



ANFÖRANDE

DATUM: 2019-05-07
TALARE: Riksbankschef Stefan Ingves
PLATS: Nationalekonomiska föreningen

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

Långsiktiga trender – viktiga pusselbitar i den penningpolitiska analysen¹

Jag vill börja med att tacka för inbjudan. Att komma hit till Nationalekonomiska föreningen och diskutera olika typer av frågeställningar som berör Riksbankens verksamhet är något jag uppskattar väldigt mycket och tycker är roligt. Dagens anförande är faktiskt det fjortonde i ordningen, så det börjar också bli lite av en nostalgitripp att komma tillbaka hit varje år.

En stor del av dagens anförande tänkte jag ägna åt den svenska arbetsmarknaden och några av de övergripande trender och utmaningar som den står inför, alltså sådant som brukar kallas "strukturella förändringar". I det sammanhanget kan det vara värt att påminna sig om förutsägelseerna från två berömda ekonomer. För snart 90 år sedan förutspådde John Maynard Keynes att den snabba automatiseringen av arbetsuppgifter skulle medföra "teknologisk arbetslöshet".² En annan berömd ekonom, Wassily Leontief, förutspådde 20 år senare liknande problem: "Arbetet blir mindre och mindre viktigt ... Fler och fler arbetare kommer att ersättas av maskiner. Jag ser inte att nya industrier kan anställa alla som vill ha ett jobb".³

Dessa förutsägelser har som vi vet inte förverkligats, men på senare tid har en liknande debatt ändå uppstått. I en uppmärksam rapport nyligen varnades det till exempel för att vartannat jobb i Sverige kommer att försvinna inom 20 år.⁴ Samtidigt pågår en annan debatt som handlar om den demografiska utvecklingen med en alltmer åldrande befolkning där flera hävdar att det kommer att krävas en

¹ Jag vill tacka Magnus Jonsson för hjälp med att skriva anförandet och Emelie Theobald för hjälp med data och diagram. Jag vill också tacka Mattias Erlandsson, Jesper Hansson, Goran Katinic, Åsa Olli Segendorf, Cecilia Roos-Isaksson, Marianne Sterner, Ulf Söderström och Anders Vredin för värdefulla synpunkter samt Elizabeth Nilsson för hjälp med att översätta anförandet till engelska.

² Se Keynes (1930).

³ Se Leontief (1952).

⁴ Se "Vartannat jobb automatiseras inom 20 år – utmaningar för Sverige", 2014, Stiftelsen för strategisk forskning.

ökad arbetskraftsinvandring och bättre integration för att välfärden ska kunna bibehållas på dagens nivåer.

Trendmässiga förändringar är svåra att förutse eftersom de inte syns förrän efter en viss tid, vilket om inte annat förutsägelseerna av Keynes och Leontief är exempel på. Jag ska därför inte ge mig på att förutspå utvecklingen på arbetsmarknaden idag, utan istället göra en tillbakablick och tala om vad som hänt. Mycket tyder på att det skett flera till synes trendmässiga förändringar på arbetsmarknaden i perioden efter finanskrisen 2008–2009. Jag ska diskutera några av dessa och i vilken utsträckning de kan ha bidragit till lägre priser och löner samt vad man brukar kalla en flackare Phillipskurva. Dessutom ska jag ta upp den ökande migrationen och den demografiska utvecklingen med en åldrande befolkning och vilka ekonomiska effekter det kan få.

En annan strukturell förändring rör den trendmässiga nedgången i realräntor runt om i världen. Det är en förändring som pågått under en längre tid och som även påverkat svenska räntor. Sverige är en liten öppen ekonomi med fria kapitalrörelser och våra räntor anpassas därför efter omvärldens räntenivåer. Denna anpassning behöver inte alltid vara perfekt, vilket är något jag också tänkte ta upp. Avslutningsvis ska jag diskutera hur olika typer av osäkerhet, bland annat osäkerhet om långsiktiga trender, kan påverka de penningpolitiska besluten.

Långsiktiga trender och penningpolitik

Den ekonomiska utvecklingen drivs av olika typer av tekniska framsteg. För närvarande talas det mycket om den allt snabbare digitaliseringen, automatiseringen och globaliseringen som kan få stor betydelse för hur olika marknader fungerar och för ekonomin i stort. För penningpolitikens del är finansmarknaden och arbetsmarknaden särskilt betydelsefulla i detta sammanhang. Det beror på att två långsiktiga nivåer – den **långsiktiga realräntan** och den **långsiktigt hållbara nivån på resursutnyttjandet** – bestäms på dessa två marknader. Dessa två nivåer är så betydelsefulla att de fått speciell "stjärnstatus" i den penningpolitiska litteraturen: Den långsiktiga realräntan brukar benämnas r^* ("r-stjärna") och den långsiktigt hållbara nivån på resursutnyttjandet y^* ("y-stjärna").⁵ Varför just dessa två långsiktiga nivåer spelar en så viktig roll tänkte jag illustrera med utgångspunkt i en så kallad penningpolitisk handlingsregel.

En penningpolitisk handlingsregel beskriver en lämplig nivå för styrräntan på basis av några få faktorer. Ingen centralbank förlitar sig enbart på en sådan regel i de faktiska räntebesluten, men den kan fungera som ett bra riktmärke för styrräntan. Olika penningpolitiska handlingsregler används också flitigt i den akademiska litteraturen eftersom det visat sig att de kan beskriva styrräntans utveckling förhållanden väl, i synnerhet under normala ekonomiska förhållanden.⁶

⁵ Se till exempel Powell (2018) och Tenreyro (2019).

⁶ Se Jonsson och Katinic (2017) som visar hur väl en penningpolitisk handlingsregel kan beskriva den svenska styrräntan sedan inflationsmålet infördes.

En vanlig penningpolitisk handlingsregel är den så kallade Taylor-regeln.⁷ Det finns olika varianter av den, men ofta används en variant som kan beskrivas med följande matematiska uttryck,

$$R_t = r^* + 2 + \alpha(\pi_t - 2) + \beta(y_t - y^*),$$

där R betecknar styrräntan, r^* den **långsiktiga realräntan**, 2 är centralbankens inflationsmål, π den faktiska inflationen, y det faktiska resursutnyttjandet och y^* **resursutnyttjandets långsiktigt hållbara nivå**. Parametrarna α och β bestämmer hur starkt styrräntan reagerar på inflationens avvikelse från två procent respektive resursutnyttjandets avvikelse från den långsiktigt hållbara nivån.

Enligt Taylor-regeln beror styrräntans utveckling på tre faktorer:

1. Summan av den **långsiktiga realräntan** och inflationsmålet på två procent.
2. Inflationens avvikelse från inflationsmålet på två procent.
3. Resursutnyttjandets avvikelse från **resursutnyttjandets långsiktigt hållbara nivå**.

Taylor-regeln illustrerar med andra ord att både den **långsiktiga realräntan** och **resursutnyttjandets långsiktigt hållbara nivå** har betydelse för nivån på styrräntan.

Vilka roller spelar r^* och y^* för penningpolitiken?

Den **långsiktiga realräntan** spelar en viktig roll för styrräntans långsiktiga nivå, vilket också kan visas med Taylor-regeln. På lång sikt, när inflationen är på målet och resursutnyttjandet ligger på sin långsiktigt hållbara nivå, kan Taylor-regeln beskrivas på följande sätt,

$$R_t = \bar{R} = r^* + 2,$$

där \bar{R} betecknar styrräntans långsiktiga nivå och 2 är som tidigare centralbankens inflationsmål. Den långsiktiga styrräntan är alltså lika med r^* plus inflationsmålet. Om inflationsmålet är konstant bestäms den långsiktiga, i praktiken den genomsnittliga, styrräntan av r^* . Minskar till exempel r^* betyder det att styrräntans långsiktiga (genomsnittliga) nivå minskar i samma takt. Det har under en längre tid skett en trendmässig nedgång i omvärldens r^* , vilket är en viktig orsak till de låga räntorna i Sverige. Jag återkommer till detta senare.

Resursutnyttjandets långsiktigt hållbara nivå spelar även den en viktig roll för penningpolitiken, men på ett lite annorlunda sätt. Den långsiktiga nivån på styrräntan påverkas nämligen inte av y^* , däremot påverkas *variationerna* runt styrräntans långsiktiga nivå. Ett enkelt exempel kan förklara varför det är så.

Anta att resursutnyttjandet är lika med y^* inledningsvis och att y^* sedan stiger till en högre nivå. Resursutnyttjande är då lägre än den långsiktiga nivån, det vill säga resursutnyttjandet kan sägas vara lägre än "normalt" och vi har "lågkonjunktur".

⁷ Se Taylor (1993).

Det dämpar inflationstrycket och styrräntan sänks då tillfälligt för att öka resursutnyttjandet och inflationstrycket. En expansivare penningpolitik får resursutnyttjandet att börja stiga och anpassa sig till den nya högre nivån samtidigt som inflationen går tillbaka till målet. Styrräntan återgår därmed också till sin ursprungliga nivå. Förändras förhållandena på ett sådant sätt att det påverkar vad vi betraktar som en normal nivå på resursutnyttjandet, y^* , påverkar det alltså styrräntan tillfälligt under en övergångsperiod.

Jag ska inte diskutera resursutnyttjandets långsiktiga nivå i sig idag, utan i stället redogöra för några till synes trendmässiga förändringar som ägt rum på arbetsmarknaden efter finanskrisen. Även om dessa förändringar inte ger direkta mått på resursutnyttjandet eller dess långsiktiga nivå kan de ha implikationer för det. Vissa av förändringarna, som till exempel en uppgång i arbetskraftsdeltagandet, kan medföra att arbetskraftsutbudet ökar på sikt, vilket kan öka ekonomins produktionspotential och resursutnyttjandets långsiktiga nivå. Medan till exempel en försämrad matchningseffektivitet sannolikt medför att resursutnyttjandets långsiktiga nivå sjunker.

