

Nivån på inflationsmålet – en problemöversikt

Mikael Apel, Hanna Armelius och Carl Andreas Claussen*

Mikael Apel och Carl Andreas Claussen är verksamma vid Riksbankens penningpolitiska avdelning. Hanna Armelius är verksam vid finansdepartementet och arbetade tidigare på Riksbankens penningpolitiska avdelning.

De flesta utvecklade länder som bedriver inflationsmålspolitik har valt ett mål på eller nära 2 procent. Under senare tid har det uppstått en internationell debatt om huruvida denna nivå bör höjas. I den här artikeln går vi igenom dels argumenten i den mer policyorienterade debatten om inflationsmålet, dels vad den akademiska forskningen säger om optimal inflationstakt. En slutsats är att tröskeln för att höja målet är hög, främst eftersom det finns betydande praktiska problem med att överge ett redan etablerat mål och byta till ett annat. I artikeln diskuterar vi även de utmaningar centralbankerna på kort sikt kan ställas inför när det gäller att nå sina nuvarande mål.

1 Internationell debatt om nivån på inflationsmålet

På senare tid har det uppstått en internationell debatt om nivån på inflationsmålet i utvecklade ekonomier. Flera välkända akademiker och centralbanksföreträdare menar att inflationsmålet, som i dag ligger på eller nära 2 procent, borde höjas.¹ Ett av de mer uppmärksammade exemplen under den senaste tiden är det öppna brev som ett antal ekonomer i juni 2017 riktade till USA:s centralbank, Federal Reserve.² Janet Yellen, USA:s centralbankschef, framhöll också nyligen att huruvida inflationsmålet bör höjas är "en av de viktigaste frågor som penningpolitiken runt om i världen står inför framöver".³

1.1 Lågt reallränteläge har minskat det penningpolitiska utrymmet

Bakgrunden till debatten är att återhämtningen efter den globala finanskrisen ännu går trögt på många håll efter nästan ett decennium, samtidigt som inflationen i många länder ligger under målet. Ett antal centralbanker har tvingats övergå till att bedriva penningpolitik på andra sätt än genom att ändra styrräntan, därför att styrräntan har sänkts så långt det bedömts vara möjligt. I många länder har den legat på sin nedre gräns i flera års tid.⁴

Behovet att hålla styrräntorna så låga beror inte bara på att finanskrisen innebar en ovanligt stor negativ störning och att det därför har krävts en mycket expansiv penningpolitik. Det beror också på att den globala räntenivån har sjunkit under flera decennier, alldeles oavsett finanskrisen. I diagram 1 visas realräntan på statsobligationer i USA, Storbritannien och Sverige sedan 1999.

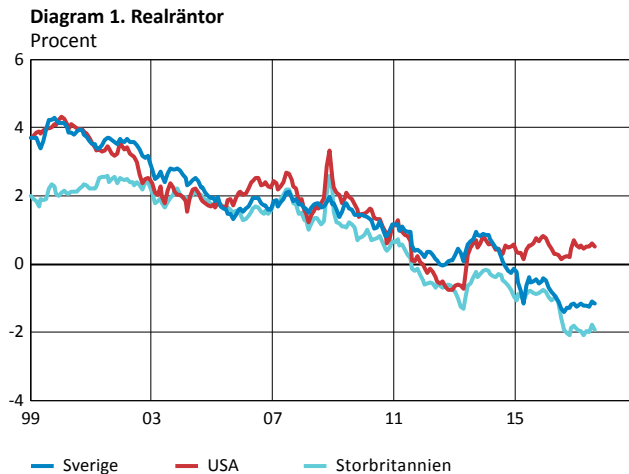
* Vi vill tacka Claes Berg, Jesper Lindé, Ulf Söderström och Anders Vredin för värdefulla kommentarer. Åsikterna i denna artikel är våra egna och ska inte uppfattas som Riksbankens åsikter. Vi vill särskilt understryka att artikeln inte ska tolkas som att Riksbanken överväger att ändra målnivån.

