

## ANFÖRANDE

DATUM: 13 februari 2025  
TALARE: Vice riksbankschef Per Jansson  
PLATS: Handelsbanken i Stockholm

# Förtroendet och flexibiliteten framöver\*

Den tid som jag har suttit i Riksbankens direktion har varit ganska speciell, med två extrema perioder sett till hur inflationen har utvecklats. Den första perioden hade inletts redan innan jag blev ledamot i direktionen 2012. Inflationen låg under den här tiden under målet mer eller mindre konsekvent i drygt ett halvt decennium, ibland väldigt mycket under. Problemet, som vi delade med många andra centralbanker, var hur vi skulle få inflationen att stiga till målet. Efter några år med bättre måluppfyllelse 2017–2019 följde sedan pandemin, och därefter en period där inflationen steg kraftigt och låg långt över målet för första gången sedan det infördes för ungefär trettio år sedan (se diagram 1). De problem vi har behövt hantera under den här tiden har med andra ord varit av väldigt skilda slag.

Något som perioderna däremot har haft gemensamt är att penningpolitiken har reagerat tydligt och bestämt för att få inflationen tillbaka till målet. Detta har krävt ganska speciella och i vissa fall unika åtgärder. Först negativ styrränta och omfattande värdepappersköp, något som inte hade testats tidigare. Därefter de snabbaste och kraftigaste räntehöjningarna under perioden med inflationsmål.

Jag tror att det kan finnas en del fördelar med att inflationsmålspolitiken nu har testats och visat sig bestå provet, både under en period med för låg inflation och under en period där inflationen varit för hög. Den investering i trovärdighet som vi därmed har gjort skulle kunna ge avkastning i form av att penningpolitiken framöver kan bli lite lättare att bedriva. Mer specifikt skulle det kunna innebära att vi kan tillåta oss att agera lite mindre kraftfullt än hittills med räntan. Men en grundförutsättning för det är att aktörerna i ekonomin verkligen ser målet som

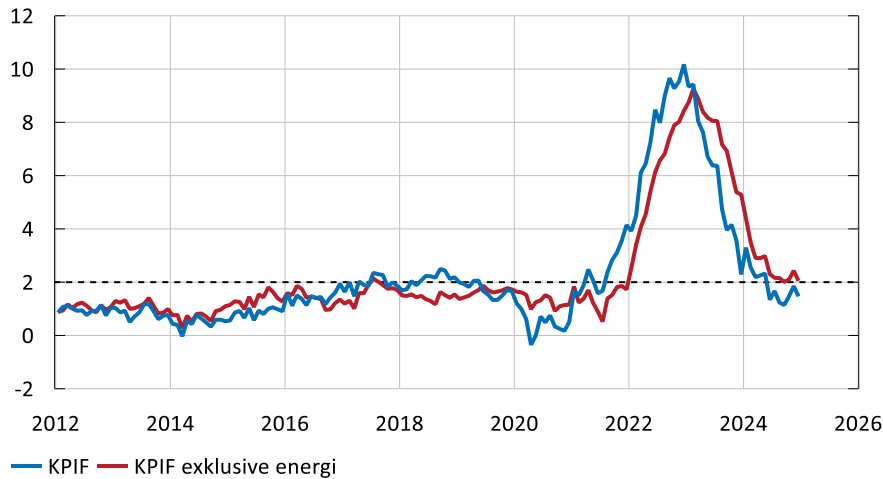
---

\* Jag vill tacka Mikael Apel och Mika Lindgren för hjälp med talet, Hanna Armelius, Charlotta Edler, Jens Iversen, Tanja Lind och Maria Sjödin för värdefulla synpunkter samt Elizabeth Nilsson för översättningen till engelska.

trovärdigt och värt att värna om, och agerar i enlighet med det. Det är det jag tänkte utveckla mina tankar kring här idag.

### Diagram 1. KPIF och KPIF exklusive energi

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

## Penningpolitik en avvägning men under restriktion

Den tidigare chefen för den amerikanska centralbanken Federal Reserve, Ben Bernanke, har sagt att "penningpolitik är 98 procent muntlig kommunikation och bara 2 procent handling".<sup>1</sup> Det ligger mycket i det, och jag håller med om att den penningpolitiska kommunikationens betydelse i många fall underskattas. Men det berättar inte hela historien. Det är i grunden handlingarna som gör att kommunikationen blir trovärdig och just under de här perioderna, med långvariga och stora avvikelser från målet, har själva agerandet varit särskilt viktigt. Det hade knappast räckt om Riksbanken hade kommunicerat att vi har ett inflationsmål på 2 procent som vi har för avsikt att uppfylla – och sedan inte alls agerat i enlighet med det. Ett mer träffande citat i det här sammanhanget är kanske därför det av den schweiziske psykiatern Carl Gustav Jung: "Du är vad du gör, inte vad du säger att du ska göra".<sup>2</sup>

Penningpolitiken påverkar inflationen via en rad kanaler där olika delar av ekonomin också påverkas. Alla dessa effekter upplevs inte som positiva av hushåll och företag. Om exempelvis Riksbanken höjer styrräntan för att dämpa en hög

<sup>1</sup> "Monetary policy is 98 percent talk and only two percent action" (Bernanke, 2015).

<sup>2</sup> Även om citatet tillskrivs Jung är det svårt att hitta en exakt referens. Klart är dock att Jung uttryckte många liknande tankar om handlingens betydelse och att människors handlingar speglar deras inre verklighet, snarare än deras ord.

inflation så ses det visserligen som positivt när inflationen så småningom faller tillbaka. Men den tillfälligt högre räntan höjer samtidigt kostnader för lån och dämpar efterfrågan i ekonomin, vilket vanligtvis ses som något negativt. Den kan också få kronan att stärkas, vilket de som turistar utomlands tycker är bra, men inte de som exporterar svenska produkter. En låg styrränta för att få upp inflationen till målet välkomnas ofta, eftersom det minskar lånekostnaderna och ökar efterfrågan. Men det kan också bidra till att priser på bostäder och andra tillgångar stiger mer än annars. Det ses inte alltid som positivt, åtminstone inte av de som står utanför bostadsmarknaden eller inte är aktiva på de berörda tillgångsmarknaderna. Penningpolitik har alltså alltid både önskade och oönskade effekter, sett utifrån ett mer allmänt perspektiv.