Arbetsmarknad i ständig förändring

Förändringar på arbetsmarknaden är något vi alla berörs av. Perioden efter finanskrisen 2008–2009 har handlat mycket om hur arbetsmarknaden kan tänkas påverkas av den snabba utvecklingen inom informations- och kommunikationstekniken, framför allt den så kallade digitaliseringen, som gör det möjligt att automatisera allt fler arbetsuppgifter – både rutinarbeten och mer avancerade arbetsuppgifter. Den allt snabbare globaliseringen, som sannolikt medför större arbetskraftsrörlighet mellan länder och regioner, har också uppmärksamats. Samtidigt går vi mot en befolkningsstruktur med en allt äldre befolkning och vi har stora migrationsströmmar runt om i världen. Exakt hur detta påverkar arbetsmarknaden och dess sätt att fungera är svårt att veta. Jag ska inte heller spekulera i det, utan istället ta upp några till synes trendmässiga förändringar som ägt rum den senaste tioårsperioden.

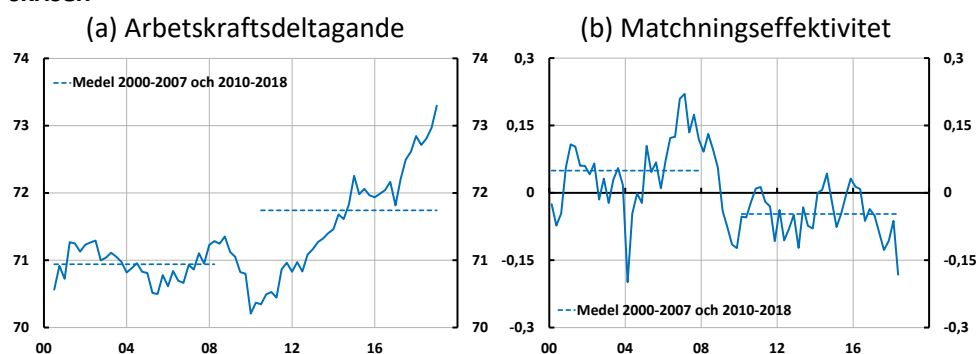
Trender på arbetsmarknaden efter finanskrisen

De senaste tio åren har det skett en i det närmaste trendmässig uppgång i både arbetskraftsdeltagandet – arbetskraftens andel av befolkningen i arbetsför ålder – och i sysselsättningsgraden – antal sysselsatta som andel av befolkningen i arbetsför ålder. Det är en i allt väsentligt positiv utveckling eftersom det avspeglar att allt fler har möjlighet att få ett arbete och att fler också fått det. I diagram 1a ser vi hur arbetskraftsdeltagandet ökat stadigt från runt 71 procent strax efter finanskrisen till över 73 procent idag. Denna positiva utveckling kan sannolikt förklaras på flera sätt. Den höga befolkningstillväxten, som i viss mån kan knytas till en hög migration, kan vara en faktor. En stor del av de immigranter som kommit till Sverige de senaste åren har varit i åldern 25–54 år, vilket är en grupp med högt arbetskraftsdeltagande. En annan faktor kan vara olika ekonomisk-politiska reformer som ökat incitamenten att delta i arbetskraften.

En annan mindre positiv utveckling är försämringen av matchningseffektiviteten. Den kan vara ett tecken på att företagens krav och de arbetssökandes förmågor stämmer sämre överens med varandra – till exempel på grund av strukturomvandling eller brister i utbildningssystemet – eller att sök- och rekryteringsprocesserna blivit sämre. Det blir därmed mer tidskrävande och kostsamt för företagen att rekrytera personal.

I samband med finanskrisen föll matchningseffektiviteten kraftigt, se diagram 1b.⁸ Det behöver i sig inte vara ett problem. I konjunkturedgångar blir vissa typer av kompetenser förlegade samtidigt som andra och nya kompetenser efterfrågas. För enskilda individer medför det ofta att någon form av vidareutbildning blir nödvändig. Det problematiska är att matchningseffektiviteten verkar ha bitit sig fast på ungefär samma låga nivåer som runt 2010. Det kan leda till att många arbetslösa förlorar arbetsrelaterad kompetens, vilket ytterligare kan försämra deras möjligheter på arbetsmarknaden.

Diagram 1. Arbetskraftsdeltagande och matchningseffektivitet, före och efter finanskrisen



Anm. Årlig procentuell förändring och avvikelse från medelvärdet. Matchningseffektiviteten avser avvikelse från det historiska medelvärdet. Ett negativt värde avser en lägre matchningseffektivitet än genomsnittet.

Källor: SCB och egna beräkningar

Skatte- och ersättningsystemen avgör i stor utsträckning hur arbetsmarknaden fungerar. De påverkar arbetstagarnas incitament att delta i arbetskraften och acceptera nya jobberbjudanden. En viktig faktor i det sammanhanget är arbetstagarernas ersättningsgrad – arbetslöshetsersättningen i förhållande till lönerna. Den anger hur stor andel av inkomsten en individ får behålla om denne blir arbetslös. Ersättningsgraden har minskat stadigt sedan början av 2000-talet med undantag för uppgången 2015–2016, se diagram 2a. Den viktigaste faktorn bakom utvecklingen är stigande löner, men även sänkta ersättningstak i arbetslöshetsförsäkringen och jobbskatteavdragen har påverkat utvecklingen.

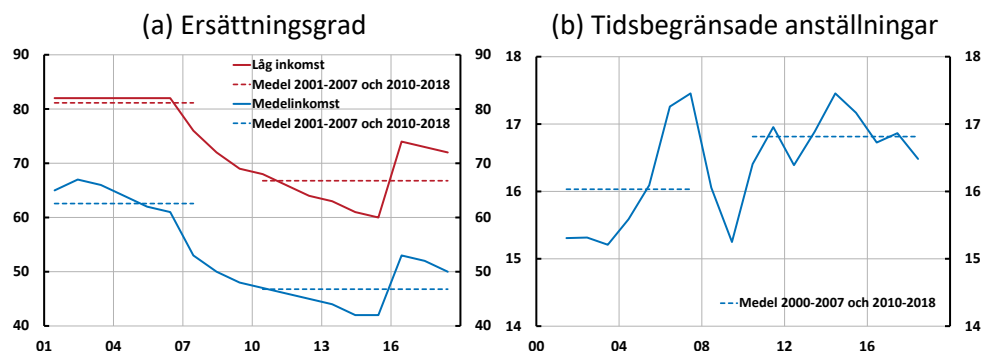
En ytterligare trend på arbetsmarknaden är att allt färre är fackligt organiserade. Sedan början av 2000-talet har organisationsgraden minskat med runt 15 procentenheter. En del av nedgången avspeglar att utrikes födda personer oftare avstår från att gå med i facket, och utrikes födda är dessutom överrepresenterade i de privata tjänstenäringarna där organisationsgraden sjunkit allra mest.⁹ Det har även skett en trendmässig ökning av andelen personer med tidsbegränsade an-

⁸ För en beskrivning av hur matchningseffektiviteten är skattad, se Jonsson och Theobald (2019).

⁹ Se Kjellberg (2018).

ställningar, se diagram 2b. Dessa personer har ofta en svagare förankring på arbetsmarknaden och sannolikt också en svagare förhandlingsposition. Minskad facklig organisationsgrad och fler tidsbegränsade anställningar kan vara indikatorer på att arbetstagarnas förhandlingsstyrka försvagats. Om så är fallet har det betydelse för både löneutvecklingen och inflationen.

Diagram 2. Ersättningsgrad och andel personer med tidsbegränsade anställningar, före och efter finanskrisen



Anm. Procent av ersatt lön efter preliminärskatt för medel- och låginkomsttagare under tre månaders arbetslöshet respektive antalet tidsbegränsat anställda som procent av det totala antalet anställda.

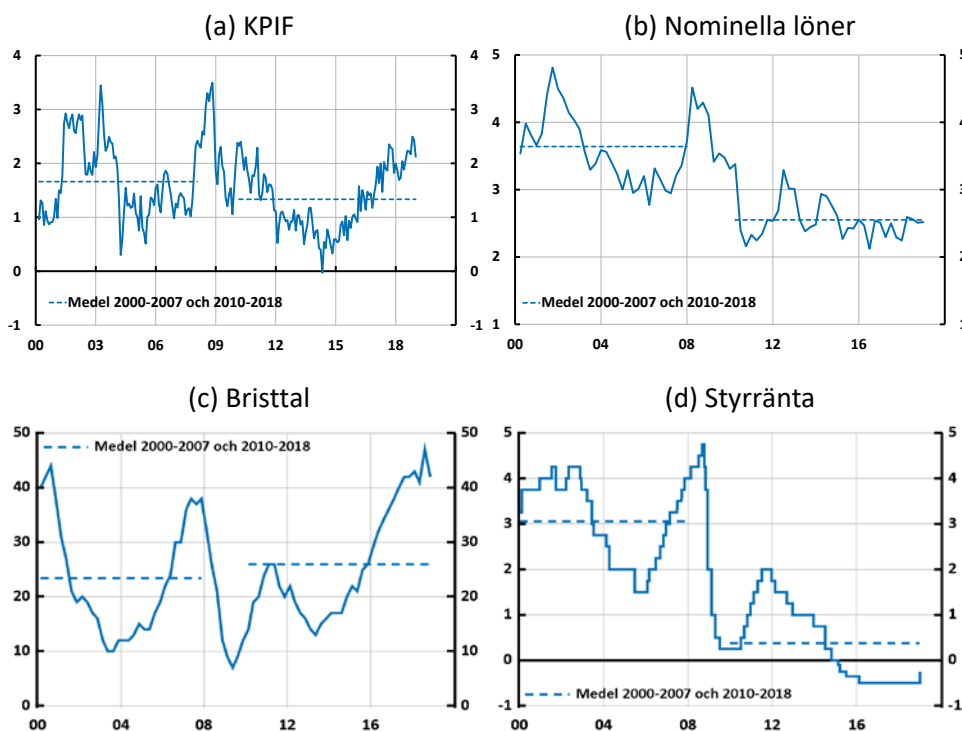
Källor: OECD, SCB och egna beräkningar

Förändrad arbetsmarknad kan ha bidragit till lägre priser och löner

Tiden efter finanskrisen har ur ett penningpolitiskt perspektiv varit utmanande. Inflationen har vid många tillfällen blivit lägre än väntat och även under målet. I genomsnitt har inflationen mätt med KPIF varit runt 0,3 procentenheter lägre efter finanskrisen än före, se diagram 3a. Men inte bara inflationen har blivit lägre än väntat, även lönerna har blivit det. Löneökningarna har varit runt 1,1 procentenheter lägre efter finanskrisen, se diagram 3b. De låga utfallen har överraskat Riksbanken, men också flera andra bedömare.