1 Se till exempel Williams (2009), Blanchard, Dell'Ariccia, och Mauro (2013), Ball (2014), Krugman (2014) och Rosengren (2015).

2 <http://populardemocracy.org/news-and-publications/prominent-economists-question-fed-inflation-target>.

3 Se Federal Open Market Committee [FOMC] (2017), s. 14.

4 Det är svårt att ange en siffra för styrräntans nedre gräns. Denna varierar rimligen mellan länder, beroende på exempelvis institutionella förhållanden. Det är dock klart gränsen inte går vid noll, vilken tidigare var den dominerande uppfattningen.



Anm. 10-årsränta på reala statsobligationer i Sverige, USA och Storbritannien. Svenska realräntan är nollkupongräntor interpolerade från obligationskurser med Nelson-Siegel-metoden.

Källor: Bank of England, Federal Reserve, Thomson Reuters och Riksbanken

Orsakerna till nedgången är inte helt klarlagda. Exempel på förklaringar som har förts fram är att det globala sparandet har ökat de senaste decennierna till följd av exempelvis demografiska faktorer, samtidigt som investeringarna minskat till följd av exempelvis ett fallande relativpris på kapital och lägre offentliga investeringar.⁵

Räntenedgången är ett tecken på att den globala så kallade neutrala räntan har fallit. Inom penningpolitisk teori är den neutrala räntan ett viktigt begrepp. Med neutral ränta menas vanligen den reala ränta som varken har en expansiv eller åtstramande effekt på ekonomin.⁶ Centralbankerna kan inte påverka den neutrala räntan men de måste förhålla sig till den när de anpassar sina styrräntor. Det är nämligen relationen till den som styr hur expansiv eller åtstramande en viss penningpolitik är. Genom att få den korta realräntan att (tillfälligt) avvika från den neutrala räntan kan centralbanken påverka resursutnyttjandet i ekonomin. Att styrräntorna runt om i världen i dag är låga beror alltså inte bara på att centralbankerna för en expansiv penningpolitik. Det beror också på att den neutrala räntan är ovanligt låg, och att centralbanken tvingas anpassa sin politik till denna låga ränta.

Var kommer då inflationsmålet in i bilden? För en given nivå på den neutrala realräntan bestämmer inflationsmålet nivån på den neutrala *nominella* räntan. Med ett högre inflationsmål, säg 3 procent, skulle den neutrala eller normala *nominella* räntan i genomsnitt ligga 1 procentenhet högre jämfört med då inflationsmålet är 2 procent. Det kommer därmed att finnas 1 procentenhets större utrymme att sänka räntan innan den når sin nedre gräns. En höjning av inflationsmålet till 4 procent skulle öka det utrymmet med ytterligare en procentenhet, och så vidare. Poängen med ett högre inflationsmål är med andra ord att öka förutsättningarna att bedriva en expansiv penningpolitik, genom att minska risken att styrräntan slår i sin nedre gräns.

⁵ Se till exempel Rachel och Smith (2017) för en mer detaljerad redogörelse. Riksbanken har diskuterat det låga ränteläget och dess konsekvenser i exempelvis Armelius m.fl. (2014), Ingves (2017) och Sveriges riksbank (2017).

⁶ Begreppet neutral eller "naturlig" ränta introducerades av den svenska nationalekonomen Knut Wicksell runt sekelskiftet 1900. För en utförligare diskussion se Lundvall och Westermark (2011).