När Riksbanken bedriver sin penningpolitik försöker den väga av önskade mot oönskade effekter. Men det måste ske under restriktionen att förtroendet för inflationsmålet kan upprätthållas, eftersom detta är en förutsättning för att målet verkligen ska kunna fungera som ett riktmärke för prissättningen och lönebildningen i ekonomin – att det ska vara vad man brukar kalla ett nominellt ankare. Inflationsmålet finns ju inte till av en slump utan för att det finns en övertygelse bland ekonomisk-politiska beslutsfattare, och förhoppningsvis också hos den bredare allmänheten, om att en ekonomi utvecklas bättre över tid med ett sådant nominellt ankare. Det är därför som formuleringen om penningpolitiken i riksbankslagen är att ”det överordnade målet för Riksbanken är att upprätthålla varaktigt låg och stabil inflation”.<sup>3</sup>

Under restriktionen att förtroendet för inflationsmålet kan upprätthållas försöker vi alltså göra en rimlig avvägning och se till att de oönskade effekterna blir så små som möjligt. Det är givetvis svårt att kvantifiera alla effekter som penningpolitiken ger upphov till, men sammantaget är vår bedömning att de önskade effekterna övervägt. Att vi tyckt så när vi vidtagit åtgärderna ligger förstås i sakens natur, men jag menar också att man i efterhand på det hela taget kan säga att politiken varit lyckad.

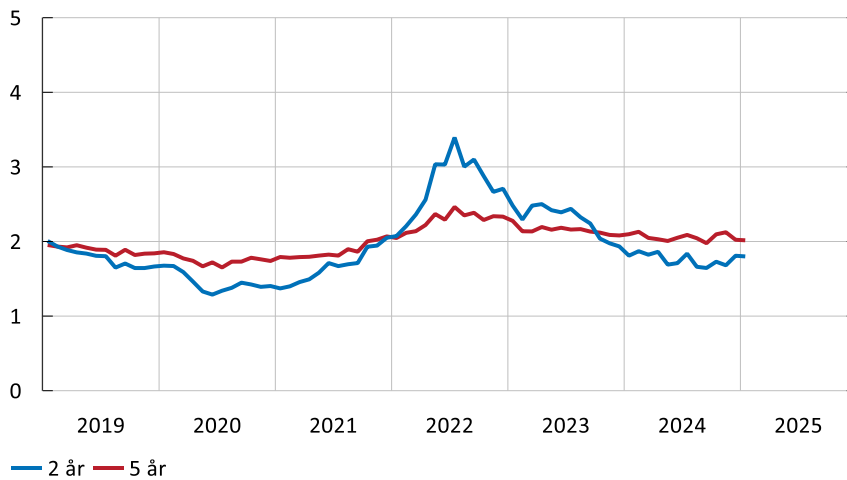
Den viktigaste önskade effekten är förstås att trovärdigheten för det svenska inflationsmålet har varit hög och fortfarande är det. Detta illustreras bland annat av att de långsiktiga inflationsförväntningarna ganska konsekvent har legat nära inflationsmålet (se diagram 2). Särskilt slående har detta varit under den senare perioden med en inflation långt över målet.

---

<sup>3</sup> Riksbankslagen 2 kap. 1 §.

**Diagram 2. Inflationsförväntningar**

Procent



Anm. Förväntningar avser KPI. Penningmarknadens aktörer.

Källa: Origo Group.

## Samarbete med lönebildning och finanspolitik

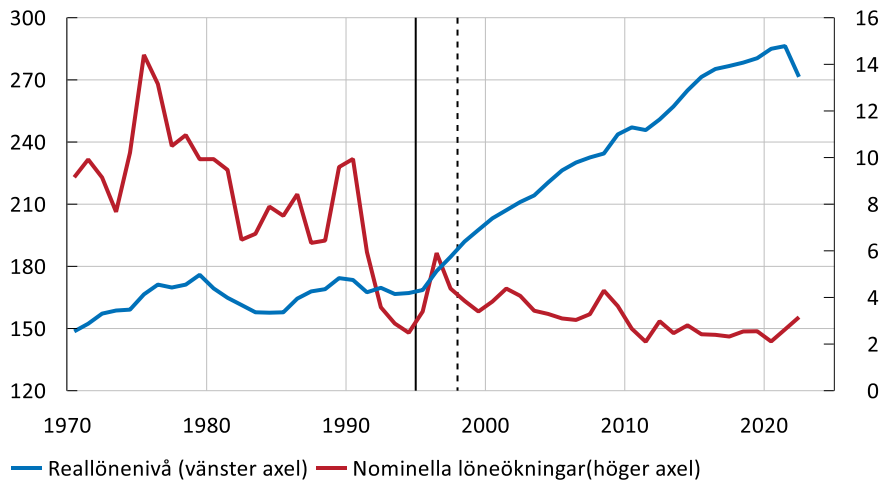
Jag tror att det har varit väldigt viktigt att Riksbanken har agerat så resolut som den har gjort, både när inflationen tidigare var för låg och när den under senare tid varit för hög. Men det finns förstås också andra faktorer än penningpolitiken som spelat roll för inflationen och för att förtroendet för målet har varit, och alltjämt är, högt.

En fördel för svensk del i det här sammanhanget, som jag många gånger tidigare har lyft, är hur vår lönebildning har fungerat. Trots den höga inflationen har löneavtalen fortsatt att vara återhållsamma, ansvarstagande och i linje med inflationsmålet. Vi har nu haft en välfungerande lönebildning i snart trettio år och jämfört med hur lönebildningen fungerade tidigare har det belönats med en mycket gynnsam utveckling av reallönerna (se diagram 3).

Det ska dock understrykas att den här ordningen inte är given av högre makter och aldrig kan förändras oavsett vad som händer. Om till exempel inflationen under en lång period skulle ligga över målet, så är det förstås högst sannolikt att kraven skulle öka på att löneökningarna ska utgå från den högre inflationen snarare än från inflationsmålet. Att lönebildningen varit så förankrad vid inflationsmålet kan inte tas som intäkt för att penningpolitiken inte behöver reagera vid en uppgång i inflationen, eller för den delen vid en nedgång. Kausaliteten, orsakssambandet, går inte alltid från löner till priser utan kan också gå åt andra hållet, från priser till löner.

**Diagram 3. Real och nominell löneutveckling**

Index, 1960-01-01 = 100 (vänster axel) och årlig procentuell förändring (höger axel)



Anm. Reallönerna baseras på KPI. Heldragen linje avser tidpunkten för när inflationsmålet träder ikraft. Streckad linje avser tidpunkten för när industriavtalet börjar tillämpas.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken.