Men trots att inflationen och löneökningarna blivit lägre än väntat har resursutnyttjandet – mätt som brist på arbetskraft – inte varit ovanligt lågt. Det har i genomsnitt legat på ungefär samma nivåer som före finanskrisen, se diagram 3c. Penningpolitiken har å sin sida varit expansiv med en styrränta som i genomsnitt varit drygt 2,5 procentenheter lägre efter finanskrisen än före, se diagram 3d. Därtill kommer stora köp av statsobligationer i syfte att göra penningpolitiken ännu mer expansiv.

Diagram 3. Inflation, nominella löner, bristtal och styrränta i Sverige, före och efter finanskrisen



Anm. (a) Årlig procentuell förändring, (b) årlig procentuell förändring, löner enligt konjunkturlönestatistiken (c) procent, (d) procent.

Källor: Konjunkturinstitutet, Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

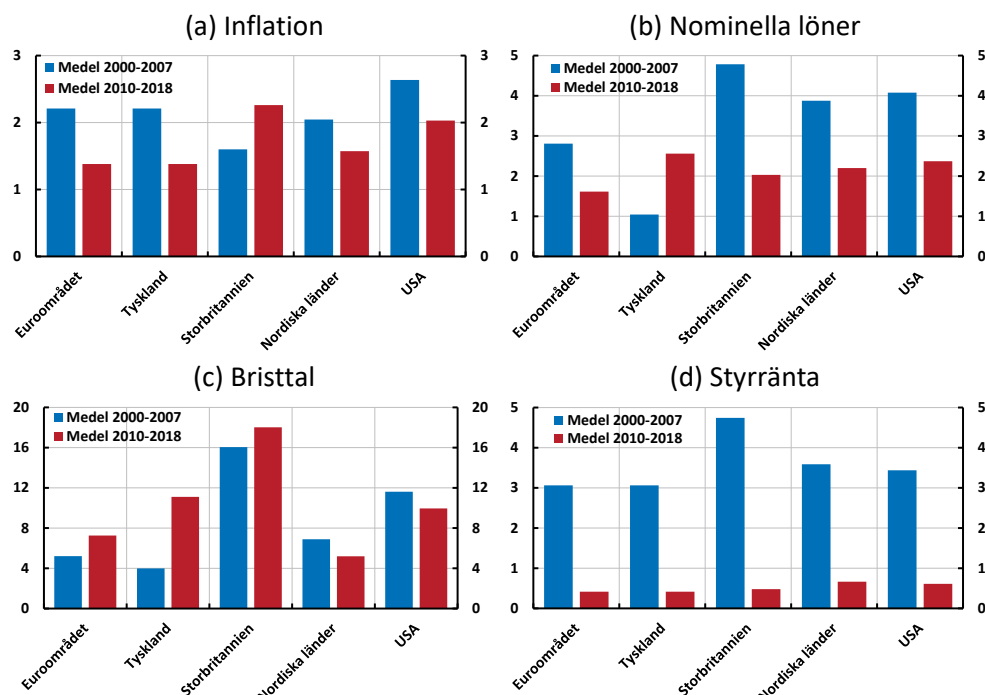
Den här utvecklingen har inte varit unik för Sverige, utan vi har sett liknande tendenser i flera andra länder, se diagram 4a–d. I euroområdet, de nordiska grannländerna och USA har både inflationen och löneökningarna varit lägre efter finanskrisen. Samtidigt har resursutnyttjandet i termer av bristtal varit på ungefär samma nivåer som före finanskrisen och styrräntorna precis som i Sverige mycket låga i ett historiskt perspektiv. Storbritannien utmärker sig med en något högre inflation och Tyskland med ett högre resursutnyttjande efter finanskrisen.

Någon konsensus om vad de förhållandevis låga pris- och löneutfallen beror på har ännu inte utkristalliserats bland ekonomer och forskare, varken i Sverige eller internationellt. Under åren strax efter finanskrisen förklarades den låga inflationen i Sverige med en svag internationell konjunkturutveckling i kombination med låga energipriser som höll tillbaka kostnadsökningarna. Andra orsaker var en starkare krona och att företagen pressat sina marginaler i större utsträckning än tidigare.¹⁰

På ett övergripande plan är den tilltagande globaliseringen och tekniska utvecklingen med en allt snabbare digitalisering sannolikt viktiga orsaker till de låga pris- och löneökningarna. När allt fler produkter produceras i globala värdekedjor och allt mer handel sker online pressas både priser och löner. Men även andra faktorer kan spela roll.

¹⁰ Se Andersson et al. (2015).

Diagram 4. Inflation, nominella löner, bristtal och styrränta i ett antal länder, före och efter finanskrisen.



Anm. (a) Årlig procentuell förändring. För euroområdet visas HIKP och för resterande KPI (b) Årlig procentuell förändring. Löner avser ersättning per anställd (*compensation per employee*). (c) Andel (i procent) som svarat att arbetskraftsbrist är en begränsande faktor för produktionen. För USA hämtas data från QPC, United States Census Bureau, och för resten hämtas data från ESI, Europa kommissionen (d) Procent, för euroområdet, Tyskland och Finland avses ECB:s styrränta. Nordiska länder inkluderar Danmark, Finland och Norge, utom i diagram (c) där nordiska länder inkluderar Danmark och Finland.

Källor: Nationella källor, OECD och Riksbanken

Två ekonomer på Riksbanken har studerat hur de förändringar på arbetsmarknaden som jag redogjort för kan ha påverkat priser och löner efter finanskrisen.¹¹ De visar i ett antal räkneexempel att utvecklingen på arbetsmarknaden kan ha varit en bidragande orsak till låga utfall i både priser och löner. Mer konkret visar de att ökat arbetskraftsdeltagande, sänkta ersättningsnivåer och försvagad förhandlingsstyrka hos arbetstagarna har dämpande effekter på priser och löner.

Om arbetskraftsdeltagandet ökar blir det lättare för företagen att hitta ny kompetens. Det minskar anställningskostnaderna. Även lönekostnaderna minskar då ökad konkurrens om jobben dämpar lönekraven. Sammantaget leder minskade kostnader till en press nedåt på priserna. En annan mekanism som också kan innebära att det stigande arbetskraftsdeltagande har bidragit till lägre priser och löner diskuteras av två ekonomer från Bank of International Settlements.¹² De menar att det skett en förändring i sammansättningen av arbetskraften den senaste tioårsperioden. Arbetskraftsdeltagandet i åldersgruppen 55–64 år har blivit märkbart större, vilket dämpat priser och löner.

Om ersättningsnivåerna sänks får arbetstagarna större incitament att acceptera lägre löner. Även det leder till att företagets kostnader minskar och att pristrycket

¹¹ Se Jonsson och Theobald (2019).

¹² Se Mojon och Ragot (2019).

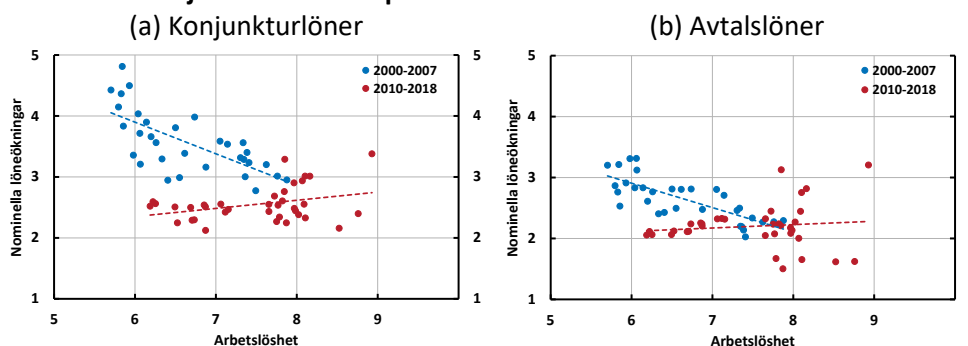
dämpas. Om arbetstagarnas förhandlingsstyrka försvagas minskar deras möjligheter att få igenom sina lönekrav. Det innebär lägre löner och en anpassning nedåt av priserna.

Man ska inte utifrån dessa resultat dra några bestämda slutsatser om implikationerna för penningpolitiken. Ett lägre pristryck i sig motiverar visserligen en mer expansiv penningpolitik, men beslut om styrräntan består av en samlad bedömning av flera olika faktorer där utvecklingen på arbetsmarknaden är en faktor. Däremot kan man utifrån dessa resultat säga att utbudseffekter och långsiktiga trender kan vara viktiga pusselbitar i den penningpolitiska analysen. Detta är något som också har betonats i andra studier.¹³

Flackare Phillipskurva behöver inte betyda att penningpolitikens genomslag blivit mindre

Utöver diskussionen om orsakerna till de låga nivåerna på löneökningarna och inflationen, har det också förts en diskussion om den flackare Phillipskurvan – den svagare samvariationen mellan löneökningar och arbetslöshet – kan ha medfört att penningpolitikens möjligheter att styra inflationen blivit sämre. Vi kan i diagrammen 5a och 5b se att i perioden före finanskrisen var Phillipskurvens lutning negativ, så att lägre arbetslöshet var förknippat med högre löneökningar, men att den efter finanskrisen blivit flackare och något positiv.

