



ANFÖRANDE

DATUM: 2022-12-09
TALARE: Vice riksbankschef Per Jansson
PLATS: Swedbank

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

Penningpolitik när inflationen är för hög – förutsättningar och utmaningar*

”Det kan gå decennier när inget händer, men ibland händer flera decennier inom loppet av några veckor.”

Orden sägs vara Vladimir Lenins, men om det verkligen är så är omtvistat. Citatet är hur som helst ett synnerligen passande avstamp för det jag tänker prata om idag.

En gång per år brukar jag hålla ett längre anförande som också publiceras på Riksbankens webbsida. Det senaste var i december 2021.¹ Talet då handlade om rollfördelningen i den makroekonomiska politiken och mitt huvudbudskap var att finanspolitiken framöver behöver bli mer aktiv än vad som har varit fallet de senaste decennierna.²

I talet betonade jag visserligen att inflationsmålet måste vara symmetriskt, det vill säga att det är lika viktigt att motverka alltför låg inflation som alltför hög. Men ännu vid den här tiden betraktades alltför hög inflation inte som något särskilt överhängande hot och det var heller inget jag tog upp specifikt i talet.

Läget har förändrats snabbt

För att påminna sig om hur läget såg ut ännu i slutet av januari i år kan man leta upp svenska prognosmakares inflationsprognoser vid den tiden. Eftersom energipriserna då hade börjat stiga trodde samtliga prognosmakare visserligen att inflationen 2022 skulle bli högre än målet på 2 procent. Men samtliga räknade också med att den effekten skulle vara tillfällig och att inflationen 2023 i genomsnitt

*Jag vill tacka Mikael Apel för arbetet med detta tal, Charlotta Edler, Bul Ekici, Jesper Hansson, Ann-Leena Mikiver och Marianne Sterner för värdefulla synpunkter och Elizabeth Nilsson översättning. De åsikter jag för fram är mina egna och delas inte nödvändigtvis av övriga direktionsledamöter.

¹ Jansson (2021).

² De tankar jag lyfte i det talet verkar ligga väl i tiden. I september i år publicerades en ESO-rapport om rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik; se Calmfors, Hassler och Seim (2022).

återigen skulle ligga under målet (diagram 1).³ Prognosmakarna bedömde att denna utveckling skulle vara förenlig med en styrränta som hölls kvar på noll procent 2022. Och bara ett fåtal utgick från blygsamma höjningar under 2023.

Idag är inflationen 9,3 procent och Riksbanken har, i likhet med andra centralbanker världen över, höjt styrräntan i ganska stora steg. Det här är en så god illustration som någon på hur snabbt och oväntat saker och ting har skett eller, för att knyta an till mitt inledande citat, på att flera decennier har hänt inom loppet av några veckor.

En naturlig slutsats är att den här utvecklingen var genuint svår att förutse. Det finns förvisso sådant som vi möjligen hade kunnat förutspå bättre, som den skjuts till inflationen som den snabba återhämtningen efter pandemin skulle komma att bidra till. Men man skulle också ha behövt förutse exempelvis att Ryssland skulle invadera Ukraina i februari 2022, att Ryssland skulle strypa sin export av naturgas till Europa och att detta skulle dra med sig elpriserna till exceptionellt höga nivåer.

Två motsatta typer av kritik mot penningpolitiken

Det kommer alltid att finnas de som i efterhand hävdar att saker och ting borde ha kunnat förutses – och inte sällan att de själva faktiskt gjorde det. Ett argument som förekommit i den svenska debatten är att dagens höga inflation är ett självklart resultat av den expansiva politik som Riksbanken och många andra centralbanker tidigare förde, under den ganska långa period då problemet var det omvända, det vill säga att det var svårt att få inflationen att nå upp till inflationsmålet.

Det är visserligen rimligt att anta att inflationsimpulser från exempelvis stegrade energipriser lättare får fotfäste om efterfrågan i ekonomin har hållits uppe av en expansiv politik än om den inte har gjort det. Men längre än så tycker jag att det är svårt att dra detta argument. Förutom att det redan finns övertygande förklaringar till den höga inflationen skulle det kräva att en penningpolitik som under årtal haft svårt att få upp inflationen till målet plötsligt skulle resultera i någon form av ketchup-effekt som innebär att inflationen i stället kraftigt skjuter över det. Visserligen brukar man säga att penningpolitiken verkar med lång och varierande fördröjning, men detta skulle i så fall vara ett extremt exempel, med en mycket märklig penningpolitisk transmissionsmekanism.⁴

I den svenska debatten förekommer också en närmast omvänd argumentation. Den går ut på att den höga inflationen *helt och hållet* beror på att utbudet av råvaror och insatsvaror har påverkats av pandemin och kriget i Ukraina, och att det

³ Spridningen i inflationsprognoserna för 2023 var relativt stor, från Nordeas 1,2 procent till Swedbanks 1,9 procent. Inflationen exklusive energipriser var så sent som i december 2021 1,7 procent, vilket innebar en nedgång med 0,2 procentenheter jämfört med utfallet i november 2021. De första tecknen i den faktiska prisutvecklingen på att inflationen exklusive energipriser var på väg att stiga fanns i januariutfallet, som uppgick till 2,5 procent. Detta utfall publicerades av SCB den 18 februari. Det här är en viktig förklaring till att prognosmakarnas inflationsprognoser fortfarande en bit in på 2022 utgick från att inflationen snabbt skulle vara tillbaka vid målet.

⁴ Det finns också exempel på länder där inflationen har stigit mycket även om penningpolitiken inte har varit lika expansiv under lika lång tid som i Sverige. Exempelvis hade Australien och Nya Zeeland en styrränta som låg på 1,5 respektive 1,75 procent 2017, 2018 och en bit in på 2019, innan den sänktes. Man började också med tillgångsköp relativt sent, i november 2020 respektive slutet av mars 2020. Tredje kvartalet 2022 uppgick inflationen till 7,3 procent i Australien och 7,2 procent i Nya Zeeland.

därför är meningslöst och kontraproduktivt för Riksbanken att försöka få ned inflationen igen genom att höja räntan. Om man i stället bara väntar ett tag så kommer effekterna på inflationen att avta och då faller den tillbaka till målet av sig själv. Men även det är en tveksam argumentation. Inflationen beror inte enbart på utbudsdrivna prisuppgångar utan den har spritt sig bredare i ekonomin. Detta har till en del berott på att efterfrågan ökat oväntat snabbt under återhämtningen efter pandemin. Olika mått på den underliggande inflationen, som fångar sådana mer breda, trendmässiga rörelser, har stigit kraftigt under året. Att prisökningarna har kommit på bred front understryks också av att de syns i såväl varupriser som tjänstepriser (diagram 2). Inflationen är därför inte övergående, i meningen att den faller tillbaka utan att penningpolitiken överhuvudtaget behöver reagera.

