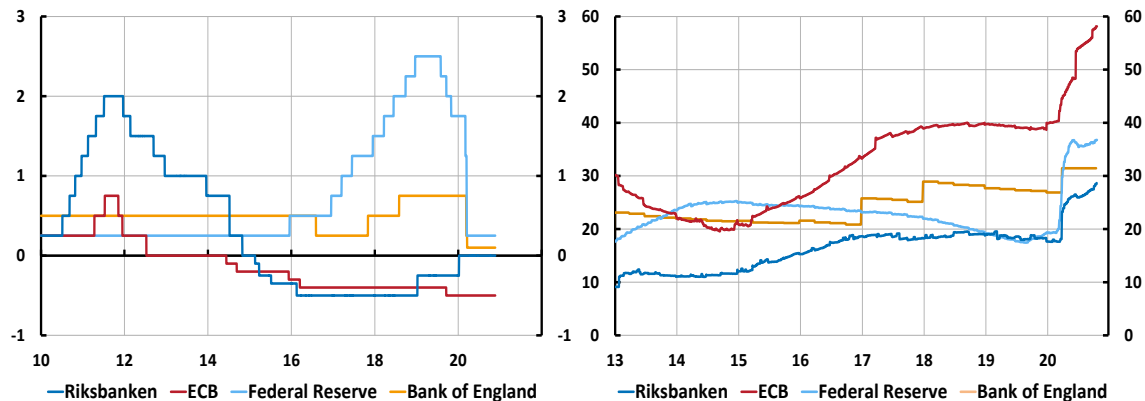
Skingsley, Cecilia (2016), "Ny spelplan för penningpolitiken: Vad kan en liten öppen ekonomi vänta sig?", anförande vid Kammarkollegiets kapitalmarknadsdag, 19 maj.

Summers, Lawrence H. (2016), "The Fed thinks it can fight the next recession. It shouldn't be so sure", kolumn i Washington Post, 6 september, <https://www.washingtonpost.com/news/wonk/wp/2016/09/06/larry-summers-the-fed-thinks-it-can-fight-the-next-recession-it-shouldnt-be-so-sure/>

Wilcox, David (2020), "Memo to the Federal Reserve on tools to fight the next recession", Peterson Institute for International Economics, <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/memo-federal-reserve-tools-fight-recession>

Diagram 1. Expansiv penningpolitik med låga styrräntor och utökade balansräkningar

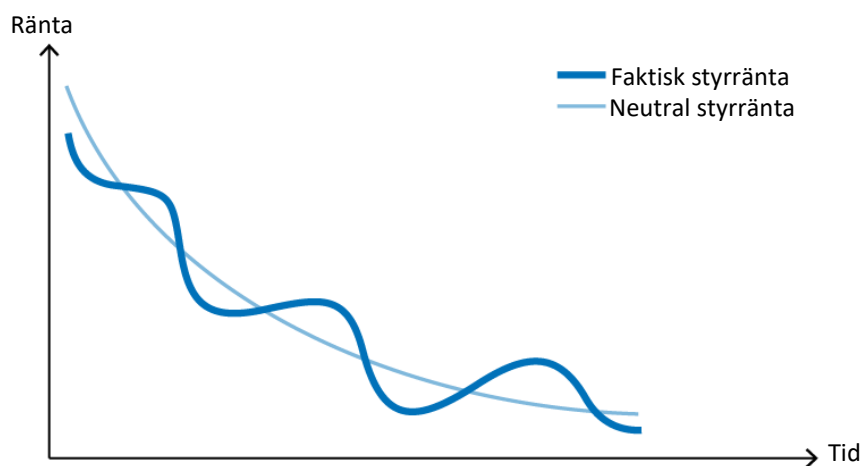
Styrräntor i procent respektive balansomslutningar i procent av BNP



Anm. Dagsdata, procent. Årlig BNP är beräknad som summan av innevarande kvartal och de tre senaste kvartalen. För observationer efter 2020-06-30 är årlig BNP summan av BNP för tredje kvartalet 2019 till andra kvartalet 2020.