Diagram 5. Phillipskurvan före finanskrisen (blå linje) och efter (röd linje). Löner mätta med konjunkturlöner respektive avtalslöner.



Anm. Årlig procentuell förändring respektive procent av arbetskraften, 15–74 år. Säsongsrensade data.
Källor: Medlingsinstitutet, SCB och egna beräkningar

Den till synes försvagade länken mellan löner och arbetslöshet är inte bara ett svenskt fenomen. Liknande försvagningar har även ägt rum i euroområdet, USA och Storbritannien.¹⁴ Det finns flera möjliga förklaringar till denna utveckling även om det inte råder någon konsensus i litteraturen om de underliggande orsakerna. Jag ska här ta upp en möjlig orsak som jag inte sett uppmärksammas så mycket i debatten och som därför kan vara intressant.

Det första att konstatera är att det inte är förvånande att samvariationen eller, som man säger på ekonomspråk, korrelationen mellan ekonomiska variabler varierar över tiden. Om vi skulle studera två godtyckliga ekonomiska variabler över en

¹³ Se till exempel Faust och Leeper (2015) och Hansson et al. (2018).

¹⁴ Se exempelvis Cunliffe (2017).

längre tid är sannolikheten stor att samvariationen mellan dessa kommer att variera mellan olika tidsperioder till följd av att ekonomin ständigt förändras. För en centralbank kan det ändå te sig lite oroväckande att det är just Phillipskurvans lutning som förändrats, eftersom den har en så framträdande roll i resonemangen kring penningpolitiken.

Ett vanligt resonemang från en centralbank kan låta så här: "Vi har sett en ökning av arbetslösheten den senaste tiden. Det har lett till att arbetsmarknaden blivit mindre stram och att företagen nu lättare kan hitta ny personal – konkurrensen om arbetena har därmed blivit större. Det dämpar löneökningarna vilket i sin tur pressar ned priserna." Enligt detta resonemang bör alltså samvariationen mellan löner och arbetslöshet vara negativ.

Det är inget fel på detta resonemang i sig, men det är inte något fullständigt resonemang eftersom orsaken till att arbetslösheten ökat inte framgår. Resonemanget fungerar bra i pedagogiska syften, men för att förstå varför samvariationen förändrats behöver vi också känna till varför arbetslösheten ökat.

För att förklara varför ekonomiska variabler fluktuerar över tiden antar ekonomer att ekonomin drabbas av "chocker" som påverkar konsumtion, sparande, investeringar, priser, löner och så vidare. Chocker är vad som på ekonomspråk brukar kallas *exogena* förändringar. Med det menas förändringar som sker oberoende av hushållens och företagets beteende. På ett principiellt plan kan man nog säga att sådana förändringar inte kan förekomma.¹⁵ De exogena förändringar som ofta förekommer som förklaringar – den tekniska utvecklingen, demografiska förändringar, olika förändringar på arbetsmarknaden, globaliseringen för att ta några exempel – är alla på ett eller annat sätt en följd av beslut fattade av hushåll och företag.

Men trots att så är fallet på ett principiellt plan är det ofta praktiskt att i ekonomisk teori göra en distinktion mellan exogena faktorer och de faktorer som man vill förklara. Det handlar helt enkelt om att förenkla verkligheten för att på så sätt kunna förstå den bättre. För att förstå varför Phillipskurvan blivit flackare behöver vi alltså veta vilka exogena förändringar som kan tänkas påverka lutningen och en teori för hur förändringarna påverkar den.

Jag ska med två räkneexempel som utgångspunkt visa hur Phillipskurvans lutning påverkas av två olika exogena förändringar.¹⁶ Räkneexemplen syftar till att illustrera att lutningen kan vara negativ eller positiv beroende på vilka exogena förändringar som driver den ekonomiska utvecklingen. Min hypotes är alltså att den flackare Phillipskurvan kan bero på att ekonomin utsatts för andra typer av exogena förändringar efter finanskrisen än före, vilka ändrat Phillipskurvans lutning i en flackare riktning. Det är förstås svårt att verifiera denna hypotes i praktiken, precis som det är svårt att verifiera andra möjliga hypoteser, och det är inget jag kan göra idag. För att kunna göra det behöver man göra en mer grundläggande

¹⁵ Som exempel på en sann exogen förändring brukar ibland vädret nämnas, men vädret är förstås av mindre betydelse i dagens utvecklade ekonomier än vad som var fallet under jordbruksamhällets dagar.

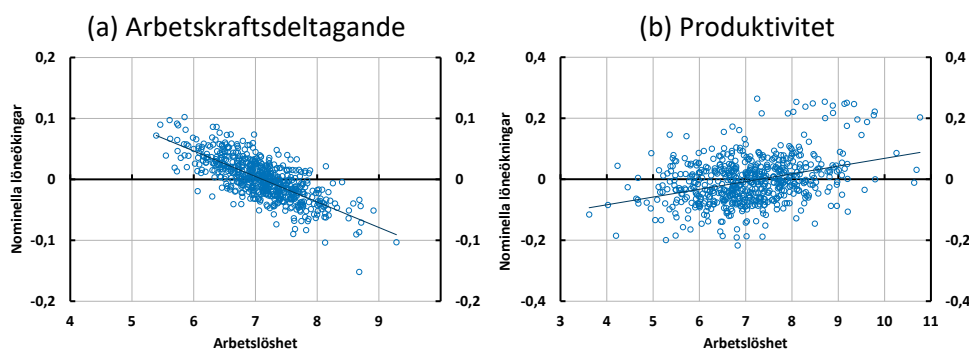
¹⁶ För en beskrivning av den teori jag använt, se Jonsson och Theobald (2019). Denna studie innehåller även andra räkneexempel än de jag visar här som kan illustrera möjliga orsaker till att Phillipskurvan blivit flackare.

analys där man mer noggrant försöker identifiera vilka exogena förändringar som varit viktiga före och efter finanskrisen.

I det första räkneexemplet sker det exogena förändringar i arbetskraftsdeltagandet. För att illustrera den ekonomiska intuitionen låt arbetslösheten öka på grund av att fler personer kommer in i arbetskraften. Det blir då lättare och billigare för företagen att hitta ny personal och vakanserna fylls fortare. Men för de personer som kommit in i arbetskraften tar det ändå en viss tid att söka och att hitta ett nytt arbete. Arbetslösheten ökar därför, åtminstone inledningsvis. En ökning i arbetskraftsdeltagandet ökar även konkurrensen om jobben. Arbetstagarnas lönekrav blir därmed mer dämpade.

När arbetskraftsdeltagandet ökar blir således samvariationen mellan arbetslöshet och löner negativ. Men det som är viktigt att förstå är att den negativa samvariationen beror på ökningen i arbetskraftsdeltagandet, det vill säga *kausalteten* går från arbetskraftsdeltagandet till arbetslöshet och löner. Det är alltså inte en stigande arbetslöshet i sig som orsakar lägre löner. Den samvariation mellan arbetslöshet och löner som observeras i data är endast en *korrelation*, vilken inte säger något om vad som påverkar vad. I diagram 6a visas det räkneexempel som illustrerar hur exogena förändringar i arbetskraftsdeltagandet påverkar löner och arbetslöshet. Samvariationen blir som synes negativ.

Diagram 6. Phillipskurvans lutning vid exogena förändringar i arbetskraftsdeltagandet respektive produktiviteten



Anm. Kvartalsvis procentuell förändring respektive procent av arbetskraften.
Källor: Egna beräkningar

I det andra räkneexemplet är det exogena förändringar i produktiviteten som påverkar fluktuationerna i ekonomin. Effekterna på löner och arbetslöshet kan belysas på följande sätt. En ökning av produktiviteten leder till att företagens produktionskostnader blir lägre. Priserna kan då sänkas och produktionen stiga, vilket minskar arbetslösheten. Ökningen i produktiviteten leder visserligen till att reallönerna stiger men eftersom prisfallet är större än reallöneökningen betyder det att de nominella löneökningarna faller. I detta räkneexempel minskar alltså både nominella löner och arbetslöshet och samvariationen blir därför positiv. Detta ska inte tolkas som att lägre arbetslöshet leder till lägre nominella löner – kausaliteten går från en förbättrad produktivitet som leder till dels lägre nominella löner, dels till lägre arbetslöshet. I diagram 6b visas räkneexemplet. Phillipskurvan har som synes en positiv lutning.

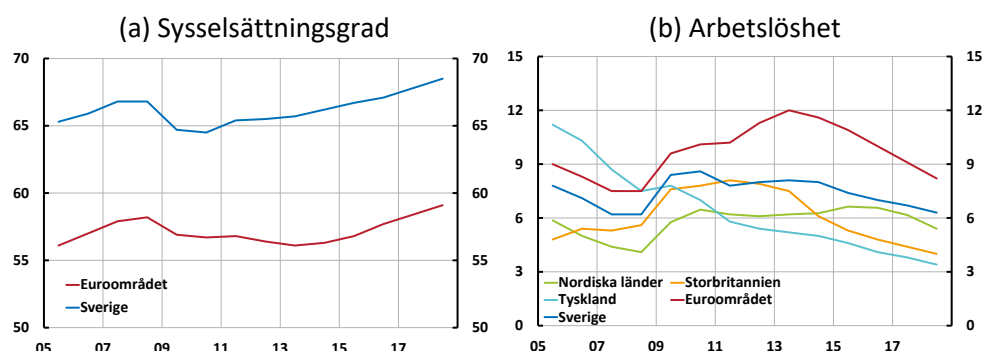
För centralbanker är det viktigt att förstå varför Phillipskurvan blivit flackare eftersom det har implikationer för penningpolitiken och det penningpolitiska genomslaget. Om den flackare Phillipskurvan beror på exogena förändringar i exempelvis produktiviteten behöver det inte avspegla en förändring av hushållens och företagens beteenden. Möjligheterna att styra inflationen behöver därmed inte heller ha blivit sämre. Penningpolitiken påverkar efterfrågan och resursutnyttjandet genom många olika kanaler. Arbetslösheten är en kanal, men arbetskraftsdeltagandet, sysselsättningen, och lediga platser (vakanser) är några exempel på andra kanaler som penningpolitiken också verkar genom.