Utrymmet att stimulera ekonomin genom att sänka räntan skulle visserligen även kunna öka framöver om den neutrala reala räntan stiger. Det är dock svårt att säga när detta kommer att ske och i så fall hur mycket den kommer att stiga. Rachel och Smith (2017) bedömer att de krafter som pressat ner den globala neutrala räntan är relativt varaktiga och den kommer därför att förbli låg under ganska lång tid framöver.⁷ Även Laubach och Williams (2015) och Christensen och Rudebusch (2017) gör en liknande bedömning.⁸

1.2 Dispositionen av artikeln

Det huvudsakliga syftet med den här artikeln är att ge en översikt över såväl den mer policy-orienterade debatten kring nivån på inflationsmålet som den akademiska forskningen inom området. Om Janet Yellen får rätt i sin förutsägelse att inflationsmålets nivå är en fråga som kommer att diskuteras flitigt framöver kan en sådan översikt vara en användbar startpunkt för den som vill följa debatten.

Resten av artikeln är upplagd på följande sätt. I nästa avsnitt går vi igenom för- och nackdelar med inflation och hur inflationsmål ser ut i praktiken. I avsnitt 3 redogör vi för den akademiska forskningen kring optimal inflation. I avsnitt 4 tar vi upp olika argument mot att höja inflationsmålet. I avsnitt 5 fokuserar vi specifikt på det kanske starkaste skälet mot att höja målet: att det kan vara svårt att ändra ett redan inarbetat mål. Det finns dock vissa utmaningar som centralbankerna kan ställas inför även när det gäller att nå sina nuvarande mål. Dessa diskuterar vi i avsnitt 6. I avsnitt 7 sammanfattar vi artikeln.

2 Inflationens för- och nackdelar och inflationsmål i praktiken

Innan vi fortsätter kan det vara bra att kort gå igenom varför centralbanker över huvud taget har inflationsmål och varför de ligger på den nivå de gör.

I utvecklade länder är den vanligaste nivån på inflationsmålet 2 procent eller strax däröver. Nivån på inflationsmålen i OECD-länderna framgår av tabell 1. Endast ett fåtal centralbanker siktar på en inflation som i genomsnitt understiger 2 procent. Det gäller den schweiziska centralbanken, vars mål är att inflationen ska vara mellan 0 och 2 procent, och ECB som har en målformulering som säger att inflationen ska understiga, men vara nära, 2 procent.⁹

7 Mer specifikt bedömer Rachel och Smith (2017) att den neutrala räntan kommer att vara omkring, eller strax under, 1 procent på medelfristig till lång sikt.

8 Goodhart och Pradhan (2017) gör en mer positiv tolkning och menar att globala demografiska trender under det kommande decenniet kommer att vända den nedåtgående trenden i realräntorna.

9 Bank of Canadas och Reserve Bank of New Zealands mål skulle kunna tolkas som ett målintervall mellan 1 och 3, men är i Kanadas fall formulerat som att inflationen ska vara "at the 2 per cent midpoint of a target range of 1 to 3 per cent over the medium term", och i Nya Zealands fall som att fokus ska vara på att få framtida inflation att i genomsnitt ligga nära "the 2 percent target midpoint".

Tabell 1. Nivån på inflationsmålen i OECD-länderna

	Mål
Australien	2–3 %
Chile	3 % ± 1 procentenhet
Euroområdet	Under men nära 2 procent
Island	2,5 %
Israel	1–3 %
Japan	2 %
Kanada	2 % (mittpunkten av 1–3 %)
Mexiko	3 % ± 1 procentenhet
Norge	2,5 %
Nya Zeeland	2 % ± 1 procentenhet
Polen	2,5 % ± 1 procentenhet
Schweiz	Under 2 %
Storbritannien	2 %
Sverige	2 %
Sydkorea	2 %
Tjeckien	2 % ± 1 procentenhet
Turkiet	5 % ± 2 procentenheter
Ungern	3 % ± 1 procentenhet
USA	2 %

Källor: Hammond (2011), www.centralbanknews.info och enskilda centralbankers webbsidor