Ibland hakar man här på ett argument som baseras på att när Riksbanken höjer räntan så ökar hushållens räntekostnader. Det gör i sin tur att kraven på löneökningar blir högre, vilket i förlängningen får inflationen att öka ännu mer. Det här argumentet vänder på det konventionella resonemanget: Penningpolitiken skulle då inte längre styra inflationen genom att påverka efterfrågan och inflationsförväntningarna, utan genom att påverka räntekostnaderna – ju högre ränta och räntekostnader, desto högre inflation. Jag har svårt att köpa det resonemanget. Det skulle innebära att centralbanker framöver skulle behöva agera på ett helt nytt sätt, som inte har stöd i vare sig ekonomisk teori eller praktiska erfarenheter. Man kan också notera att det här argumentet inte förekom under den period då inflationen var låg – det vill säga att Riksbanken då skulle ha behövt höja räntan för att få upp hushållens räntekostnader och i förlängningen därmed inflationen.

Tillfällig paus från låginflationsmiljön snarare än varaktig förändring?

Innan jag fortsätter skulle jag vilja betona att även om mycket har hänt under kort tid så ändrar inte detta slutsatsen i mitt tal för ett år sedan – att finanspolitiken och penningpolitiken behöver hjälpas åt på ett bättre sätt än som har varit fallet de senaste decennierna. Mitt resonemang då baserades på det faktum att styrräntan under lång tid hade legat på eller mycket nära sin effektiva nedre gräns – en gräns där det inte är möjligt att sänka räntan mer, eller där de negativa sidoeffekterna av att göra det i varje fall riskerar att bli mycket stora. Utvecklingen var en följd av att den globala reala jämviktsräntan hade fallit under ett par decennier till en historiskt låg nivå. Denna ränta kan centralbankerna inte påverka men de kan heller inte bortse från den när de sätter sina styrräntor – det är nämligen avståndet mellan styrräntan och detta normala ränteläge som i grunden bestämmer hur expansiv eller åtstramande penningpolitiken blir. I takt med att det reala ränteläget har fallit har styrräntan behövt sänkas till allt lägre nivåer för varje konjunkturcykel. När styrräntan har slagit i den nedre gränsen finns det begränsade möjligheter att använda penningpolitiken för att påverka efterfrågan och inflation, och min poäng var att finanspolitiken därför behöver träda in i större utsträckning.

Läget nu är annorlunda, i varje fall för tillfället. Inflationen är hög och den nedre gränsen för styrräntan är i dagsläget inte längre något som hämmar penningpolitiken. Men det kan i stället tillkomma andra komplikationer där finanspolitiken kan bidra till ett bättre samhällsekonomiskt utfall. Jag kommer att återkomma till det.

Här är det också viktigt att inflika att det är tveksamt om den globala ekonomiska spelplanen i längden har ändrats på något genomgripande sätt av det som har hänt det senaste året. Framför allt är det svårt att se att den globala reala jämviktsräntan skulle ha påverkats i någon större utsträckning. Den förväntas enligt de flesta uppskattningar förbli på en historiskt låg nivå under överskådlig tid. Eftersom den bestämmer vilka styrräntor centralbankerna i längden kan sätta innebär det att vi om några år, när vi fått bukt med dagens höga inflation, mycket väl kan vara tillbaka i ett läge där penningpolitiken återigen har att tampas med styrräntor vid den nedre gränsen och alltför *låg* inflation (diagram 3).⁵

En möjlig reservation här hänger samman med att västvärlden under lång tid har varit beroende av rysk energi och kinesiska marknader. Inte minst pandemin och kriget i Ukraina har visat att detta beroende har gjort många företag och verksamheter sårbara. Det tycks därför bli allt vanligare att man börjar fundera på hur beroendet kan minskas och produktionen göras mer robust. Ett sätt att göra detta är genom så kallad reshoring, det vill säga att man flyttar verksamheter närmare hem igen. I så fall skulle den globalisering som bidragit till att dämpa inflationen de senaste decennierna börja rullas tillbaka.

Detta skulle kunna innebära att den "motvind" som inflationen länge har haft vänds till en "medvind". Även om den globala reala jämviktsräntan skulle förbli låg framöver så behöver det då inte bli lika vanligt som hittills att centralbankernas styrräntor ligger vid den nedre gränsen. Det är dock i dagsläget, när det geopolitiska landskapet är mycket osäkert och förändras hela tiden, svårt att säga vilken betydelse reshoring kommer att ha för centralbankernas penningpolitik och för världsekonomin på ett mer generellt plan.

Likheter med 1970-talet

Men låt oss fokusera på dagsläget. Inflationen är idag högre än någon gång under hela den period vi har haft ett inflationsmål. I den meningen kan man säga att det faktiskt är första gången som inflationsmålspolitiken sätts på prov riktigt på allvar "på uppsidan".⁶ För Sveriges del är inflationen idag ungefär lika hög som den var under 1970- och 1980-talen, då den genomsnittliga årliga inflationen låg över 8 procent (diagram 4).

⁵ Det finns forskning som tyder på att den globala realräntan på grund av demografiska faktorer till och med kommer att sjunka ytterligare framöver; se Auclert m.fl. (2021). Flera av världens stora ekonomier är nu inne i en period när arbetskraften växer långsammare, och då lönar det sig mindre för företagen att genomföra stora investeringar. Även om sparandet faller så minskar företagets incitament att investera ännu mer. Prediktionen är därför att den globala realräntan kommer att falla under lång tid framöver.

⁶ När inflationsmålet infördes i början av 1990-talet fick Riksbanken "medvind" från den då rådande ekonomiska krisen, som innebar att inflationen pressades ner till en nivå nära målet och gjorde att uppgiften därefter "bara" gick ut på att försöka hålla kvar inflationen på denna nivå.