Men skulle det å andra sidan vara så att den flackare Phillipskurvan har sin grund i att hushållens eller företagens beteende ändrats, till exempel för att företagen sätter priser på ett annat sätt än tidigare, kan det betyda att även penningpolitikens genomslag blivit annorlunda.¹⁷ Det räcker alltså inte att konstatera att Phillipskurvans lutning ändrats för att dra några slutsatser för penningpolitiken, man måste också ha en uppfattning om varför lutningen ändrats.

Mycket fungerar bra på arbetsmarknaden – men inte allt

Den ekonomiska utvecklingen i Sverige ser för närvarande ljus ut. Tillväxten är god samtidigt som sysselsättningen och arbetskraftsdeltagandet stiger. Arbetsmarknaden ser ut att fungera rätt bra med en minskande arbetslöshet. Jämfört med övriga Europa ser det också i flera avseenden bra ut. Sysselsättningsgraden och arbetskraftsdeltagandet är båda höga i ett europeiskt perspektiv, se diagram 7a som visar sysselsättningsgraden i Sverige jämfört med euroområdet. En stor del av skillnaden beror på att arbetskraftsutbudet bland kvinnor och äldre är jämförelsevis högt i Sverige.

Diagram 7. Sysselsättningsgrad och arbetslöshet i Sverige och Europa



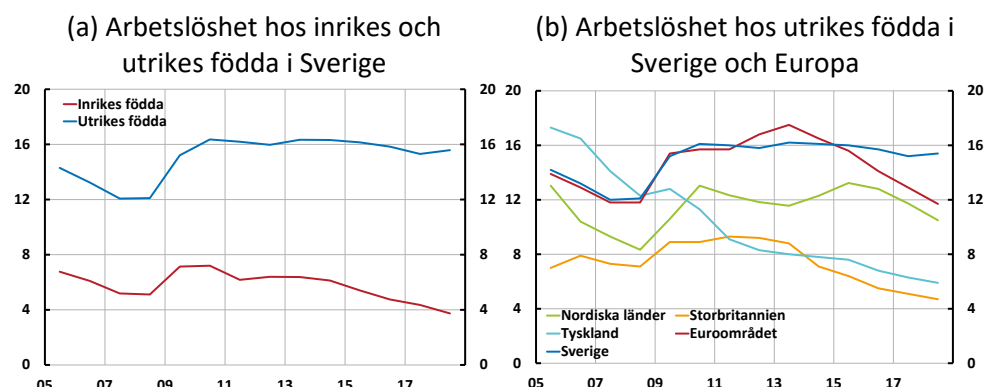
Anm. Procent av befolkningen respektive arbetskraften, 15–74 år.
Källa: Eurostat

Mycket fungerar med andra ord rätt bra på den svenska arbetsmarknaden i ett europeiskt perspektiv, men det finns utmaningar. Även om arbetslösheten är lägre än genomsnittet i EU-länderna är den inte bland de lägsta, se diagram 7b.

¹⁷ Se till exempel Lindé och Trabandt (2019) som visar att när ekonomin drabbas av stora negativa förändringar avvaktar företag och fackföreningar med att ändra priser och löner, vilket medför att Phillipskurvan blir flackare. En annan möjlig förklaring till den flackare Phillipskurvan kan vara att centralbankernas penningpolitik blivit mer effektiv, se McLeay och Tenreyro (2018).

Dessutom har vi en skarp tudelning mellan utrikes födda och inrikes födda på arbetsmarknaden. För utrikes födda är arbetslösheten 16 procent medan den för inrikes födda endast är 4 procent, se diagram 8a. Arbetslösheten bland utrikes födda är också hög jämfört med andra europeiska länder, se diagram 8b. En viktig utmaning för arbetsmarknaden framöver är alltså integrationen av utrikes födda.

Diagram 8. Arbetslöshet för inrikes och utrikes födda i Sverige respektive arbetslöshet hos utrikes födda i Sverige och Europa



Anm. Procent av antalet inrikes- respektive utrikes födda i arbetskraften, 15–74 år.

Källor: Eurostat och SCB (AKU)

Ökad migration i Sverige och i världen

Under senare delen av 1800-talet skedde en omfattande emigration från Sverige till framför allt USA. Runt 1,2 miljoner svenskar emigrerade till USA mellan 1851 och 1930, vilket på den tiden var runt en femtedel av befolkningen. Skälen var i många fall ekonomiska, men även religiös frihet och ökad jämlikhet lockade. Det var flera faktorer som möjliggjorde emigrationen. Ångfartygens intåg var en faktor. Liberala idéer om ekonomi, politik och människors frihet – som fick sitt genombrott runt om i Europa under 1800-talet – var andra faktorer.

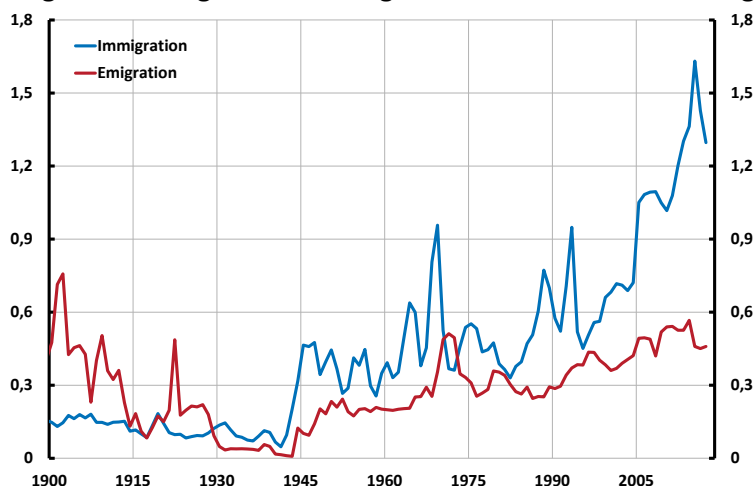
I början av 1900-talet var Sverige ett etablerat ”utvandrarsland” med fler emigranter än immigranter, se diagram 9. Det berodde i första hand på den stora emigrationen, men vi hade också väldigt få immigranter. År 1900 var andelen utrikes födda i förhållande till befolkningen bara 0,7 procent, varav de allra flesta kom från andra nordiska länder. Som kuriosa kan nämnas att av de utomeuropeiska immigranterna var det 90 personer från Sydamerika, 79 personer från Afrika (varav 56 från Sydafrika) och 87 personer från Asien.¹⁸ Sedan dess har migrationen ökat stadigt och i slutet av 2017 var andelen utrikes födda över 18 procent. Migrationströmmarna kan variera kraftigt från år till år, men trenden har varit stigande och en särskilt kraftig ökning har skett de senaste decennierna, se diagram 9.

Immigrationen till Sverige följer en internationell trend med allt större migrationsströmmar. Mellan 2000 och 2017 ökade det totala antalet migranter i världen med runt 50 procent. Uppskattningsvis finns det för närvarande runt 260 miljoner

¹⁸ Se ”Tabeller över Sveriges befolkning 2009”, Statistiska centralbyrån Örebro, juni 2010.

migranter, varav de flesta är från låginkomstländer. Dessa migranter flyttar i ungefär lika stor utsträckning till låginkomstländer som till höginkomstländer, se diagram 10a. Migration från höginkomstländer är betydligt mer ovanlig, men en inte obetydlig migration sker mellan höginkomstländer. Befolkningsrörligheten har alltså ökat världen över.

Diagram 9. Immigration och emigration som andel av befolkningen, 1900–2018

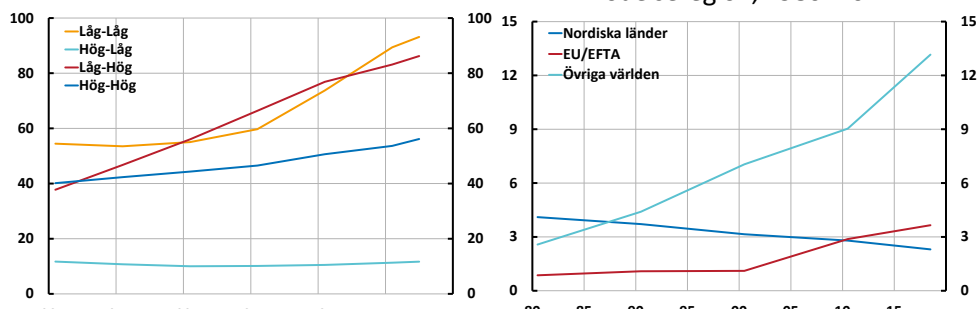


Anm. Procent av befolkningen. För att räknas som emigrant ska man ha för avsikt att bosätta sig utomlands under minst ett år. För att räknas som immigrant gäller att man har för avsikt att stanna i Sverige i minst ett år.
Källa: SCB

I Sverige har andelen personer födda i länder utanför EU, många från låginkomstländer, ökat stadigt sedan början på 1980-talet. Ökningstakten efter 2010 är särskild påtaglig, se diagram 10b. Diagrammet visar också en ökning av immigrationen från EU/EFTA och en minskning av den nordiska immigrationen.