En annan aspekt är att det är ganska länge sedan, över trettio år, som vi upplevde allvarliga problem med pris-lönespiraler och ihållande hög inflation. Detta är givetvis positivt i sig, men det innebär också att det är allt färre människor som har en personlig erfarenhet av dessa problem. Även om lönebildningen nu på nytt under en mycket utmanande period har visat sig klara provet tror jag att det är värt att åtminstone ha i bakhuvudet att det kan finnas en risk för att det "institutionella minnet" av de tidigare problemen med tiden sakta kan komma att förblekna. Det är viktigt att vi alla hjälps åt att se till att det inte gör det.

Ytterligare en aspekt är att det är ganska vanligt med röster från arbetsgiversidan som ifrågasätter att inflationsmålet bör ha någon särskild betydelse för lönebildningen.<sup>4</sup> Det är därför också ganska oklart vilken roll dessa röster tänker sig att inflationsmålet över huvud taget ska spela.

Hur finanspolitiken bedrivs är också centralt för möjligheterna att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Under den senaste inflationsuppgången har samspelet mellan finanspolitiken och penningpolitiken fungerat väl, i meningen att finanspolitiken inte har förstärkt inflationsimpulserna genom breda stimulanser. I så fall hade Riksbanken behövt höja räntan mer än vad som varit fallet.

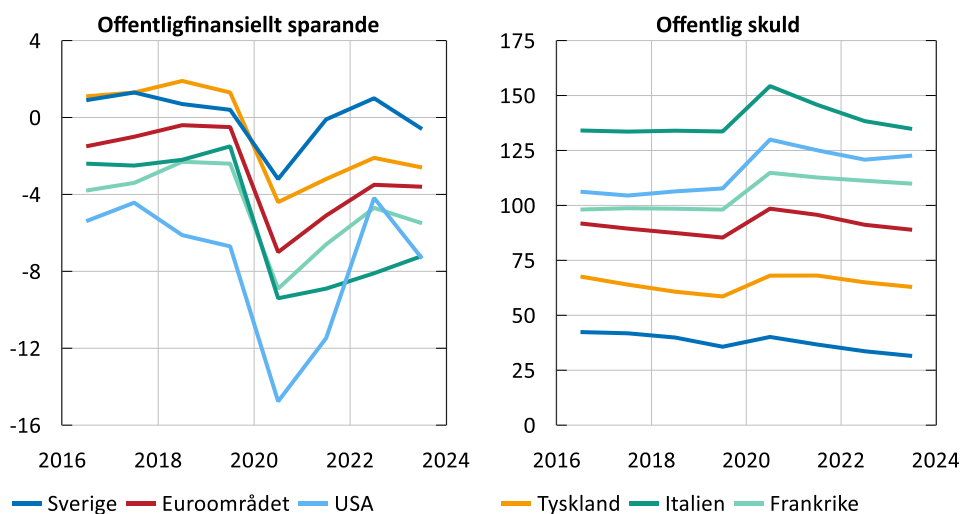
Hur samspelet mellan finanspolitiken och penningpolitiken mer generellt bör se ut är en intressant och internationellt omdiskuterad fråga, som jag själv också har

<sup>4</sup> Se till exempel Hallsten och Grath (2024).

lyft tidigare.<sup>5</sup> Min syn här är att finanspolitiken bör ge lite mer understöd till penningpolitiken än vad den har gjort de senaste decennierna, speciellt i lägen då styrräntan redan är låg och utrymmet att sänka räntan ytterligare är begränsat. Under den senaste inflationsuppgången är det uppenbart att finanspolitiken sett det som en viktig uppgift att bidra till att få inflationen tillbaka till målet. Jag menar att inflationen bör fortsätta att spela en roll för finanspolitiken även i mer normala lägen, och att vi på så sätt mer löpande kan få en bättre policymix.<sup>6</sup>

#### Diagram 4. Offentligfinansiellt sparande och offentlig skuld i Sverige och omvärlden

Procent av BNP



Källor: Eurostat och Europeiska kommissionen.

Även om det står helt klart att våra starka offentliga finanser har tjänat oss väl, finns det nu i Sverige tveklöst ett utrymme att bedriva finanspolitiken något mer flexibelt än under de senaste decennierna. I ett internationellt perspektiv är vårt offentliga sparande högt och vår skuld låg (se diagram 4).

En enkel samordningsmekanism är att finanspolitiken drar åt samma håll som penningpolitiken, där riktningen på ändringarna av styrräntan utgör utgångspunkten. Det finns en del lovande initiativ som förhoppningsvis i förlängningen kan bidra till en bättre policymix. Finansdepartementet och Riksbanken för numera en mer kontinuerlig dialog, och Finanspolitiska rådet har börjat diskutera finanspolitiken och penningpolitiken i ett sammanhang.

<sup>5</sup> Se Jansson (2021).

<sup>6</sup> Det är i detta sammanhang givetvis viktigt att analysera och kontinuerligt förbättra kunskapsläget kring effekterna av finanspolitik på inflationen. Det gäller särskilt i små öppna ekonomier som Sverige, där effekter via växelkursen kan ha betydelse.

## Frågetecken kring prissättningens roll

Det är inte bara lönebildningen och finanspolitiken som spelar roll för inflationen utan också hur företagen sätter sina priser. Ett skäl till varför inflationen steg så snabbt och till så höga nivåer var att de snabba kostnadsökningarna och den starka återhämtningen efter pandemin skapade förutsättningar för en förändring av prissättningsbeteendet i ekonomin, i förhållande till det som hade dominerat under lång tid. Tidigare menade många företag att det var mycket svårt att höja priserna, eftersom konkurrensen upplevdes som hård och kunderna riskerade att flytta sina inköp till andra företag.