Det är inte den enda likheten med den perioden. Den höga inflationen då utlöstes av liknande faktorer som den höga inflationen idag. Under 1970-talet ökade energipriserna kraftigt till följd av politiska oroligheter och produktionsstörningar i Mellanöstern, ungefär på samma sätt som energi- och råvarupriser idag har pressats upp i spåren av pandemin och kriget i Ukraina.

En viktig förklaring till den varaktigt höga inflationen under 1970- och 1980-talen var de förväntningar som ekonomins aktörer hade om inflationen i framtiden. Om hushåll och företag förväntar sig hög inflation framöver så påverkar detta hur företagen sätter sina priser och vilka lönekrav hushållen har. Den inflation som sedan blir resultatet av den inflationistiska pris- och lönebildningen bekräftar förväntningarna och påverkar i sin tur de nya förväntningarna om inflationen i framtiden. Detta ger ett nytt varv av effekter på pris- och lönebildningen och den höga inflationen blir på så sätt en självgenererande process.

Ett skäl till att den höga inflationen byggdes in i förväntningarna hos hushåll och företag var att detta inte motverkades i tillräcklig utsträckning av den samlade ekonomiska politiken. I stället blev politiken systematiskt alltför expansiv.

Sverige hade under denna tid en fast växelkurs. Tanken var att detta skulle ha en disciplinerande effekt på pris- och lönebildningen: Om svenska priser och löner ökade snabbare än priserna och lönerna i omvärlden skulle vår konkurrenskraft försvagas, exporten minska och arbetslösheten öka. Men den inhemska inflationstrenden blev trots det alltför stark. När pris- och löneutvecklingen i Sverige blev kraftigare än i omvärlden skapade det förväntningar hos ekonomins aktörer om att de kostnadskriser och den arbetslöshet som blev resultatet skulle avhjälpas genom att kronans värde skrevs ned, det vill säga genom att vi devalverade. Genom återkommande devalveringar uppfylldes också de höga inflationsförväntningarna. Till detta kom att lönebildningen i sig fungerade dåligt på grund av brister i samordningen mellan arbetsmarknadens parter.

Eftersom ambitionen var att hålla en fast växelkurs fanns det inga större möjligheter att dämpa inflationstrenden genom räntehöjningar. Penningpolitiken behövde inriktas på att upprätthålla den valda växelkursrelationen. Finanspolitiken var heller inte tillräckligt stram. Denna ekonomiska miljö var en bra grogrund för varaktigt hög inflation. Medan inflationstrenden i exempelvis USA bröts redan i början av 1980-talet i samband med en omläggning av penningpolitiken under dåvarande chefen för Federal Reserve, Paul Volcker, så bröts den i Sverige först i samband med krisen i början av 1990-talet.

Bättre utformade ramverk ger goda förutsättningar

Den utmaning som världens centralbanker idag står inför kan, lite förenklat, sägas vara att förhindra att 1970- och 1980-talens inflationsutveckling körs i repris genom att dagens höga inflation biter sig fast i förväntningarna hos ekonomins aktörer. Eftersom mycket ser annorlunda ut idag jämfört med då är förutsättningarna att klara den utmaningen goda.

Efter 1990-talskrisen gjordes stora förändringar i de svenska ekonomisk-politiska ramverken. I stället för att försvara en fast växelkurs skulle penningpolitikens uppgift vara att hålla inflationen låg och stabil. I januari 1993 tillkännagav Riksbanken

att ett inflationsmål på 2 procent skulle träda i kraft från och med den 1 januari 1995. Efter hand stadfästes den nya ordningen genom förändringar i det penningpolitiska ramverket. Prisstabilitetsmålet skrevs in i lagen 1999 samtidigt som de penningpolitiska besluten delegerades till en självständigt arbetande direktion. Riksbanken har därför numera helt andra möjligheter att agera kraftfullt för att motverka hög inflation. Det underlättar förstås också att perioden med inflationsmål har gjort att de långsiktiga inflationsförväntningarna i utgångsläget är betydligt bättre förankrade än de var under 1970- och 1980-talen.

Finanspolitiken skulle å sin sida i betydligt större utsträckning än tidigare inriktas på att hålla de offentliga finanserna i gott skick, för att upprätthålla marknadens förtroende. Budgetprocessen ändrades så att det skulle gå lättare att få kontroll över hur utgifterna utvecklades, samtidigt som det offentliga sparandet i genomsnitt skulle vara positivt genom det så kallade överskottsmålet. De här förändringarna har gjort att finanspolitiken inte i sig längre bidrar till en ihållande hög inflation, såsom var fallet under 1970- och 1980-talen.

Svensk lönebildning förändrades också och fungerar numera på ett helt annat sätt än under 1970- och 1980-talen. En viktig reform var det så kallade Industriavtalet från 1997, som bland annat innebär att industrin sätter ”märket” i löneförhandlingarna och i förlängningen därmed styr hur lönekostnadsökningarna utvecklas i hela ekonomin. Detta fungerar som en broms i systemet och minskar risken för prislönespiraler.

På det internationella planet har världens centralbanker överlag också reagerat på ett annat sätt än under 1970-talet. Även detta beror i hög grad på förändringar i de penningpolitiska ramverken, som sätter fokus på att hålla inflationen låg och stabil. Det har visserligen funnits en diskussion om att räntehöjningarna på sina håll har varit för långsamma och penningpolitiken därför hamnat ”efter kurvan”. Men reaktionen har ändå varit förhållandevis snabb och, kanske än viktigare, relativt samtidig (diagram 5). Att centralbankerna denna gång har agerat både relativt tidigt och unisont borde innebära att möjligheterna att dämpa den globala inflationen är goda.

Risk för att centralbankerna tar i för mycket?