Diagram 10. Flöde mellan ursprungs- och mottagarland för migranter i världen och procent utrikes födda efter födelseregion i Sverige

(a) Flöden av internationella migranter (b) Andel utrikes födda i Sverige efter födelseregion, 1980–2017



Anm. Miljoner. "Hög" avser höginkomstländer och "Låg" avser låginkomstländer. Med höginkomstländer avses Europa, Nordamerika, Australien, Nya Zeeland och Japan, länder som även brukar klassas som "utvecklade". Låginkomstländer avser resten av världen. Nordiska länder avser de nordiska länderna exklusive Sverige och EU/EFTA avser EU/EFTA exklusive de nordiska länderna.
Källa: Förenta nationerna

Ekonomiska effekter av migration

Den ökande migrationen har de senaste åren blivit en het fråga, bland annat på grund av svårigheterna med att integrera utrikesfödda på arbetsmarknaden. De

ekonomiska konsekvenserna av migrationen har också debatterats flitigt. Perspektivet har då ofta varit hur en ökad immigration påverkar de offentliga finanserna. Det är en viktig fråga, men den är inte alldeles lätt att analysera eftersom migrationen kan ta sig många olika uttryck: Den kan vara permanent eller tillfällig. Den kan handla om flyktinginvandring, arbetskraftsinvandring eller anhöriginvandring. Dessutom kan orsakerna till migrationen variera, även om det ofta handlar om politiska eller ekonomiska (arbetsmarknadsmässiga) skäl. Allt detta spelar roll när man ska utvärdera konsekvenserna av migrationen.

Arbetskraftsinvandring gynnar normalt sett det gemensamma välståndet, under förutsättning att det sker en omfördelning till de grupper som kan missgynnas. Om rätt kompetens inte finns inom landet är det viktigt för företagen att kunna rekrytera från utlandet för att bevara konkurrenskraften. Det handlar då inte bara om högkvalificerad arbetskraft. Arbetskraftsinvandrare kan idag vara allt från IT-specialister och civilingenjörer till byggnadsarbetare, vårdbiträden och städare.

Konsekvenserna av flyktinginvandring är svårare att analysera. På kort sikt kan man förvänta sig kostnader innan migranterna etablerats på arbetsmarknaden. Men det finns även mer långsiktiga konsekvenser att väga in. Vi har en demografisk utveckling mot en alltmer åldrande befolkning och en stigande försörjningskvot. Det innebär att vi kan få en situation med många pensionärer som driver upp de offentliga utgifterna samtidigt som färre individer i arbetsför ålder bidrar till skatteinkomsterna, vilket försämrar statens finanser. En ökad immigration kan i det sammanhanget vara positiv för ålderssammansättningen eftersom utrikes födda har en gynnsam åldersstruktur. Drygt 70 procent av de utrikes födda är i arbetsför ålder, vilket kan jämföras med runt 55 procent av de inrikes födda. Ett fortsatt inflöde av utrikes födda kan därför hålla nere försörjningskvoten framöver, se diagram 11.¹⁹

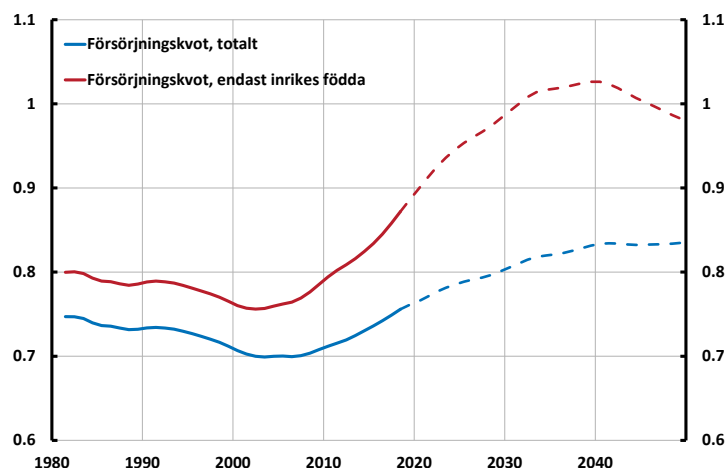
En snabb befolkningstillväxt främjar generellt sett ekonomisk tillväxt. Ett stort befolkningsunderlag ger ökade möjligheter till stordriftsfördelar och därmed bättre möjligheter att introducera ny teknik som kan effektivisera produktionen. Det leder också till ett ökat behov av investeringar. I ett svenskt perspektiv är bostadsinvesteringar särskilt viktiga, eftersom nybyggandet under en längre tid varit långsamt, även om vissa förbättringar skett under senare år. Men det är ändå viktigt med fler åtgärder inom bostads- och skattepolitiken som ökar incitamenten att bygga bostäder och då framför allt billiga bostäder. Annars är risken att de positiva effekterna av en ökad befolkningstillväxt inte kommer till stånd.

Kopplingen mellan migration och penningpolitik är inte alldeles självklar. Men ökad migration påverkar arbetsmarknaden och resursutnyttjandet i ekonomin. Ökad immigration skapar förutsättningar för långsiktigt högre sysselsättning. Om arbetsmarknaden fungerar effektivt och immigranterna kan integreras medför det en långsiktigt högre produktion. Men det kommer alltid att uppstå en övergångsfas – som kan vara kortare eller längre – när det faktiska resursutnyttjandet avviker från den långsiktiga nivån. Det kan penningpolitiken behöva ta hänsyn till. Dessutom, om många immigranter har låg utbildning blir den långsiktiga nivån

¹⁹ Se även Olli Segendorf och Theobald (2019) för en mer djupgående diskussion.

mer svårbedömd, då den gruppen har svårare att etablera sig på arbetsmarknaden. Jag återkommer senare till hur penningpolitiken bör ta hänsyn till ökad osäkerhet i långsiktiga trender.

Diagram 11. Total försörjningskvot och försörjningskvot för endast inrikes födda



Anm. Försörjningskvoten avser antalet barn och äldre som andel av den arbetsföra befolkningen. Barn avser personer i åldrarna 0-19 år och äldre avser personer som är 65 år eller äldre.

Källa: SCB och Riksbanken

En annan koppling handlar om insamlingen av statistik. Immigrationen kan bland annat delas upp i personer som avser att stanna och personer som är i landet tillfälligt för att till exempel möta en brist på arbetskraft. Ett problem med den officiella statistiken är att den i många fall missar den tillfälliga immigrationen. Detta kan också försvåra bedömningen av resursutnyttjandet. Om utbudet av arbetskraft större än vad som mäts i den officiella statistiken finns det mer lediga resurser än vad statistiken ger sken av, det vill säga resursutnyttjandet är inte lika ansträngt som den officiella statistiken gör gällande. En förbättring av statistiken i det avseendet vore önskvärd så att vi får ett bättre, mer rättvisande, underlag till bland annat de penningpolitiska besluten.

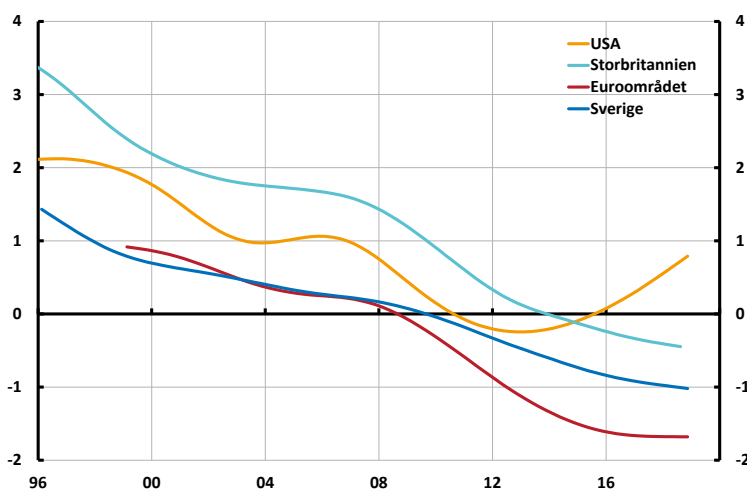
Fallande långsiktiga realräntor i Sverige och på de globala finansmarknaderna

Jag inledde med att visa att den långsiktiga realräntan är viktig för styrräntans långsiktiga nivå. I små öppna ekonomier som den svenska med fria kapitalrörelser är räntorna starkt påverkade av räntenivåerna i omvärlden. Det betyder alltså att den långsiktiga realräntan i Sverige till stor del bestäms av räntor i omvärlden.

En svårighet i den penningpolitiska analysen är att beräkna den långsiktiga realräntan, eftersom den inte är direkt observerbar. Det finns många olika beräkningsmetoder i litteraturen, men ingen som är allmänt accepterad. Ett sätt att göra det på är att beräkna den genomsnittliga förväntade framtida realräntan, vilket om inte annat ger ett riktmärke för nivån.

I diagram 12 syns hur en skattning av den svenska långsiktiga realräntan rört sig sedan mitten på 1990-talet fram till idag.²⁰ Enligt denna skattning var den i mitten på 1990-talet runt 1,5–2 procent. Sedan dess har den trendmässigt rört sig nedåt till runt –1 procent. Denna nedgång beror framför allt på en trendmässig nedgång i omvärldens räntor. I diagram 12 syns också att den långsiktiga realräntan sjunkit i stora och viktiga ekonomier som euroområdet, Storbritannien och USA. Den svenska långsiktiga realräntan följde euroområdets nivå väl fram till finanskrisen 2008–2009, men har därefter varit lite högre.

Diagram 12. Långsiktig realränta i Sverige och omvärlden



Anm. Procent. Den långsiktiga realräntan är beräknad som HP-trenden ($\lambda = 1600$) för genomsnittet av 1 månaders realränta mellan 5 år framåt och 10 år framåt (5y5y) justerad för terminspremien.

Källor: Egna beräkningar, Macrobond, SCB och Riksbanken

Det finns flera orsaker till att omvärldens realräntor har visat en fallande trend. På ett övergripande plan handlar det om att viljan att spara ökat mer än viljan att investera, vilket medfört att den långsiktiga realräntan sjunkit. Den tidigare amerikanska centralbankschefen Ben Bernanke har pekat på det ökande sparandet i Kina och andra asiatiska länder som ett skäl till att den globala sparviljan ökat, delvis på grund av brister i socialförsäkringssystemen i de snabbväxande länderna. Den amerikanske ekonomen Robert Gordon menar att innovationstakten minskat kraftigt sedan 1970-talet och att dagens innovationer inte ger samma produktivitetstvinster som de tidigare, vilket skulle dämpa den globala investeringsviljan.