Källor: Macrobond, nationella centralbanker och Riksbanken

Diagram 2. Den faktiska och neutrala styrräntan har fallit



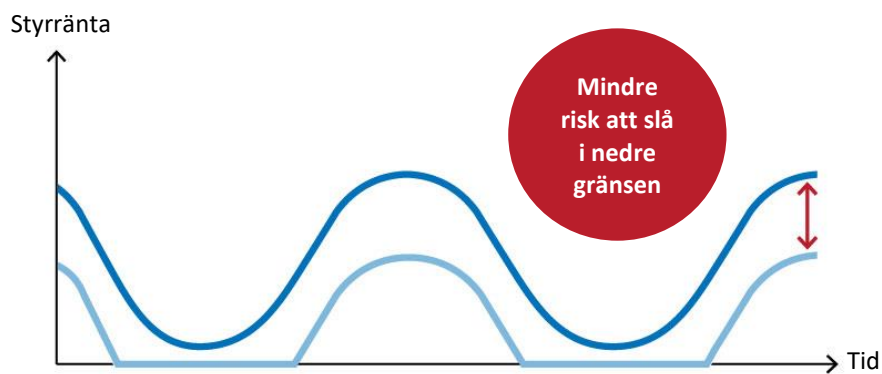
Källa: Riksbanken

Diagram 3. Låg genomsnittlig inflation gör att räntan inte kan sänkas tillräckligt mycket



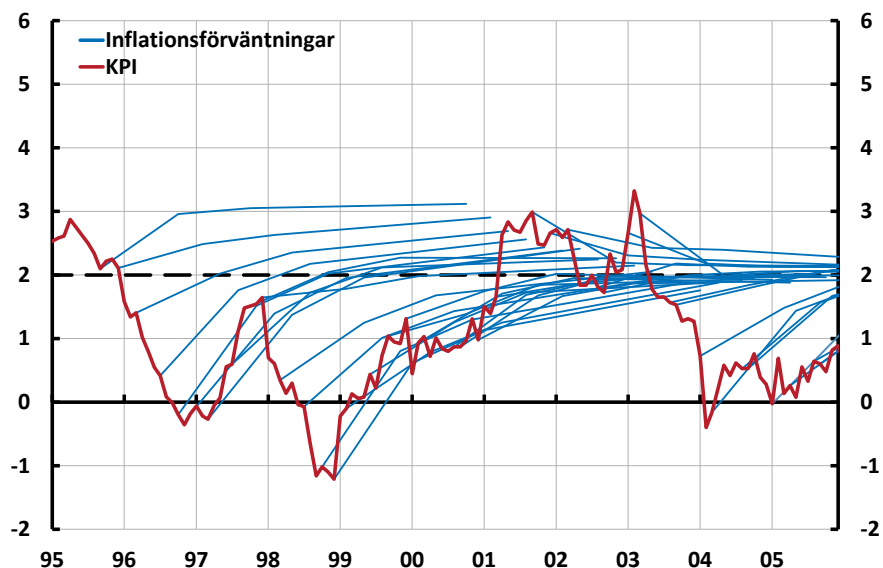
Källa: Riksbanken

Diagram 4. Ett högre inflationsmål minskar risken för att styrräntan slår i sin nedre gräns