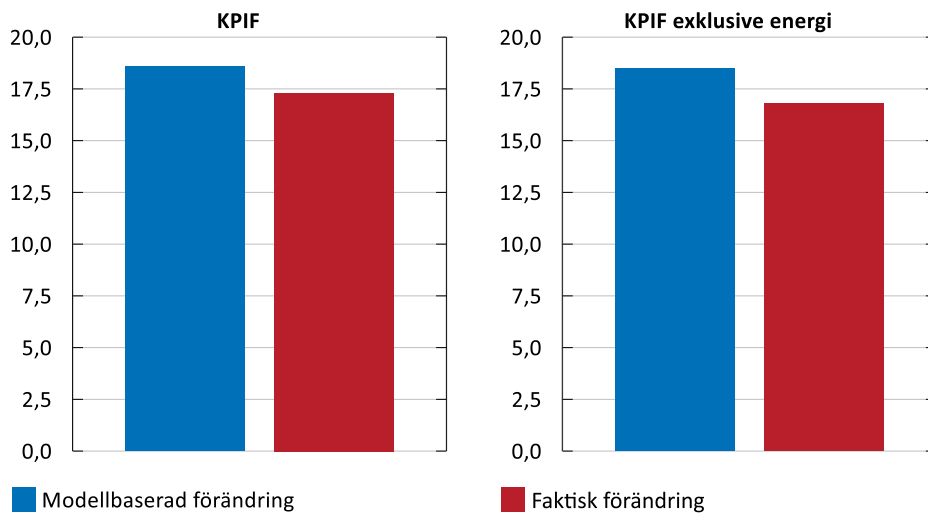
Men den snabba återhämtningen efter pandemin, energikrisen i Europa och de globala prisökningarna i samband med Rysslands invasion av Ukraina ändrade förutsättningarna. Nu kunde kostnadsökningarna snabbare och i större utsträckning föras över till konsumenterna, trots att det vara ganska uppenbart att de inte kunde vara bestående. Konsumenterna förefaller också ha accepterat detta i högre grad än tidigare. Konjunkturinstitutet har i två studier (Konjunkturinstitutet, 2022, 2023) visat att den senaste tidens mycket snabba inflationsuppgång kan reproduceras mycket väl, om man antar att företagen under perioden hade ett prissättningsbeteende som gick ut på en fullständig kostnadsökningsöverväring (se diagram 5).<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> Det förändrade prissättningsbeteendet framgår också i Riksbankens Företagsundersökning, där skillnaden mellan undersökningen i mars 2021 och mars 2022 är slående. I rapporter från Konjunkturinstitutet (2023) och Konkurrensverket (2024) drar man dessutom slutsatsen att konsumentpriserna på livsmedel har ökat mer än vad som kan förklaras av de ökade kostnaderna. Konkurrensverket (2024) skriver att "dagligvaruhandelsaktörerna har, i varierande grad och på grund av marknadsmakt, kunnat öka vinstmarginalerna i kronor genom att tillämpa oligopolistiska prisstrategier mot konsumenterna. I praktiken innebär det att för vissa varor är dagligvaruhandels ökad påslag större än vad som kan motiveras av ökningen i inköpskostnader" (s. 8). Företrädare för i synnerhet livsmedelsproducenterna har reagerat på Riksbankens uttalanden kring detta (se Hellman och Eckerdal, 2024), trots att slutsatserna gäller prissättningen i konsumentledet – vilket är Riksbankens naturliga fokus – och inte livsmedelsbranschen som helhet.

**Diagram 5. Modellbaserad och faktisk inflationsutveckling**

Procentuell förändring för perioden kv2 2019 till kv2 2023



Anm. Diagrammen visar Konjunkturinstitutets modellbaserade beräkningar av utvecklingen av konsumentpriserna, under antagandet om fullständig övervältring av ökningen i produktionskostnader till priserna, jämfört med den faktiska utvecklingen av konsumentpriserna under samma period. Vinstandelen hålls konstant i modellberäkningarna.

Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

Man brukar uttrycka det som att inflationsmålet är tänkt att fungera som ett ankare för prissättningen och lönebildningen. Inflationsmålets roll för lönebildningen, och omvänt – lönebildningens roll för möjligheterna att upprätthålla inflationsmålet – diskuteras ofta och livligt. Det gäller inte på samma sätt för företagens prissättning. Detta är visserligen på ett sätt naturligt. Lönebildningen sker i en kollektiv process, och det gör förstås inte företagens prissättning. Men centralbankernas inflationsmål är formulerade i termer av konsumentpriser och inte löner, så hur prissättningen fungerar är förstås också helt centralt.

Det är inte heller bara så att företagens prissättningsbeslut påverkar inflationen. Den penningpolitik som måste bedrivas när inflationen stiger får negativa återverkningar på företagen. När räntan måste höjas till följd av högre inflation så stiger företagens finansieringskostnader, och efterfrågan i ekonomin minskar.<sup>8</sup> Även företag gynnas alltså av om kraftiga räntehöjningar kan undvikas och vinner i längden på att ekonomin utvecklas väl, med ett stabilt nominellt ankare som grund.

Jag menar därför att det behövs mer diskussion om de makroekonomiska konsekvenserna även av prissättningen – i synnerhet i situationer då priserna i

<sup>8</sup> Se till exempel Daunfeldt (2024), som konstaterar att räntehöjningarna blev kännbara även för företagen.



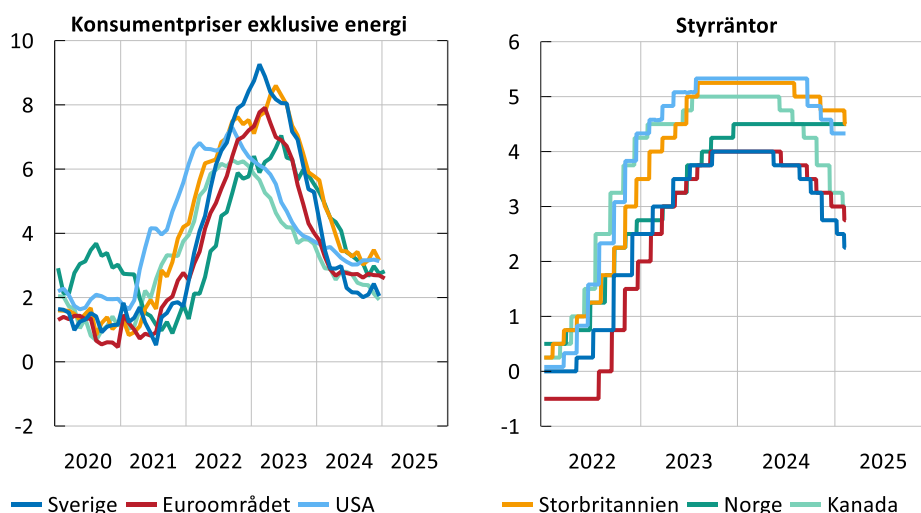
stora delar av ekonomin plötsligt börjar sättas på ett annat sätt än normalt. Jag tror att det vore värdefullt för företagen att delta i en sådan diskussion, framför allt förstås om det sker via organisationer på central nivå. Jag vill understryka att jag förstås inte förespråkar att prissättningen framöver ska ske i någon form av kollektiv process, på samma sätt som lönebildningen. Jag inser också vikten av prismekanismen och relativprisers roll när det gäller allokeringen av resurser i ekonomin. Men jag ser heller inget skäl till att diskussionen om inflationsmålet och dess roll som ankare i ekonomin enbart ska handla om lönebildningen och inte alls om prissättningen.