Den demografiska utvecklingen påverkar befolkningens sammansättning och kan också ha konsekvenser för sparande och investeringar. Vi går nu mot en allt mer åldrande befolkning med fler pensionärer och färre barn. Demografiska faktorer är generellt sett svåra att analysera och det finns argument för att det globala sparandet både kan öka och minska till följd av den demografiska utvecklingen. Sett i ett livscykelperspektiv sparar vi som mest när vi befinner oss i arbetsför ålder. Då tjänar de flesta av oss som mest och är motiverade att spara inför pensioneringen. Huvuddelen av hushållens sparande och arbetskraftsutbud kommer därför från personer i arbetsför ålder. Minderåriga och barn har små inkomster och konsume-

²⁰ För en beskrivning av metoden se De Rezende (2017) och De Rezende och Ristinemi (2018).

rar från sina föräldrars inkomster och bidrar därför negativt till det samlade sparandet. Även pensionärer bidrar negativt eftersom deras arbetskraftsutbud är litet och de till stor del lever på sparade medel.

Det innebär att å ena sidan medför lägre födelsetal som i till exempel Kina att den arbetsföra andelen av befolkningen ökar och att sparandet därför ökar. Å andra sidan medför en större andel pensionärer i befolkningen att sparandet minskar. Men en större andel pensionärer i befolkningen innebär också att arbetskraftsutbudet minskar. Det dämpar behovet av investeringar, det vill säga efterfrågan på sparade medel minskar.

En annan effekt av den åldrande befolkningen är att medellivslängden i befolkningen blir längre. Det innebär att den arbetsföra befolkningen behöver spara mer för en längre period som pensionärer, vilket kan vara en viktig förklaring till att sparviljan ökar. Är sparandet tänkt att användas för den framtida pensionen kan en effekt av fallande realräntor dessutom bli att många behöver spara ännu mer för att nå sina sparmål.

Kan den långsiktiga realräntan i Sverige avvika från omvärldens nivåer?

På global nivå anpassas det totala sparandet så att det överensstämmer med det totala investeringsbehovet. Men anpassningen sker inte automatiskt utan beror på hur hushåll och företag väljer att fördela sina resurser över tiden. På lång sikt är det realräntan som anpassas så att sparandet och investeringarna blir lika. Detta betyder inte att sparandet nödvändigtvis måste vara lika med investeringarna i enskilda ekonomier. I Sverige kan vi till exempel både spara och investera utomlands samtidigt som utlänningar kan spara och investera i Sverige.

Skillnaden mellan sparande och investeringar i en ekonomi mäts i bytesbalansen. Det svenska sparandet har under en längre tid överstigit investeringarna, vilket resulterat i ett överskott som har investerats utomlands och som gett upphov till förhållandevis stora överskott i bytesbalansen. En av fördelarna med fria kapitalrörelser är att vi under en längre tid har kunnat spara utomlands och på så sätt få bättre avkastning än här hemma. På sikt bör avkastningen jämnas ut och realräntorna i olika länder och regioner konvergera mot en gemensam långsiktig räntenivå.

Vi har sett att den långsiktiga realräntan i Sverige i stort följer omvärldens nivåer, men att det kan finnas vissa avvikelser. Det kan vara ett tecken på att även inhemska faktorer kan spela en viss roll för den långsiktiga nivån. En sådan faktor kan vara skuldsättningen gentemot omvärlden. Om skuldsättningen är väldigt stor i förhållande till inkomsterna (produktionen) är det troligt att investeringarna kräver kompensation för den extra risk som en hög skuldsättning kan innebära. Den långsiktiga realräntan i en liten öppen ekonomi som den svenska är därför summan av den globala realräntan plus en riskpremie ρ , det vill säga,

$$r^* = r^{*global} + \rho$$

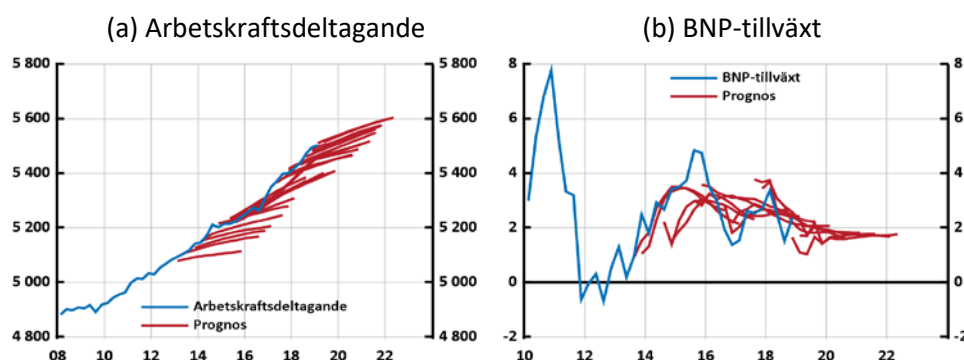
En fullständig anpassning av den långsiktiga realräntan till omvärlden blir det således endast när riskpremien är noll. Rent principiellt skulle riskpremien kunna vara

både positiv och negativ. Små öppna ekonomier med ett väldigt högt sparande i utlandet skulle kunna ha en negativ riskpremie, vilket skulle ta sig uttryck i en lägre långsiktig realränta än den globala. I Sverige har vi under en längre tid haft stora överskott i bytesbalansen som inneburit att vi har byggt upp stora nettotillgångar mot omvärlden. Med tanke på detta bör vår riskpremie inte vara speciellt hög, men man ska inte utesluta att även andra faktorer kan påverka riskpremien.

Osäkerhet om långsiktiga trender – mer försiktig penningpolitik

En stor del av dagens anförande har handlat om långsiktiga nivåer och trender på arbetsmarknaden och de finansiella marknaderna. När sådana trender förändras tar det ofta en viss tid innan man noterar förändringen och denna kan också vara svår att bedöma. Ett exempel på det är våra prognoser för arbetskraftsdeltagandet. I diagram 13a visas prognoser för arbetskraftsdeltagandet vid olika tidpunkter tillsammans med faktiska utfall. Prognoserna ser inte ut att ha lyckats fånga den till synes trendmässiga ökningen i deltagandet. Det beror dels på att vi underskattat befolkningsökningen, som baserats på SCB:s prognoser, dels på att arbetskraftsdeltagandet stigit som en andel av befolkningen. Det senare kan bero på reformer som stimulerat arbetskraftsutbudet och ett ökat utbud av icke-folkbokförd arbetskraft. Prognosfelen kan emellertid vara mindre när det inte sker trendmässiga förändringar, vilket prognoserna för BNP-tillväxten är ett exempel på, se diagram 13b.

Diagram 13. Riksbankens prognoser på arbetskraftsdeltagande och BNP-tillväxt



Anm. Tusental personer, 15–74 år respektive årlig procentuell förändring. I diagrammet visas Riksbankens prognoser för arbetskraftsdeltagandet och BNP-tillväxten 2013–2019 (februari).
Källor: SCB och Riksbanken

En osäkerhetsfaktor i de penningpolitiska besluten är alltså svårigheten att upptäcka trendmässiga förändringar, men det finns även andra osäkerhetsfaktorer att ta hänsyn till. Alan Greenspan har uttryckt det så här: *”Uncertainty is not just an important feature of the monetary policy landscape; it is the defining characteristic of that landscape”*.²¹ Det penningpolitiska beslutsfattandet är med andra ord omgärdat av osäkerhet av olika slag. På Riksbanken brottas vi till exempel med

²¹ Se Greenspan (2003).

frågor som: Vilka exogena förändringar driver för närvarande den ekonomiska utvecklingen? Vilken prognosmodell ger bäst prognoser? Hur stor är effekten av en ränteförändring på inflationen? Hur bör en väl avvägd penningpolitik se ut? Hur bör risken för låg inflation balanseras mot ökade risker för finansiell instabilitet? Är data korrekta? Bör särskilt stor vikt fästas vid riktigt ogynnsamma scenarier?

Intresset för hur man tar hänsyn till osäkerhet i den penningpolitiska beslutsprocessen har blivit större efter finanskrisen. Det har ofta handlat om i vilken mån det finns ett strukturerat sätt att förhålla sig till osäkerhet i det penningpolitiska beslutsfattandet. Tyvärr måste jag säga att svaret på den frågan inte är alldeles enkelt och att det kan nog bäst sammanfattas med ”det beror på”.

I praktiken finns det tre förhållningssätt en beslutsfattare kan ha till osäkerhet. Han eller hon kan agera kraftfullare, försiktigare eller som om osäkerheten inte existerade. Det sistnämnda förhållningssättet kallas för ”säkerhetsekvivalens” i litteraturen och är en bra politik endast under rätt restriktiva antaganden om hur ekonomin fungerar. Det är därför förmodligen mindre användbart som vägledning i beslutsfattandet. Dessutom tyder centralbankernas faktiska beteende och kommunikation på att osäkerhet spelar en viktig roll i de penningpolitiska besluten.

Ett mer användbart förhållningssätt är nog William Brainards insikt att penningpolitiken bör bedrivas mer försiktigt när osäkerheten om dess genomslag är stort.²² Brainards så kallade försiktighetsprincip bygger på insikten att centralbankerna genom sitt agerande kan påverka osäkerheten i ekonomin. Om en centralbank till exempel skulle agera kraftfullare för att försöka nå inflationsmålet snabbare – i ett scenario när osäkerheten om penningpolitikens genomslag är stort – finns en risk att målet i stället missas med stor marginal. Genom att agera kraftfullt bidrar centralbanken till större variationer i inflationen och även till större osäkerhet mer generellt. För att undvika detta bör centralbanken agera mer försiktigt. Denna försiktighetsprincip åberopas ofta av centralbanker och kan vara ett skäl till att centralbanker, som i alla händelser vill undvika stora misstag, ibland uppfattas som ”tröga” i sitt beteende.