2.1 Problematiskt med såväl för hög som för låg inflation

Men varför just 2 procent? Till att börja med kan man konstatera att de flesta är överens om att en *hög* inflation kan vara skadlig på många sätt. De klassiska läroboksexemplen på kostnader med hög inflation brukar vara att det kan vara kostsamt för företag att ändra priser (så kallade menykostnader) och för privatpersoner att hålla koll på inflationen och anpassa sig därefter, bland annat genom en förhöjd kostnad för att hålla kontanter (så kallade shoe-leather costs). Eftersom många samhällskontrakt inte är helt indexerade till inflationen kan kostnader av framför allt oväntad hög inflation uppstå på många sätt. Till exempel kan den leda till att fler personer hamnar i högre inkomstskatteskick. Den har även en omfördelningseffekt som gynnar låntagare på långgivares bekostnad. När inflationen i genomsnitt är hög tenderar den dessutom att variera mycket från år till år. Det gör det svårare att fatta ekonomiska beslut om framtiden. Erfarenheter av historiska episoder med hög inflation, som den på 1970-talet, eller till och med hyperinflation, som den på 1920-talet, visar att hög inflation kan vara mycket kostsamt för samhällsekonomin.

Men det finns också argument för att inflationen inte bör vara för *låg*. Ett är att lönebildningen kan försämrats när den genomsnittliga inflationen är alltför låg. Anledningen är att det i praktiken har visat sig svårt att sänka nominella löner. Om inflationen är låg och de nominella lönerna inte kan sänkas blir det svårt att anpassa reallönerna mellan individer, företag och branscher. I förlängningen kan detta medföra både högre arbetslöshet och en sämre produktivitet utveckling i ekonomin. Med en viss underliggande inflation i ekonomin mildras dessa problem.¹⁰

Ett annat argument som ibland lyfts fram har att göra med att officiella mått på inflationen brukar anses överskatta de faktiska prisstegringarna.¹¹ Det beror bland annat

¹⁰ Se till exempel Akerlof, Dickens, och Perry (1996). När det gäller diskussionerna kring valet av 2 procent i Sverige, se till exempel Andersson (2003), s. 253.

¹¹ Se till exempel Wynne (2008).

på att det är svårt att urskilja i vilken mån en prishöjning på en produkt är ett uttryck för att kvaliteten på den har förbättrats eller enbart att priset som sådant har höjts. Om sådana otillräckliga kvalitetsjusteringar är vanliga skulle ett inflationsmål på 0 procent i praktiken innebära att den allmänna prisnivån i genomsnitt skulle falla. Den exakta storleken på denna felkomponent är svår att få grepp om, men ett inflationsmål på 2 procent har ansetts ge tillräckligt spelrum.¹²

Ett tredje argument är det vi redan har diskuterat. Om inflationen blir låg eller om konjunkturen sviktar bör det finnas tillräckligt med utrymme att sänka styrräntan. Om inflationsmålet skulle vara 1 eller 0 procent så kommer inflationen att variera kring den nivån. Även den nominella räntan kommer i genomsnitt att bli lägre med ett lägre mål. Och ju lägre räntan är i ett normalläge, desto mindre utrymme finns det att sänka den innan den når sin nedre gräns. Med ett lägre inflationsmål kommer detta att ske oftare och under längre perioder. Före den globala finanskrisen var den allmänna uppfattningen att ett inflationsmål på 2 procent skulle ge ett tillräckligt utrymme att sänka styrräntan för att den typen av problem inte skulle bli särskilt allvarliga.¹³

2.2 Sannolikt mer praktiska skäl bakom valet av 2 procent

De här argumenten kan säkert ha haft viss betydelse när inflationsmålspolitiken introducerades i början av 1990-talet. Men det främsta skälet var sannolikt mer praktiskt. Det handlade förmodligen framför allt om att ett siffersatt mål för inflationen var ett försök att hålla nere inflationen i länder där detta tidigare hade misslyckats. Det var definitivt fallet i Sverige, som hade haft en högre inflation än omvärlden under ett par decennier vilket hade lett till återkommande kostnadskriser och devalveringar. När Sverige som ett av de första länderna införde inflationsmålspolitik 1993 konstaterade Riksbanken att den underliggande inflationen vid detta tillfälle var cirka 2 procent, och att ambitionen var att hålla kvar inflationen på den nivån.