De finns dock de som menar att den här mer eller mindre samtidiga och kraftfulla reaktionen från världens centralbanker inte nödvändigtvis bara är av godo utan att synkroniseringen också skulle kunna utgöra ett problem.⁷ Tanken är den här: Varje enskild centralbank tenderar att fokusera på inflationen i det egna landet och höjer styrräntan för att stävja den. Men inflationen i varje enskilt land påverkas också av hur hög inflationen är internationellt, exempelvis via importpriserna. Hur mycket denna internationella inflation påverkas av de egna räntehöjningarna tar man vanligtvis inte med i avvägningen, eftersom effekten antas vara försumbar. Med en ekonomiterm kan man säga att de enskilda centralbankerna alltså inte *internaliserar* de effekter den egna politiken får på den internationella inflationen. Men, genom att i stort sett alla centralbanker höjer räntorna samtidigt

⁷ Se till exempel Obstfeld (2022).

dämpas den internationella inflationen ganska påtagligt. Resultatet av att inte beakta den här effekten skulle kunna bli att alla centralbanker tar i lite mer i sina höjningar än de behöver göra. Detta kan i sin tur leda till att hela världsekonomin utvecklas svagare än nödvändigt.⁸

Det här är en intressant hypotes som är värd att begrunda, även om det inte är lätt att se hur man skulle kunna ta hänsyn till den i den praktiska politiken. En formell internationell samordning av penningpolitiken är nog inget som ligger i korten och utan en sådan är det naturligt att varje enskild centralbank fortsätter att fokusera på inflationen i det egna landet. Men en positiv tolkning är att om det här är något som centralbankerna har i bakhuvudet så minskar ändå risken för att räntehöjningarna blir överdrivet stora i de enskilda länderna.

Enklare kommunikation när inflationen är för hög...

Även i kommunikationshänseende är förutsättningarna gynnsamma. Som jag konstaterade tidigare gick det för svensk del inte att tala om någon egentlig pris- och konjunkturstabiliserande penningpolitik under 1970- och 1980-talen, eftersom räntan var hänvisad till att försvara den fasta växelkursen. Det fanns alltså i princip inte heller någon penningpolitisk kommunikation. Men jämfört med den period vi har gått igenom mer nyligen, där det har varit svårt att nå *upp* till inflationsmålet, har kommunikationen kring penningpolitiken på sätt och vis nu blivit lättare.

Att hög inflation är någonting dåligt är alla överens om. Man får helt enkelt mindre varor för samma summa pengar när man handlar och blir på det sättet fattigare. Det är något som märks i allas vardag.

Att det är ganska enkelt att förklara att hög inflation är problematiskt betyder inte att alla utan vidare kommer att ställa sig bakom de räntehöjningar som är nödvändiga för att hantera problemet. Om det skulle krävas en period med svag ekonomisk utveckling för att inflationen ska komma tillbaka till målet uppkommer dessutom en specifik utmaning: Då gäller det att försöka förklara att detta ändå är att föredra framför en utveckling där den höga inflationen i stället blir bestående. Det är förstuds inte särskilt lätt eftersom allmänheten uppfattar det som har hänt, men inte det som skulle kunna hända.

Men på det hela taget tror jag att de flesta har ganska stor förståelse för att en centralbank med ett inflationsmål på 2 procent inte bara kan sitta och vänta på att en inflation på omkring 10 procent ska falla tillbaka utan att något görs för att åstadkomma det. Det var ju i mångt och mycket genom en sådan politik som den höga inflationen på 1970-talet kunde få fäste. Detta sagt är det givetvis en bedömningsfråga exakt hur mycket räntan behöver höjas. Jag kommer att återkomma till hur återgången till inflationsmålet kan komma att se ut i olika scenarier.

⁸ En annan mekanism som kan leda till sammantaget allt för stora räntehöjningar är om centralbankerna försöker åstadkomma en lägre inflation genom att stärka den egna valutan. Detta kräver att räntan höjs mer än i omvärlden, vilket kan leda till en internationell kapplöpning mot högre räntor.

... än när den är för låg

Jag upplever att det har varit svårare att förmedla att det är lika problematiskt om inflationen varaktigt är alltför *låg*. Riksbanken har under perioden med låg inflation fått kritik från en del håll för att den har försökt få upp inflationen till målet på 2 procent och därför hållit styrräntan låg trots att utvecklingen i ekonomin i övrigt har varit förhållandevis god.

Argument som har förts fram är att Riksbanken borde "tillämpa målet mer flexibelt" och inte "jaga tiondelar". Men då har man missuppfattat vilka Riksbankens bevekelsegrunder har varit och själva poängen med inflationsmålet. Det har aldrig handlat om att inflationen ska vara 2 procent bara för sakens skull, utan om att det är ett sätt att försäkra sig om att 2 procent förblir det långsiktiga ankarat för pris- och lönebildningen i ekonomin. På samma sätt som en hög inflation riskerar att påverka de långsiktiga förväntningarna hos ekonomis aktörer riskerar givetvis en för låg inflation att också göra det.

Eftersom nominella räntor inbegriper en kompensation för inflationen, så kommer räntorna i genomsnitt att vara lägre ju lägre den genomsnittliga och förväntade inflationen är. Det finns dessutom en effektiv nedre gräns för styrräntan, där de positiva effekterna av ytterligare sänkningar upphör och de negativa börjar väga över. Kombinationen av ett lågt genomsnittligt ränteläge och en nedre gräns för styrräntan innebär att utrymmet att sänka räntan är begränsat.⁹

Penningpolitikens möjligheter att stimulera ekonomin i rejäla lågkonjunkturer, när detta verkligen behövs, kommer därmed att minska. Att penningpolitiken har ett tillräckligt utrymme att göra detta är förstås viktigt, men det är kanske inget som människor noterar i sin vardag på samma sätt som de noterar om priserna stiger i affären.

Här kan det vara värt att poängtera, vilket jag ofta och gärna gör, att om man tycker att det inte gör så mycket att inflationen i genomsnitt är lägre än 2 procent samtidigt som man ogillar nollränta eller negativ ränta – vilket förefaller vara en ganska vanlig åsiktskombination – så är detta två argument som motsäger varandra. Om den genomsnittliga inflationen är lägre än 2 procent kommer det oundvikligen att bli *ännu* vanligare med nollränta eller negativ ränta.

Eftersom inflationen idag i stället är alldeles för hög har den här diskussionen för ögonblicket försvunnit från agendan. Men som jag konstaterade tidigare så är det inte omöjligt att vi om något år eller så är tillbaka i ett läge där den kan bli aktuell igen.