Ett av mina teman idag har varit långsiktiga trender. När sådana trender förändras dröjer det ofta rätt länge innan man noterar förändringen och denna kan dessutom vara svår att bedöma. Brainards försiktighetsprincip kan tillämpas också på denna typ av osäkerhet. Om det råder osäkerhet om huruvida det skett ett skift i en långsiktig trend bör centralbanken förlita sig mer på historiska samband som är mer säkra. Ju mer osäkra de senaste observationerna upplevs vara, desto större vikt bör läggas vid historiska samband och desto mer försiktig bör centralbanken vara i sitt agerande.²³

Det hade förstås varit praktiskt om Brainards försiktighetsprincip vore helt generell och kunde tillämpas på alla typer av osäkerhet, men så är tyvärr inte fallet.²⁴ Två viktiga undantag – som båda varit tillämpliga på Riksbankens penningpolitik de senaste åren – är värda att nämna. Det första undantaget handlar om skift i

²² Se Brainard (1967).

²³ Se Apel et al. (1999).

²⁴ Se exempelvis Söderström (2002).

långsiktiga inflationsförväntningar. Vi hade en situation 2014–2015 när förväntningarna började sjunka under inflationsmålet på 2 procent. I ett sådant scenario ska centralbanken agera mer aggressivt för att förankra förväntningarna på målet. En alltför försiktig penningpolitik riskerar att minska trovärdigheten i målet. Det var därför nödvändigt att föra en aggressiv och kraftfull penningpolitik som minskade denna risk och som snabbt återställde förtroendet för inflationsmålet.

Det andra undantaget handlar om när styrräntan befinner sig nära den effektiva undre gränsen. Ni kommer säkert ihåg att Riksbanken och andra centralbanker runt om i världen sänkte räntorna mycket snabbt när finanskrisen slog till 2008. Räntorna sänktes snabbare och mer än vad som hade varit motiverat utifrån ett historiskt beteende. Mellan 2008 kvartal 3 och 2009 kvartal 3, sänkte Riksbanken styrräntan från 4,5 procent till 0,3 procent, alltså en sänkning med 4,2 procentenheter under ett år. Vi slog inte i den nedre gränsen. BNP-tillväxten och inflationen föll visserligen, men fallen blev lindrigare och inte lika långvariga som hade varit fallet om vi inte hade agerat så kraftfullt.

Den fallande trenden i den långsiktiga realräntan har ökat risken för att vi i framtiden kan komma att slå i den nedre gränsen oftare, även om vi inte vet exakt var den ligger. I ett sådant läge bör penningpolitiken alltså agera mer aggressivt på negativa impulser. Okonventionella åtgärder, som exempelvis omfattande statsobligationsköp, kan vara en viktig åtgärd.²⁵

Nationalekonomer brukar omväxlande kritiseras för att vara *enarmade* eller *tvåarmade* – endera är vi för ensidiga i våra avvägningar och rekommendationer eller också är det för mycket av *å ena sidan* och *å andra sidan*. Jag nämnde tidigare att "det beror på" hur penningpolitiken bör reagera på osäkerhet. När osäkerheten handlar om långsiktiga trender bör penningpolitiken agera mer försiktigt. Men det är ingen generell princip. Om osäkerheten gäller de långsiktiga inflationsförväntningarna eller den nedre gränsen för styrräntan bör man agera mer aggressivt. Det finns alltså *å ena sidan* fall när man bör agera mindre aggressivt och *å andra sidan* fall när man bör agera mer aggressivt. När det handlar om penningpolitik kan det med andra ord vara en fördel att vara en *tvåarmad* ekonom.

Avslutande summering

Låt mig avsluta med att summera mina viktigaste budskap idag. För det första, långsiktiga trender spelar en viktig roll för penningpolitiken. Framför allt två trender är av speciell betydelse, dels den långsiktiga realräntan, dels den långsiktigt hållbara nivån på resursutnyttjandet. Den långsiktiga realräntan i omvärlden har sjunkit trendmässigt under en längre tid och det är en orsak till att räntorna i Sverige och många andra länder är ovanligt låga.

För det andra, perioden efter finanskrisen har på flera sätt varit speciell i Sverige, men också i andra delar av världen. Både inflationen och löneökningarna har blivit lägre än väntat samtidigt som resursutnyttjandet i genomsnitt varit i stort sett

²⁵ Beteckningen "okonventionell" kan vara lite missvisande i bemärkelsen att exempelvis köp av statsobligationer inte går utanför vad centralbanker normalt sett gör när de bedriver penningpolitik.

normalt och centralbankernas styrräntor låga. En vanligt förekommande förklaring till den låga och långsamma pris- och löneutvecklingen är globaliseringen och digitaliseringen. Men även flera trendmässiga förändringar på den svenska arbetsmarknaden efter finanskrisen kan ha bidragit till de låga priserna och lönerna – att allt fler deltar i arbetskraften, att ersättningsgraderna sänkts i socialförsäkringsystemen och att arbetstagarnas förhandlingsstyrka tycks ha försvagats.

Utvecklingen efter finanskrisen 2008–2009 tyder alltså på att inflationen och resursutnyttjandet inte bara styrs av kortsiktiga förändringar i efterfrågan. Även strukturella och mer trendmässiga förändringar kan spela roll. Vi behöver därför ta mer hänsyn till sådana förändringar i den penningpolitiska analysen.

Dessutom har jag utifrån ett par räkneexempel visat att den flackare Phillipskurvan, det vill säga den svagare samvariationen mellan arbetslöshet och löner, inte nödvändigtvis behöver betyda att penningpolitikens genomslag blivit mindre. Penningpolitiken påverkar efterfrågan och resursutnyttjandet genom många olika kanaler. Arbetslösheten är en kanal, men arbetskraftsdeltagandet, sysselsättningen, och lediga platser (vakanser) är några exempel på andra kanaler som penningpolitiken också verkar genom.

För det tredje, trendmässiga förändringar är ofta svåra att upptäcka omedelbart och svåra att bedöma. En konsekvens av detta är att centralbanker bör agera mer försiktigt och förlita sig mer på historiska samband som är mer säkra. Denna försiktighetsprincip åberopas ofta av centralbankerna och kan vara ett skäl till att de ibland kan uppfattas som ”tröga” i sitt agerande.

Referenser

Andersson Björn, Vesna Corbo och Mårten Löf (2015), ”Varför har inflationen varit så låg?”, Penning- och valutapolitik 2015:3, Sveriges riksbank.

Apel, Mikael, Marianne Nessén, Ulf Söderström och Anders Vredin (1999), ”Olika sätt att bedriva inflationsmålspolitik – teori och praktik”, Penning- och valutapolitik 1999:4, Sveriges riksbank.

Brainard, William (1967), ”Uncertainty and the effectiveness of policy”, *American Economic Review Papers and Proceedings* 57.

Cunliffe, Jon (2017), ”The Phillips curve: lower, flatter or in hiding?”, tal, Oxford Economics Society Tuesday, 14 November 2017.

De Rezende, Rafael B. (2017), ”The interest rate effects of government bond purchases away from the lower bound,” *Journal of International Money and Finance*, 74, 165–186.

De Rezende, Rafael B. och Annukka Ristiniemi, (2018), ”A shadow rate without a lower bound constraint”, Sveriges Riksbank Working Paper 355.

Faust, Jon och Eric Leeper (2015), ”The myth of normal: the bumpy story of inflation and monetary Policy”, *Inflation Dynamics and Monetary Policy*, symposium anordnat med stöd av Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.

Greenspan, Alan (2003), "Opening remarks", Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy, symposium anordnat med stöd av Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.

Hansson Jesper, Marianne Nessén och Anders Vredin (2018), "Stormen efter lugnet – lärdomar för den penningpolitiska analysen", Penning- och valutapolitik 2018:4, Sveriges riksbank.

Jonsson, Magnus och Goran Katinic (2017), "Är den svenska penningpolitiken i linje med Taylor-regeln?", Ekonomiska kommentarer 2017:4, Sveriges riksbank.

Jonsson, Magnus och Emelie Theobald (2019), "Förändrad arbetsmarknad – effekter på priser och löner, Phillipskurvan och Beveridgekurvan", under publicering i Penning- och valutapolitik.

Keynes, John Maynard (1930), "Economic possibilities for our grandchildren", kapitel i *Essays in Persuasion*.

Kjellberg, Anders (2018), "Kollektivavtalens täckningsgrad samt organisationsgraden hos arbetsgivarförbund och fackförbund", Studies in Social Policy, Industrial Relations, Working Life and Mobility Research Reports 2018:1.

McLeay, Michael och Silvana Tenreyro (2018), "Optimal inflation and the identification of the Phillips curve", CEPR Discussion Paper 12981, Centre for Economic Policy Research.

Mojon, Benoit och Xavier Ragot (2019), "Can an ageing workforce explain low inflation?", BIS Working Papers 776.

Leontief, Wassily (1952), "Machines and man", Scientific American.

Lindé, Jesper och Mathias Trabandt (2019), "Resolving the Missing Deflation Puzzle", mimeo.

Olli Segendorf, Åsa och Emelie Theobald (2019), "Kan invandring lösa problemet med en åldrande befolkning?", under publicering i Penning- och valutapolitik.

Powell, H. Jerome (2018), "Monetary policy in a changing economy", Changing Market Structure and Implications for Monetary Policy, symposium anordnat med stöd av Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.

Söderström, Ulf (2002), "Monetary policy with uncertain parameters", *Scandinavian Journal of Economics*, 104, 125–145.

Taylor, John (1993), "Discretion versus policy rules in practice", Carnegie-Rochester Series on Public Policy, 39, 195–214.

Tenreyro, Silvana (2019), "The elusive supply potential: monetary policy in times of uncertainty", tal, Glasgow, 7 mars 2019.