Även om inflationsmålet fungerar väl som ankare för lönebildningen finns det alltså en del frågetecken kring dess roll i prissättningen. Nu tycks prissättningen ha återgått till det mer normala igen, men efter den här perioden är frågan hur stabilt detta är. En farhåga man kan ha är att det relativt snabbt kan ändras igen, när konjunkturen blir starkare eller nya kostnadschocker inträffar.

Sammantaget tycker jag ändå att man kan säga att förutsättningarna för att hantera en uppgång i inflationen är goda i Sverige jämfört med på många andra håll. En penningpolitik med ett mycket tydligt fokus på att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet, en väl fungerande lönebildning som utgår från inflationsmålet och en finanspolitik som under perioden med hög inflation inte har varit kraftigt stimulerande, har bidragit till att de långsiktiga inflationsförväntningarna är bättre förankrade än i många andra länder.

### Diagram 6. Konsumentpriser exklusive energi och styrräntor i omvärlden

Årlig procentuell förändring (vänster) och procent (höger)



Anm. Konsumentpriserna mäts i termer av KPIF för Sverige, HIKP för euroområdet samt KPI för USA, Storbritannien, Norge och Kanada.

Källor: Eurostat, SCB, Statistics Canada, Statistics Norway, U.K. Office for National Statistics, US Bureau of Labor Statistics samt nationella centralbanker.

Till detta kommer att räntekänsligheten i den svenska ekonomin är relativt hög i ett internationellt perspektiv. Det beror på att skulderna i den privata sektorn, inte minst bland hushållen, är höga och att andelen lån med rörlig ränta är betydande. Det gör att förändringar av styrräntan slår igenom ganska snabbt. Riksbanken har därför kunnat nöja sig med att höja styrräntan till en internationellt sett ganska modest nivå, trots att uppgången i inflationen varit relativt stor, och vi var också en av de första centralbanker som började sänka räntan (se diagram 6).

## Förtroende för målet kräver aktiv penningpolitik

Man kan också reflektera över det faktum att den gängse uppfattningen innan den globala uppgången i inflationen var att inflationen mer eller mindre var död. Nu visade det sig alltså att så inte var fallet. Kan man då inte säga att den penningpolitik som tidigare bedrevs för att få upp inflationen till målet var onödig? Saker och ting rättade ju ändå till sig av sig själv, så att säga.

Enligt detta sätt att se går inflationen ibland upp och ibland ned, och man behöver inte bekymra sig för att den ska fastna för lågt – eller för högt, för den delen. Det finns två problem med ett sådant resonemang. För det första är det förstas riskabelt att efter en lång period med mycket låg inflation förlita sig på att en inflationsuppgång verkligen kommer ganska snart av sig själv. När allt kommer omkring blev ju så gott som alla bedömare överraskade när inflationen steg så kraftigt världen över för några år sedan. Det var flera faktorer som samspelade och som knappast kunde förutsägas, inte minst den oväntat snabba återhämtningen efter pandemin och Rysslands invasion av Ukraina. Om dessa händelser inte hade inträffat så skulle det kanske lika gärna ha kunnat gå ytterligare fem-tio år då inflationen hade fortsatt att vara mycket låg.

För det andra, och delvis relaterat, så bortser man från att långvariga avvikelser från inflationsmålet förr eller senare påverkar förväntningarna om vilken inflation som är den normala i ekonomin. Förväntningarna påverkar i sin tur den faktiska prissättningen och gör det svårare att komma tillbaka till målet. Till detta kommer förstas också att om Riksbanken inte hade bedrivit en så expansiv politik som var fallet, utan hållit styrräntan högre, så hade inflationen blivit ännu lägre, och avvikelsen från inflationsmålet ännu större än vad den blev. Det hade då funnits en uppenbar risk för att ekonomins aktörer hade börjat betrakta en inflation

betydligt lägre än 2 procent som den normala.<sup>9</sup> Förankringen vid inflationsmålet hade då släppt.

Om inflationen sedan skulle stiga så är det inte säkert att detta heller skulle vara till särskilt mycket hjälp. Det har ju då redan uppstått tvivel om huruvida centralbanken verkligen klarar av, eller ens har som ambition, att hålla inflationen vid 2 procent. Sådana tvivel gäller förstås åt båda håll. Om inflationen under en lång period kunde ligga under målet, varför skulle den då inte också under lång tid kunna ligga över det? Vi har då hamnat i ett läge där inflationsmålet inte längre är det riktmärke för prissättningen och lönebildningen som det är tänkt att vara, och inflationen och inflationsförväntningarna kommer att variera mer. Då har vi också kommit bort från det syfte som inflationsmålet i grunden är avsett att fylla, nämligen att genom att utgöra ett sådant riktmärke få ekonomin att långsiktigt utvecklas bättre.

## Viktiga aspekter som ofta saknas i debatten

Låt mig, innan jag fortsätter, göra en utvikning här som delvis handlar om just inflationsmålet som riktmärke och om viktiga aspekter som ofta har saknats i den svenska debatten.

Det är givetvis positivt att penningpolitiken diskuteras och granskas, inte bara i finansutskottets offentliga utvärderingar utan även i den allmänna debatten i medierna. Men för att debatten ska bli meningsfull bör de argument som förs fram grundas på en förståelse av de förutsättningar under vilka penningpolitiken verkar, vilken uppgift Riksbanken de facto har och varför den har den uppgiften. Jag menar att detta alltför ofta inte är fallet. Det här är ett problem som jag menar inte har uppmärksamats i tillräcklig utsträckning, och som jag tog upp i ett anförande för lite mer än ett år sedan.<sup>10</sup>

En grundläggande och helt nödvändig förutsättning är exempelvis att inflationsmålet finns med i diskussionen. Det är trots allt Riksbankens huvuduppgift från riksdagen att se till att inflationen inte avviker alltför länge från målet, så att förtroendet för det kan upprätthållas och inflationsmålet verkligen kan fungera som ett nominellt ankare i ekonomin. Det blir därför mycket märkligt om man helt bortser från hur inflationen och inflationsförväntningarna kan

---

<sup>9</sup> Man kan argumentera för att detta delvis också var det som hände, även med Riksbankens mer expansiva politik. Genomsnittliga nominella löneökningar på bara strax över 2 procent skulle kunna ses som en indikation på att man inte riktigt trodde på inflationsmålet. I Konjunkturinstitutet (2024) görs bedömningen att en långsiktig nominell löneökningstakt på 3,5 procent är förenlig med inflationsmålet.