Ett bra och ett dåligt scenario

De ekonomisk-politiska ramverken gör alltså att förutsättningarna är goda för att vi ska kunna komma tillbaka till inflationsmålet i ett rimligt tidsperspektiv. Det är heller ingen tvekan om att Riksbanken har de verktyg som krävs för att åstadkomma detta. När det gäller våra möjligheter att höja styrräntan finns ju ingen

⁹ För ett mer utförligt resonemang, se Jansson (2020).

gräns uppåt på samma sätt som det finns en nedåt. Givetvis är även räntehöjningar förknippade med kostnader, men svårigheterna att återföra inflationen till målet handlar inte om bindande begränsningar utan om hur snabbt det rimligen kan ske. Men även om påfrestningarna på realekonomin skulle bli stora så råder ingen tvekan om att vi kommer att göra det som krävs för att klara inflationsmålet.

Det här har att göra med att det står helt klart att utvecklingen längre fram i svensk ekonomi skulle bli betydligt sämre om den höga inflationen skulle tillåtas att bita sig fast – det vet vi av erfarenheter från såväl Sverige som andra länder. Frågan är alltså inte *om* inflationen kommer att återgå till målet, utan *hur* det kommer att ske och hur svensk ekonomi kommer att utvecklas medan det pågår. Det kan bli smärtsamt men det kan också gå relativt smidigt.

Hur väl svensk ekonomi i stort kommer att utvecklas beror på samspelet mellan olika aktörer. Det är den insikten som jag menar har kommit lite i skymundan och som var skälet till det anförande om rollfördelningen mellan finanspolitik och penningpolitik som jag höll för ett år sedan. Men det handlar inte bara om den makroekonomiska policymixen, utan också om ett bredare samspel, där många aktörer i ekonomin är inblandade.

Låt mig beskriva hur inflationen kan föras tillbaka till målet i ett gynnsamt scenario. I princip är det Riksbankens nuvarande prognos jag beskriver, men utan siffror och i mer allmänna termer.

De höjningar av styrräntan som Riksbanken har gjort och räknar med att behöva göra medverkar till att inflationen börja vända nedåt under 2023. Till detta bidrar också att de begränsningar i utbudet som tillfälligt pressat upp exempelvis råvarupriserna klingar av, och att den internationella inflationen dämpas av att centralbankerna överlag höjer sina räntor. Ekonomins aktörer litar på att den höga inflationen är tillfällig och ganska snart kommer att återgå till målet. De mer långsiktiga inflationsförväntningarna förblir därmed förankrade vid 2 procent. Löneökningarna och industrimärket utgår från att inflationsmålet kommer att gälla även i framtiden, det ändrar inte den tillfälliga uppgången i inflationen på. Företagen avstår från överdrivna prishöjningar som riskerar att ge upphov till kompensatoriska löneökningar som ökar deras kostnader, och som tvingar Riksbanken att höja räntan ytterligare, vilket driver upp deras kostnader ännu mer. Finanspolitiken fokuserar i sin tur på att så träffsäkert som möjligt kompensera hushåll och företag som drabbas särskilt hårt under de sämre tider som knappast kommer att gå att undvika för en tid framöver. I ett sådant scenario kommer inflationsmålet att kunna fortsätta att utgöra en grund för en mer långsiktigt gynnsam utveckling i svensk ekonomi, utan väldigt stora räntehöjningar från Riksbankens sida (diagram 6).

I ett dåligt scenario händer det rakt motsatta. Räntehöjningarna framstår som otillräckliga och ekonomins aktörer börjar tvivla på att inflationen kan återgå till målet inom överskådlig tid. Det leder till att de mer långsiktiga inflationsförväntningarna i ekonomin stiger. Löneökningarna utgår från att inflationen ska bli mer varaktigt hög och i det läget ser företagen inga större problem med att fortsätta höja priserna – en prislönespiral enligt 1970- och 1980-talssnitt tar sin början. Fi-

nanspolitiken å sin sida baseras på breda stimulansåtgärder i stället för på mer riktade åtgärder. Dessa driver upp den aggregerade efterfrågan i ekonomin som helhet och bidrar till att den höga inflationen biter sig fast. Här blir samspelet mellan finanspolitiken och penningpolitiken alltså återigen bristfälligt.¹⁰ För att få bukt med inflationen måste Riksbanken då höja räntan betydligt mer än vad vi nu räknar med.¹¹ Eftersom hushåll och företag är högt skuldsatta kan detta få mycket stora negativa återverkningar. Även i ett sådant sämre scenario kommer inflationen så småningom att återgå till målet, men vägen dit kommer att ta längre tid och bli betydligt mer smärtsam, för alla i Sverige. Det är förstås inte nödvändigt att allt detta går fel för att vi ska få ett dåligt scenario med mer varaktigt hög inflation. Det räcker med att delar av det som jag tagit upp gör det.

Samspel viktigt även när inflationen är för hög

Låt mig avrunda. Jag brukar ofta poängtera att inflationsmålet är ett samhällsekonomiskt mål och inte enbart Riksbankens mål. Det är visserligen Riksbanken som är satt att uppfylla det, men hur väl detta lyckas har stor betydelse i ett mycket bredare samhällsekonomiskt perspektiv. Det finns ett starkt politiskt stöd för inflationsmålet, som i sin tur baseras på övertygelsen om att ekonomin helt enkelt fungerar bättre med en viss, låg och stabil inflation. Den utveckling vi har haft sedan målet infördes tyder också på att så är fallet (diagram 7).

Under det senaste decenniet har det blivit tydligt att det kan vara problematiskt med en ordning där ansvaret för inflationsmålet ses som helt och hållet vilande på Riksbanken, och inte som ett mål som många aktörer måste ge sitt stöd till. Det var uppenbart under den långa period då Riksbankens styrränta låg nära den nedre gränsen, och Riksbanken också kompletterade sin politik med andra åtgärder som värdepappersköp, men det trots detta var svårt att få inflationen att nå upp till målet. Detta var inte ett specifikt svenskt fenomen utan något som många avancerade länder brottades med. Penningpolitiken räckte helt enkelt inte till och behövde stöd från andra politikområden och aktörer, som oavsett om de gillar det eller inte också spelar roll för inflationsutvecklingen. Man skulle kunna uttrycka det som att även om vi numera för varje enskilt politikområde har väl utformade ramverk på plats så är detta i sig inte alltid tillräckligt för att garantera ett bra ekonomiskt utfall – ramverken måste också fungera tillsammans och resultera i en meningsfull helhet.