Källa: Riksbanken

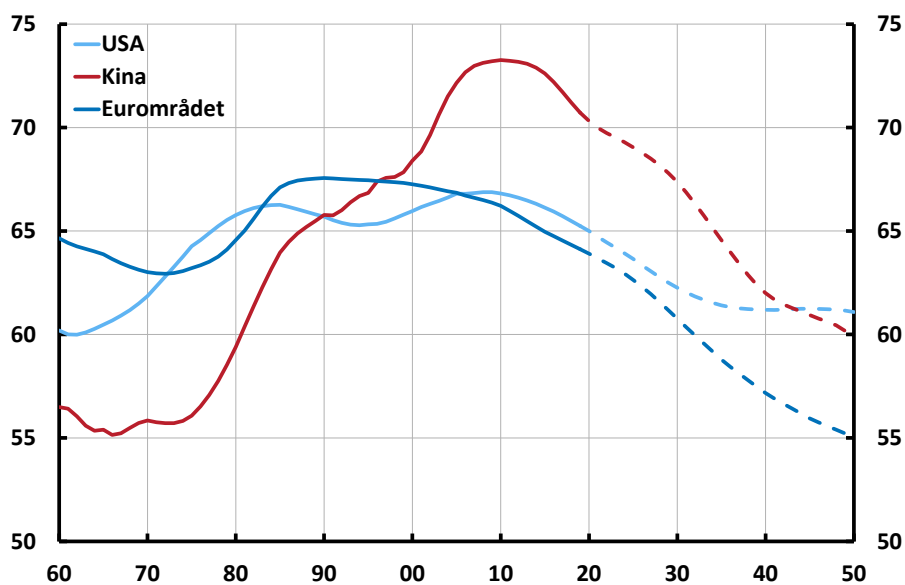
Diagram 5. Inflationsmålet förankrades gradvis



Anm. Inflationsförväntningarna avser penningmarknadens aktörer och inflationen ett, två och fem år framåt i tiden. Den streckade linjen avser inflationsmålet på två procent.

Källor: SCB och SIFO Prospera

Diagram 6. Trenden med ökande andel av befolkningen som arbetar har vänt

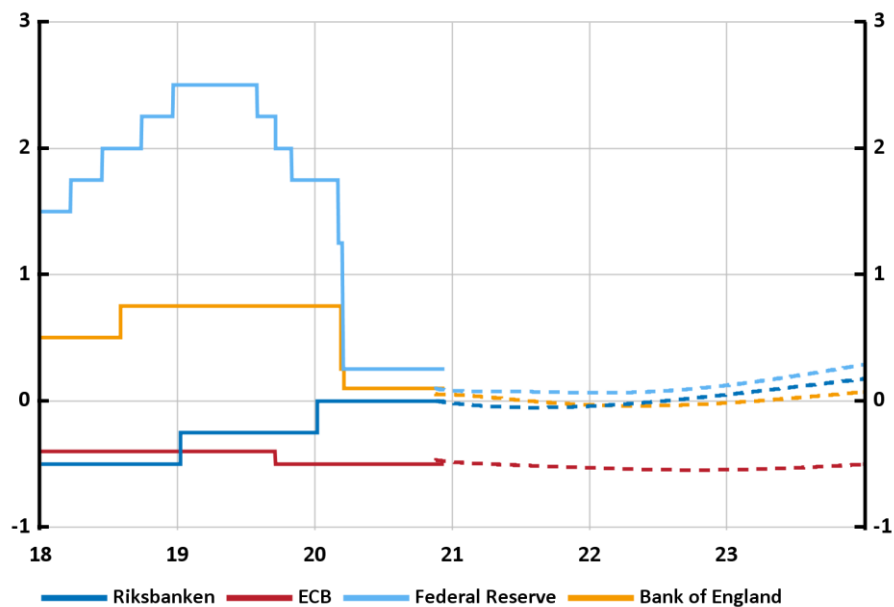


Anm. Andel av befolkningen mellan 15-64 år, procent.

Källa: Världsbanken

Diagram 7. Styrrentorna förväntas vara låga länge

Styrrentor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning, procent



Anm. Terminsräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar styrrentan. I Sverige finns ingen publicerad dagslåneränta, men normalt följer den reporäntan väl. Heldragna linjer är fram till 2020-11-23.

Källor: Macrobond och Riksbanken