<sup>10</sup> Se Jansson (2023). Se även Apel och Jansson (2023), som hade samma budskap, och den debatt i tidskriften Ekonomisk Debatt som följde på denna artikel.

förväntas utvecklas med den alternativa penningpolitik som man i stället menar borde föras eller ha förts. Dessvärre är detta mycket vanligt förekommande i debatten. Och om inflationen och inflationsförväntningarna ändå nämns så behandlas dessa för penningpolitiken helt avgörande storheter så styvmoderligt att de alternativa politikförslagen knappast kan tas på allvar.

En ganska vanlig kritik har varit att det är Riksbankens penningpolitik som är huvudförklaringen till att bostadspriserna och hushållens skulder idag är höga. Här menar man att Riksbanken borde ha hållit styrräntan betydligt högre för att på så sätt försöka bromsa ökningen av bostadspriserna och hushållens skulder.

Däremot säger man ganska sällan något om hur mycket högre räntan borde ha varit för att verkligen åstadkomma detta, eller vad man tror effekterna av en sådan politik skulle ha blivit på inflationen, inflationsförväntningarna, arbetslösheten och ekonomin i övrigt.<sup>11</sup> Detta är ett bra exempel på det jag just var inne på, att de för penningpolitiken avgörande storheterna inte alls, eller i varje fall inte i tillräcklig utsträckning, finns med i resonemangen.

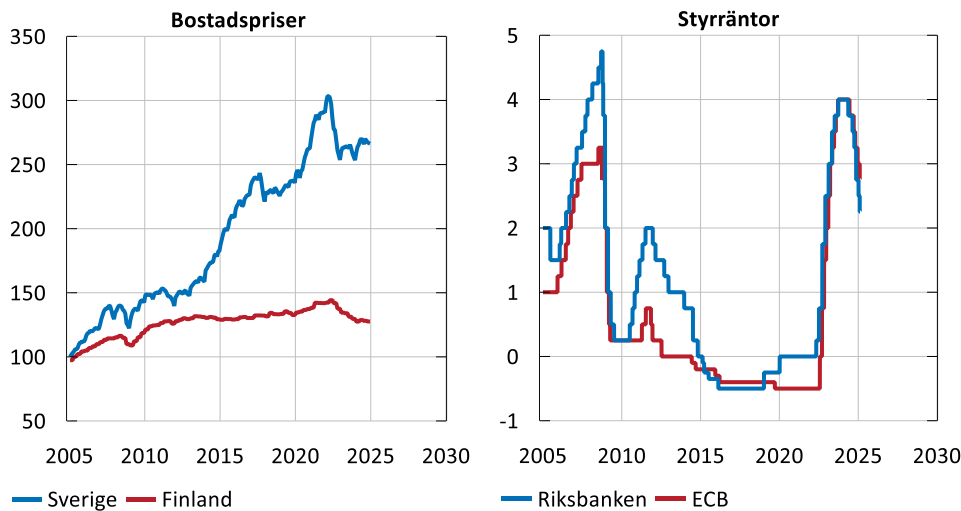
Bostadspriserna påverkas dessutom av mycket annat än penningpolitiken. Det handlar dels om hur väl bostadsmarknaden fungerar, det vill säga i grunden hur väl utbudet och efterfrågan på bostäder kan fås att matcha varandra. Här är beslut inom bostads- och skattepolitiken centrala. Det finns länder som har haft ungefär samma ränteutveckling de senaste decennierna som Sverige, exempelvis Finland, där bostadspriserna inte alls har stigit på samma sätt (se diagram 7). Finland har att förhålla sig till den europeiska centralbankens penningpolitik, vars styrränta snarast varit lägre än Riksbankens och värdepappersköpen mer omfattande. Av enbart detta faktum borde man kunna dra slutsatsen att utvecklingen av bostadspriser och skulder handlar om betydligt mer än penningpolitik.

---

<sup>11</sup> Ett undantag är Coglianese m.fl. (2023) som vänder på frågeställningen. De analyserar effekterna av räntehöjningen 2010–2011 som de menar helt och hållet drevs av Riksbankens oro för utvecklingen av skulder och bostadspriser. Min syn är visserligen att denna tolkning inte är helt korrekt och att höjningarna även var motiverade utifrån prognoser för ekonomin och inflationen som Riksbanken och andra bedömare, bland annat Konjunkturinstitutet, gjorde vid den tiden, se Jansson (2014). Men det är ändå uppenbart att en penningpolitik som försöker motverka en uppgång i skulder och bostadspriser kan kosta en hel del i termer av produktion och sysselsättning.

**Diagram 7. Bostadspriser och styrräntor i Sverige och Finland**

Index (vänster) respektive procent (höger)



Anm. Bostadspriserna mäts i termer av HOX boprisindex för Sverige och aktiebostadspriser för Finland, januari 2005 = 100.

Källor: ECB, Statistics Finland, Valueguard och Riksbanken.

Det handlar också om hur det allmänna ränteläget i ekonomin ser ut och vad en normal ränta är, det vill säga en ränta som varken stimulerar ekonomin eller har en åtstramande effekt. Ett begrepp som ofta används här är den neutrala räntan. Denna bestäms inte av penningpolitiken, utan i huvudsak av sparande- och investeringsmönster på global nivå, vilka i sin tur i hög grad påverkas av demografiska faktorer.<sup>12</sup> Om nivån på den neutrala räntan ändras så kan förstås detta påverka bostadspriserna. Men effekten går då alltså inte via penningpolitiken.<sup>13</sup>

I mitt anförande för lite mer än ett år sedan konstaterade jag att resonemang kring den neutrala räntan och hur den har utvecklats ofta har saknats i den mediala debatten om Riksbanken och penningpolitiken. Därmed bortser man bland annat från att den neutrala räntan har fallit globalt under ungefär trettio års tid, till mycket låga nivåer. De problem som är förknippade med detta är något som sedan länge har diskuterats i den akademiska världen och bland centralbanker.<sup>14</sup> Denna trendmässiga nedgång i det allmänna ränteläget har rimligen spelat en större roll än begränsade perioder med expansiv penningpolitik

<sup>12</sup> För en genomgång av den neutrala räntans bestämningsfaktorer, se till exempel Lundvall (2023). Seim (2024) presenterar Riksbankens bedömning av den långsiktiga neutrala räntan.

<sup>13</sup> I den utvärdering av penningpolitiken som gjordes på uppdrag av finansutskottet lyfte Hassler m.fl. (2023) denna mekanism som central. De menade också att den negativa räntan var en lämplig politik.