Mycket har visserligen ändrats på ett år. Inflationen har stigit kraftigt världen över och centralbankerna har höjt styrräntorna snabbt och ganska mycket. Problemen med styrräntornas nedre gräns och alltför låg inflation har därför för tillfället försvunnit från dagordningen. Men som jag har konstaterat är det långtifrån uppenbart att den globala ekonomiska spelplanen i längden har ändrats på något ge-

¹⁰ En illustration av vikten av samspel mellan finanspolitiken och penningpolitiken är de marknadsreaktioner som den brittiska regeringens förslag till mini-budget den 23 september utlöste. Förslaget bedömdes motverka Bank of Englands försök att bromsa inflationen och ansågs inte trovärdigt. Räntorna steg påtagligt och pundet försvagades kraftigt.

¹¹ Se fördjupningen "Alternativa scenarier för inflationen och penningpolitiken" i Penningpolitisk rapport november 2022 för exempel på hur utvecklingen kan bli om inflationen blir högre än i Riksbankens prognos.

nomgripande sätt. Framför allt talar mycket för att den globala reala jämviktsräntan ligger kvar på en historiskt låg nivå. Det är därför möjligt, kanske till och med troligt, att de här problemen dyker upp igen om några år.

Men mitt kanske viktigaste budskap idag är att det behövs ett samspel mellan olika aktörer i ekonomin även när inflationen är alltför hög, som den är idag. Visserligen begränsas penningpolitiken inte på samma sätt av restriktioner uppåt som nedåt – räntan kan höjas utan att den slår i något tak. Men även om det inte finns någon sådan begränsning att höja räntan så tilltar problemen gradvis ju högre styrräntan behöver bli för att få inflationen tillbaka till målet. Här handlar det alltså inte om huruvida inflationen kommer att kunna nå målet över huvud taget, utan om hur stora kostnaderna för svensk ekonomi på kort sikt kommer att bli för att åstadkomma detta. Ju bättre samspel, desto smidigare kommer nedväxlingen av inflationen att gå.

Om vi nu verkligen ser inflationsmålet som ett samhällsekonomiskt mål som ger bra förutsättningar för en gynnsam långsiktig ekonomisk utveckling så borde ett sådant samspel vara både möjligt och önskvärt att få till stånd.

Referenser

Auclert, Adrien, Hannes Malmberg, Frederic Martenet och Matthew Rognlie (2021), "Demographics, Wealth, and Global Imbalances in the Twenty-First Century", NBER Working Paper 29161.

Calmfors, Lars, John Hassler och Anna Seim (2022), *Samspel för stabilitet – en ESO-rapport om rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik*, Rapport till Expertgruppen för Studier i Offentlig Ekonomi.

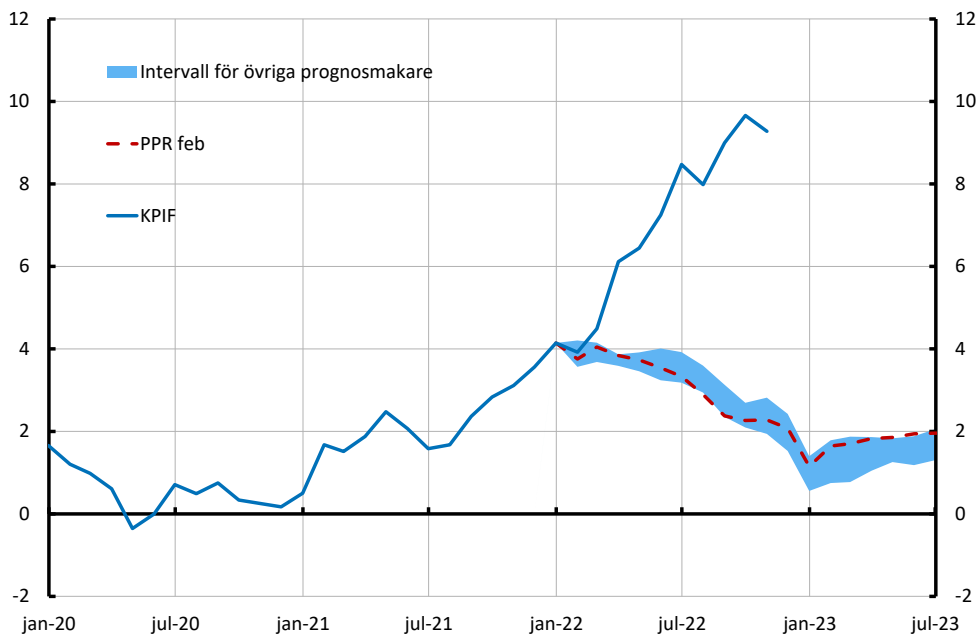
Jansson, Per (2020), "Tankar kring behovet av förändringar i inflationsmålpolitiken", anförande vid Handelsbanken, 16 december.

Jansson, Per (2021), "Är det dags att se över rollfördelningen i den makroekonomiska politiken?", anförande vid Sveriges riksbank, 8 december.

Obstfeld, Maurice (2022), "Uncoordinated monetary policies risk a historic global slowdown", blogginlägg, Peterson Institute for International Economics, <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/uncoordinated-monetary-policies-risk-historic-global-slowdown>.

Diagram 1. Annorlunda inflationsutveckling än vad prognsmakare trodde i januari

Årlig procentuell förändring

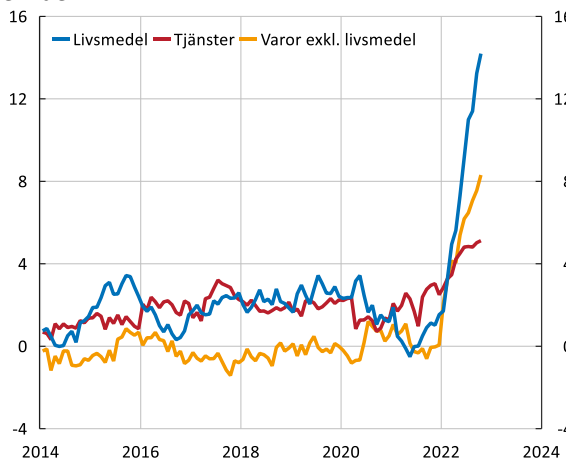


Anm. Avser prognoser baserade på utfall för KPIF till och med december 2021. Intervallet visar spridningen mellan högsta och lägsta prognos gjord av andra bedömare.