Att 2 procent kom att bli något av en standard för inflationsmål har därför inte så mycket att göra med att man inom forskningen hade kommit fram till att just den exakta siffran var den mest lämpliga (se vidare nästa avsnitt). Den praktiska tillämpningen av inflationsmålspolitiken föregick på många sätt forskningen och teoriutvecklingen. Förmodligen framstod 2 procent för de flesta centralbanker helt enkelt som en rimlig nivå att sträva efter för den genomsnittliga inflationen – tillräckligt låg för att aktörerna i ekonomin inte skulle behöva bry sig om den när de fattar sina ekonomiska beslut, men samtidigt inte alltför låg.

När man i dag ska förklara fördelarna med ett inflationsmål fokuserar man ofta på att ett trovärdigt mål fungerar som ett nominellt ankare, det vill säga ett riktmärke som vägleder förväntningarna i ekonomin. När ekonomins aktörer har en gemensam bild av hur priserna kommer att utvecklas i framtiden blir det lättare att planera långsiktigt. Inflationsmålet lägger då grunden för en välfungerande pris- och lönebildning. Om målet lyckas koordinera inflationsförväntningarna kan det dessutom bli självförstärkande. Om förväntningarna ligger i linje med inflationsmålet, och om pris- och lönebildningen anpassas till dessa förväntningar, så ökar sannolikheten att den faktiska prisutvecklingen blir förenlig med inflationsmålet.

12 Frågan om mätfel i inflations- och BNP-statistiken har nyligen aktualiserats av bland annat Summers (2015). Han menar att mätfelen mycket väl kan vara betydande och att även den i dag mycket låga inflationen kan vara en överskattning av den faktiska inflationen och att den faktiska realräntan på motsvarande sätt underskattas.

13 Se till exempel Summers (1991).

3 Vad säger den akademiska forskningen?

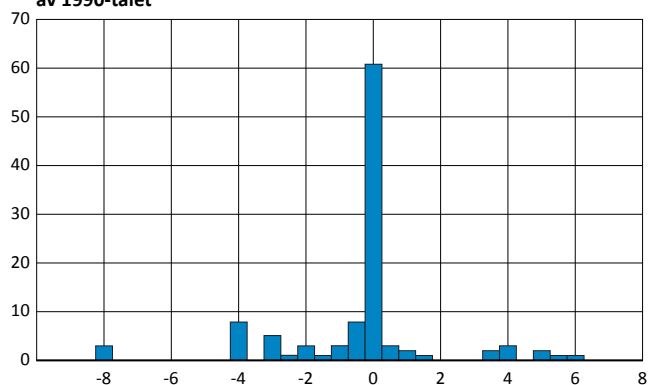
Även om den akademiska forskningen inte spelade någon stor roll när inflationsmålpolitiken introducerades har en del möda därefter lagts ner på att försöka skatta vad som är en lämplig målnivå.

3.1 Optimal inflationstakt

En ansats har varit att undersöka vad som utifrån ett renodlat teoretiskt perspektiv är en optimal inflationstakt. Kanske något överraskande har den litteraturen dock inte gett särskilt starkt stöd för ett mål på 2 procent. Den har till och med haft svårt att motivera att inflationsmålet bör vara positivt.

Diercks (2017) har gjort en sammanställning över alla publicerade artiklar om optimal penningpolitik sedan mitten av 1990-talet. I diagram 2 visas fördelningen över de olika artiklarnas optimala nivå på inflationsmålet. Vi kan se att en överväldigande majoritet av studierna kommer fram till att en optimal inflation ligger på 0 procent. En hel del studier landar i att den optimala inflationen är negativ, medan några menar att den är positiv. Det är framför allt de studier som gjorts på senare tid som tenderar att resultera i positiva värden.