<sup>14</sup> Det är också ett viktigt tema i Långtidsutredningen 2023 (Finansdepartementet, 2023), som menar att finanspolitiken bör ta ett större stabiliseringspolitiskt ansvar eftersom det historiskt låga ränteläget och närheten till styrräntans nedre gräns hämmar penningpolitiken.

för den uppgång i bostadspriser och skuldsättning i Sverige, som också har pågått parallellt mer eller mindre oavbrutet sedan mitten av 1990-talet.

Jag har svårt att se ett väldigt annorlunda alternativ till den politik som Riksbanken bedrev, med tanke på att den neutrala räntan var historiskt låg och inflationen började gå ned mot noll. Om räntan hade hållits högre hade inflationen givetvis blivit ännu lägre och varit låg under en ännu längre tid, som jag nyss konstaterade. Det hade snarast varit märkligt om förtroendet för inflationsmålet då inte skulle ha kommit ganska rejält i gungning.

Problemen med detta är kända och jag har pratat om dem många gånger. Låt mig därför bara kort konstatera att det framför allt handlar om att om inflationen mer varaktigt är mycket låg, säg nära noll procent, så är utrymmet att sänka styrräntan för att motverka lågkonjunkturer mycket litet. Styrräntan slår snabbt i sin nedre gräns och behöver vara kvar där under längre perioder. Om man inte tycker om nollräntor eller negativa räntor så bör man alltså vara särskilt angelägen om att förtroendet för inflationsmålet upprätthålls. Det här är ett tankeled som många påfallande ofta hoppar över.

Glädjande nog har begreppet neutral ränta under det senaste året börjat uppmärksammas mer även i den svenska mediala debatten.<sup>15</sup> Förhoppningsvis kommer detta att bidra till en mer nyanserad och konstruktiv diskussion kring penningpolitiken – och till att debatten framöver förs lite mer på en och samma spelplan, som jag uttryckte det i anförandet för lite mer än ett år sedan.

## Förtroendet för målet en förutsättning för flexibilitet

För att återgå till mitt huvudspår och för att sammanfatta så här långt har alltså inflationsmålet och Riksbankens förmåga och beslutsamhet att uppfylla det testats både på nedsidan och, relativt nyligen, till slut även på uppsidan. Och penningpolitiken har i bägge fallen klarat uppgiften att upprätthålla förtroendet för målet. Kan vi dra någon nytta av det? Ja, kanske kan vi det.

Förtroende är visserligen ingen så kallad binär variabel – en variabel med bara två möjliga utfall – där man endera har fullt förtroende eller inget alls. Men förutsättningarna skiljer sig ändå åt om förtroendet är stort jämfört med om det

---

<sup>15</sup> Se till exempel Carlström (2024) och Munkhammar (2024). Filmen "Skuldfeber", som sändes i SVT i slutet av förra året, är däremot ett ganska anmärkningsvärt exempel på ett inlägg som helt bortser från de argument jag redogjort för här. Utan att undersöka några andra tänkbara orsaker driver den tesen att det är penningpolitiken som är huvudförklaringen till att bostadspriserna och hushållens skulder idag är höga. Den bortser exempelvis därmed från de utvärderingar av Riksbanken och penningpolitiken som på finansutskottets uppdrag genom åren gjorts av akademiska experter, och som inte alls fört fram någon sådan typ av kritik (se till exempel Flug och Honohan, 2022, och Hassler m.fl., 2023).

är litet. Inom i princip alla områden gäller att om förtroendet är litet så måste man jobba lite hårdare än annars, för att visa att man verkligen lever upp till sina åtaganden. Inom penningpolitiken motsvaras "jobba hårdare" av att styrräntan måste ändras mer.

Om förtroendet däremot är stort så litar aktörerna på att Riksbanken både har ambitionen och förmågan att föra tillbaka inflationen till målet igen efter en avvikelse. De vet alltså att avvikelsen är tillfällig och att de inte behöver oroa sig för att inflationen under lång tid framöver kommer att exempelvis ligga över målet. Därmed behöver de heller inte kompensera sig särskilt mycket för den högre inflationen, genom att höja sina priser och lönekrav. Detta innebär i sin tur att Riksbanken inte behöver ändra styrräntan lika mycket som annars. Om förtroendet för inflationsmålet är stort så går det förstås också att tillåta lite större och lite längre avvikelser från målet, utan att penningpolitiken behöver reagera alltför mycket och snabbt. Det är ju andra sidan av samma mynt.

I den mediala debatten har kritik ibland lyfts fram som går ut på att Riksbanken genom åren har ändrat räntan alltför mycket och kraftigt och att räntesvängningarna i sig har skapat problem. I stället skulle man vilja se en mer jämn utveckling av styrräntan och då ofta också att den ska ligga på en relativt hög nivå. Det här innebär i praktiken att utvecklingen av *medlet*, det vill säga styrräntan, för att påverka *målvariabeln*, det vill säga inflationen, betraktas som ett mål i sig.

Men man kan förstås inte utgå från att penningpolitiken redan från början har ett stort spelrum när det gäller att sätta räntan och tillåta att inflationen avviker från målet. Det blir som att "spänna hästen bakom vagnen". Om räntan sätts på ett sätt så att inflationen kan bli lite vad den blir så hamnar vi förr eller senare i ett läge där det nominella ankaret släpper. Det är först när aktörerna litar på att Riksbanken kan och kommer att föra tillbaka inflationen till målet igen efter en avvikelse som penningpolitiken kan *tillåta* sig att vara mer flexibel. Förtroendet för målet är alltså en förutsättning för att det ska finnas flexibilitet.

## Större penningpolitiskt handlingsutrymme framöver?

Samtidigt finns det förstås inte heller något positivt i sig med stora och frekventa svängningar i styrräntan. Även om syftet med dem är att stabilisera inflationen så kan de ge upphov till olika typer av osäkerhet i ekonomin. Företag kan ha svårare att fatta välgrundade investeringsbeslut om deras finansiering är nära knuten till utvecklingen av en kraftigt varierande styrränta, och konsumenter kan ha svårare att fatta beslut om sitt boende eller planera inköp av framför allt kapitalvaror. Stora och framför allt oväntade ränteförändringar kan också leda till volatilitet på finansmarknaderna, vilket påverkar aktiekurser, obligationsräntor och

valutakurser. Kraftiga förändringar i styrräntan kan förstås dessutom ha stora effekter på realekonomin som man helst skulle vilja undvika. Om förtroendet för inflationsmålet går att upprätthålla med relativt begränsade variationer i styrräntan är detta därför att föredra framför större och mer kraftfulla ränteförändringar.<sup>16</sup>

I det här sammanhanget är kronan ett lite speciellt kapitel. Hur växelkursen utvecklas har visat sig vara genuint svårt att förstå sig på.<sup>17</sup> Den kan uppvisa trender under ganska långa perioder som går emot vad man brukar kalla fundamenta, det vill säga grundläggande faktorer som *borde* spela roll för växelkursen, som hur god den ekonomiska utvecklingen i ett land är jämfört med omvärlden. Det finns därför inga garantier för att mindre svängningar i räntan skulle minska rörelserna i växelkursen, framför allt inte de lite mer trendmässiga. Men om en jämnare utveckling av styrräntan ändå skulle bidra till att kronan fluktuerar lite mindre så skulle det förstås vara positivt.