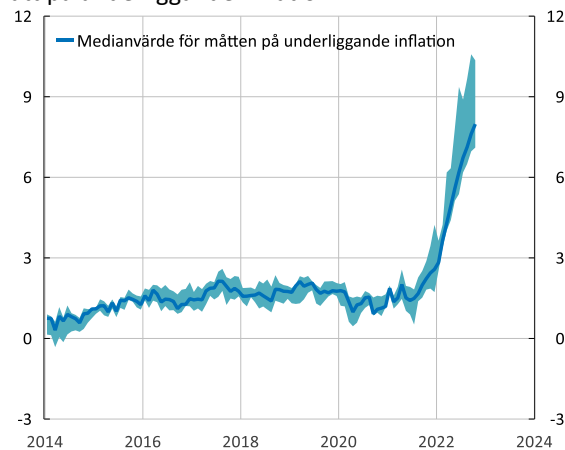
Källor: SCB, respektive prognsmakare och Riksbanken.

Diagram 2. Bred uppgång i inflationen – inte bara stigande energipriser

Delindex i KPIF



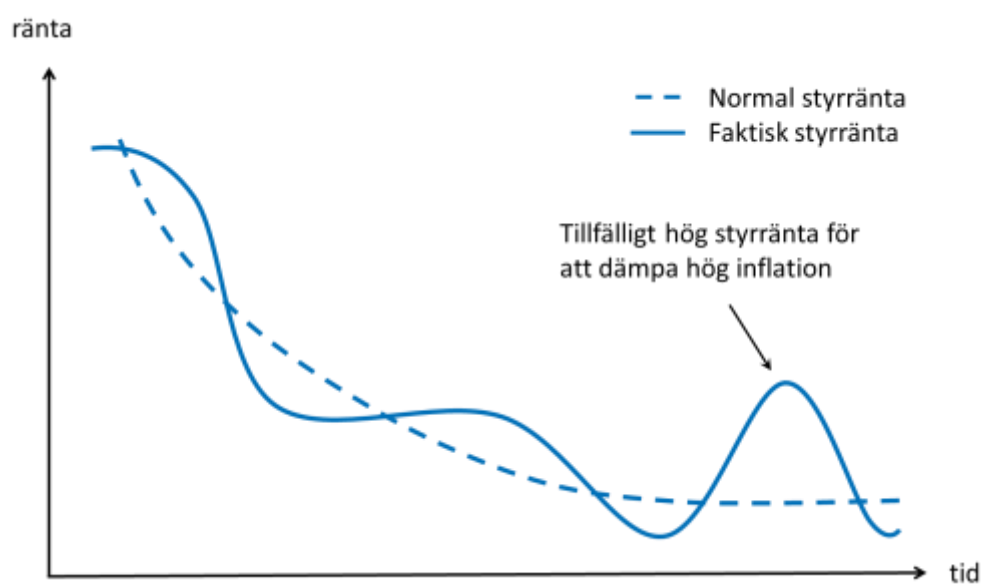
Mått på underliggande inflation



Anm. Årlig procentuell förändring. Fältet i diagrammet till höger visar det högsta och lägsta utfallet bland sju olika mått på underliggande inflation.

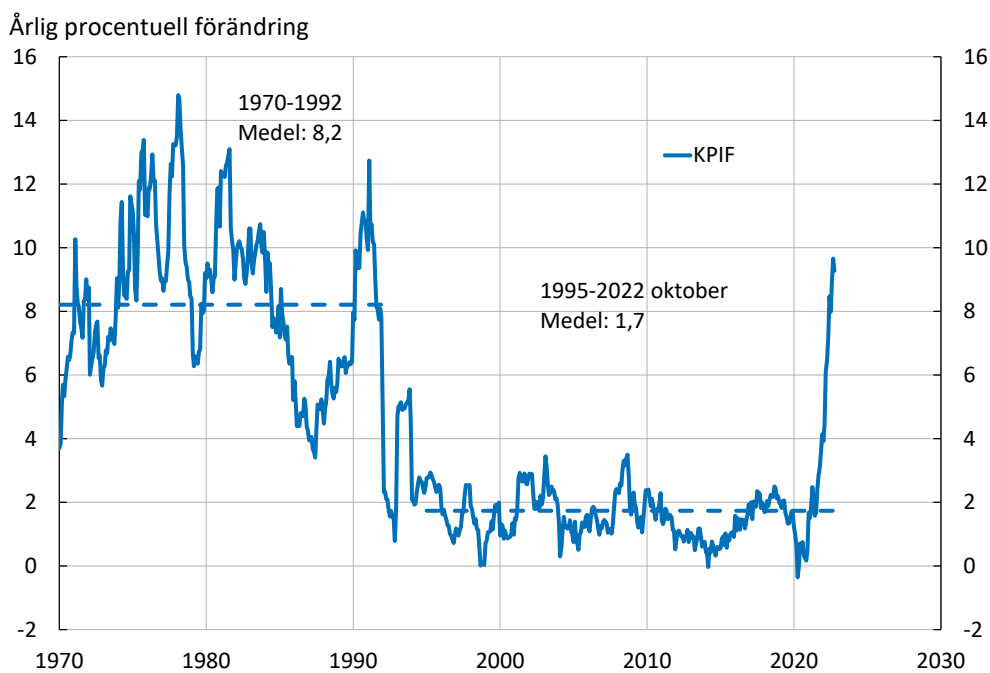
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 3. Styrräntor bestäms i längden av den globala reala jämviktsräntan



Källa: Riksbanken.

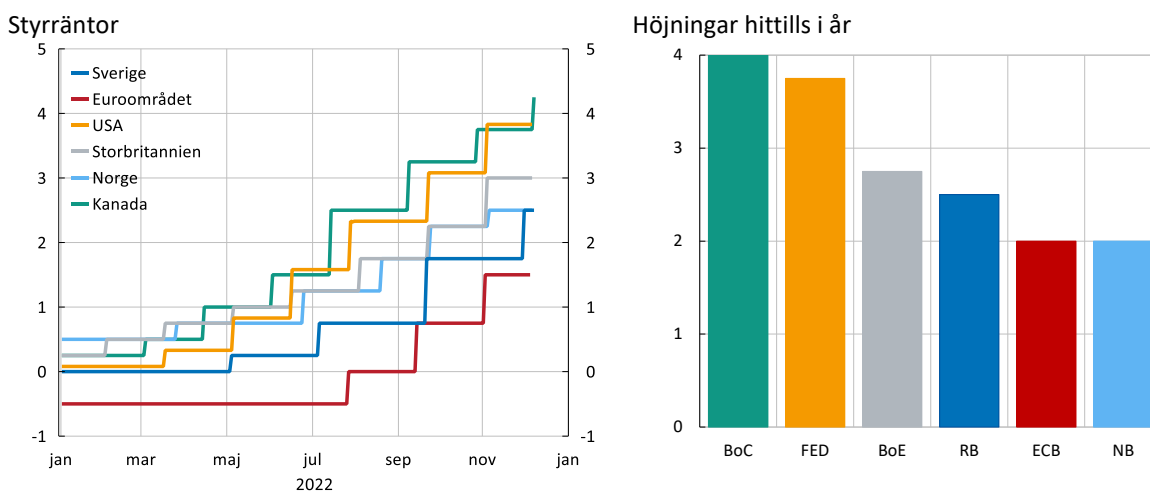
Diagram 4. Inflationen lika hög som på 1970- och 1980-talen



Anm. Inflationen mäts med KPIF och före 1987 med KPI exklusive ränta.

Källor: SCB och Riksbanken.

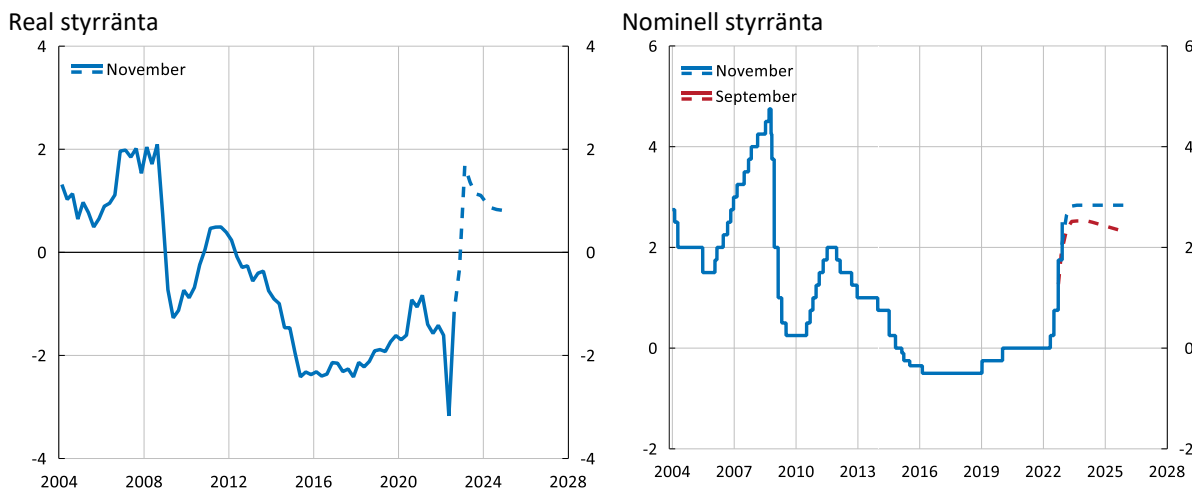
Diagram 5. Centralbanker har reagerat relativt snabbt och unisont



Anm. Procent respektive procentenheter.

Källor: Nationella centralbanker.

Diagram 6. I ett bra scenario slipper Riksbanken göra väldigt stora räntehöjningar

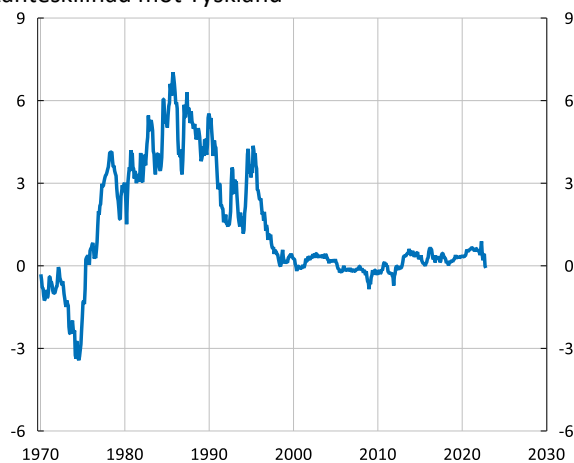


Anm. Procent. Den reala styrrentan är Riksbankens förväntade realränta, beräknad som ett kvartalsmedelvärde av Riksbankens styrränteprognos ett år framåt minus inflationsprognosen (KPIF) för motsvarande period. Eftersom realräntan är en framåtblickande variabel baseras även utfallen på prognoser. Utfallen beräknas utifrån de vid tidpunkten senast publicerade prognoserna.

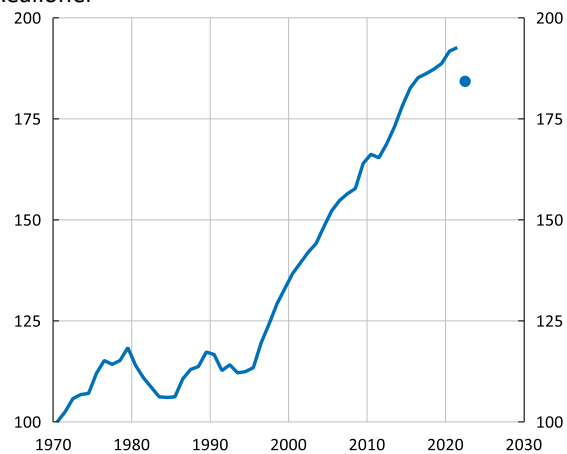
Källa: Riksbanken.

Diagram 7. Gynnsam utveckling under perioden med inflationsmål

Ränteskillnad mot Tyskland



Reallöner



Anm. Procentenheter respektive Index, 1970 = 100. Ränteskillnaden mot Tyskland avser skillnaden mellan 10-åriga statsobligationer. Reallöner är deflaterade med KPI och prick avser utfall för jan-sep 2022.

Källor: Macrobond, Medlingsinstitutet, OECD, SCB och Riksbanken.