Det är möjligt att vi – efter att inflationsmålpolitiken har testats på både uppsidan och nedsidan och visat sig bestå provet – nu kan ha rört oss ytterligare ett snäpp uppåt på trovärdighetsskalan. Om så är fallet, vilket jag tror och hoppas, kan det skapa vissa möjligheter. Vi kan ha nått ett läge där vi åtminstone skulle kunna *börja* prova oss fram och se om det penningpolitiska handlingsutrymmet framöver nu är lite större än det har varit tidigare. Mer konkret skulle det innebära att vi åtminstone på marginalen kan tillåta lite större avvikelser från inflationsmålet och lite mindre förändringar i styrräntan i genomsnitt. Man skulle kunna uttrycka det som att det kan finnas en möjlighet att göra den flexibla inflationsmålpolitiken ännu lite mer flexibel.

Men jag vill understryka att det inte bara, och kanske inte ens i första hand, hänger på Riksbanken om penningpolitiken kan ta ett steg i den riktningen. Det förutsätter att lönebildningen fortsätter att utgå från inflationsmålet, att målet spelar en viktig roll i även i prisbildningen och att det mer löpande vägs in i finanspolitiken. Det underlättar förstås också om den debatt som förs om penningpolitiken i högre grad än hittills utgår från att Riksbankens huvuduppgift är att upprätthålla inflationsmålet. Ju fler som i debatten och faktiska ekonomiska beslut hjälper till att understryka vikten av att det finns ett inflationsankare i ekonomin, desto mer avslappnad attityd till kortsiktiga avvikelser från

---

<sup>16</sup> Detta är delvis besläktat med Milton Friedmans (1968) argument att centralbanken bör undvika stora svängningar i penningpolitiken. En skillnad är dock att Friedman tänkte sig att sådana svängningar väldigt sällan behövdes och att penningpolitiken i sig ofta var källan till överdrivna fluktuationer i ekonomin. Prisstabilitet antogs i stället kunna uppnås med en konstant ökningstakt i penningmängden. Penningmängdsstyrning testades i olika länder med begränsad framgång under 1970- och 1980-talen och började under 1990-talet överges till förmån för inflationsmålpolitik (se till exempel Mishkin, 2006).

<sup>17</sup> Se till exempel Flam och Persson (2024).



inflationmålet går det att ha i penningpolitiken. Jag är från min sida beredd att pröva en sådan inriktning. Men den kommer att behöva vara empirisk, där effekterna på trovärdigheten följs mycket noga. Låt oss se om vi är mogna för att ta ett sådant steg.

## Referenser

Apel, Mikael och Per Jansson (2023), "Penningpolitik i forskningen och den allmänna debatten", *Ekonomisk Debatt*, årg. 51, nr 7, s. 65–69.

Bernanke, Ben S. (2015), "Inaugurating a new blog", *Commentary*, Brookings, <https://www.brookings.edu/articles/inaugurating-a-new-blog/>.

Carlström, Johan (2024), "Kan mystisk stjärna visa vägen mot billiga bolån?", *Svenska Dagbladet*, 22 juni.

Coglianesi, John, Maria Olsson och Christina Patterson (2023), "Monetary Policy and the Labor Market: A Quasi-Experiment in Sweden", University of Chicago, Becker Friedman Institute for Economics Working Paper No. 2023-123.

Daunfeldt, Sven-Olov (2024), "Bluff och båg att företag täljt guld under inflationskrisen", *DN Debatt*, 21 oktober.

Finansdepartementet (2023), "Långtidsutredningen 2023 – Finanspolitisk konjunkturstabilisering", SOU 2023:85.

Flam, Harry och Mats Persson (2024), "Krona på rätt kurs? En ESO-rapport om den svenska valutans utveckling 1993–2024", Rapport till Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi 2024:4.

Flug, Karnit och Patrick Honohan (2022), Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–2020, Rapport från riksdagen 2021/22:RFR4.

Friedman, Milton (1968), "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, vol. 58, No. 1, s. 1–17.

Hallsten, Kerstin och Brenden Grath (2024), "Tål att upprepas: Konkurrenskraften avgörande för lönebildningen", Ett nyhetsbrev från Industriarbetsgivarnas ekonomer, <https://industriarbetsgivarna.se/tal-att-upprepas-konkurrenskraften-avgorande-for-lonebildningen/>.

Hassler, John, Per Krusell och Anna Seim (2023), "Utvärdering av penningpolitiken 2022", Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet (CeMoF), Stockholms universitet, Rapport från riksdagen 2022/23:RFR5.

Hellman, Björn och Carl Eckerdal (2024), "Absurda utsagor från Riksbanken", SvD Debatt, 22 november.

Jansson, Per (2014), "Svensk penningpolitik efter finanskrisen – myter och fakta", anförande vid SvD Bank Summit, 3 december.

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

Jansson, Per (2023), "Om glappet i den penningpolitiska debatten", anförande vid Danske Bank, 12 december.

Konjunkturinstitutet (2022), "Prissättning hos svenska företag under 2022", Specialstudie December 2022.

Konjunkturinstitutet (2023), "Prissättning hos svenska företag 2023", Specialstudie December 2023.

Konjunkturinstitutet (2024), Lönebildningsrapporten 2024.

Konkurrensverket (2024) "Stigande matpriser – vart tar pengarna vägen?", Rapport 2024:3.

Lundvall, Henrik (2023), "Drivkrafter bakom globala trender i den neutrala räntan", Bilaga 2 till Långtidsutredningen 2023, SOU 2023:87.

Mishkin, Frederic S. (2006), "Monetary Policy Strategy: How Did We Get Here?", NBER Working Paper 12515.

Munkhammar, Viktor (2024), "Räntan som gäcker alla", Dagens industri, 16 juli.

Seim, Anna (2024), "Den neutrala räntan – betydelse, begränsningar och bedömning", anförande vid Sveriges riksbank, 26 november.