Diagram 2. Optimal inflation enligt akademiska studier sedan mitten av 1990-talet



Källa: Diercks (2017)

Vår genomgång nedan är inte tänkt som en komplett översikt över litteraturen om optimal inflation. Syftet med den är i stället att dels förklara varför så många studier tidigare landade i en optimal inflation på noll eller lägre, dels ge exempel på mekanismer som gjort att många nyare studier kommit fram till att den är positiv.

Det är i synnerhet två antaganden som gett upphov till resultaten att den optimala inflationen är noll eller negativ: Att pengar efterfrågas för transaktionssyften och att det förekommer prisstelheter.

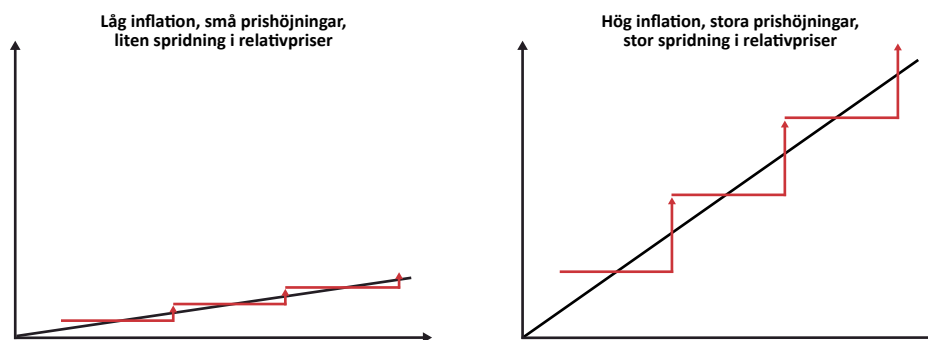
Den klassiska referensen för första antagandet är Friedman (1969). Hans utgångspunkt är att pengar skapar samhällsnytta genom att de underlättar transaktioner, men att de samtidigt är kostsamma att hålla eftersom de inte ger någon ränta. Aktörerna i ekonomin kommer därför att ha incitament att hushålla med sina innehav av pengar och hålla mindre av dem. Men detta är inte samhällsekonomiskt optimalt. För även om pengar är kostsamma att hålla så kostar de i princip ingenting för centralbanken att producera. Det är därför bättre att centralbanken utjämnar avkastningen för pengar och andra tillgångar. Det gör den genom att sätta den nominella räntan till noll. Eftersom den nominella räntan är den reala räntan plus förväntad inflation innebär det att centralbanken eftersträvar att inflationen ska vara lika med minus den reala räntan. Den så kallade Friedmanregeln säger med andra ord att det optimala är att priserna *faller* i en takt som motsvarar den reala räntan, det vill säga att vi har *deflation* snarare än inflation.

Även förekomsten av prisstelheter gör att den optimala inflationen i teoretiska modeller är lägre än de inflationsmål som centralbanker har valt. I många modeller utgår man från att priserna i ekonomin anpassas med fördröjning, så kallad prisstelhet. Ett vanligt och relativt robust resultat i modeller med stela priser är att det är optimalt med prisstabilitet, det vill säga en inflation på 0 procent.¹⁴ Skälet är att prisstelheter i kombination med inflation ger upphov till en ineffektiv resursallokering. Genom att sätta inflationen till noll kan man eliminera felallokeringarna och de kostnader som de ger upphov till.

Anta att företag av olika skäl inte vill eller kan ändra sina priser särskilt ofta. Om det finns inflation kommer företagens relativa priser att under perioder driva iväg från sina optimala värden. Om företagen sätter sina priser för en tid framåt så kommer deras relativpriser att minska över tiden i takt med inflationen och korrigeras först nästa gång som de ändrar sitt pris. Eftersom företagen antas ha möjlighet att ändra sina priser vid olika tillfällen kommer därmed en del företag att ha för högt relativpris och andra för lågt. Skillnaden i relativpriser mellan olika företag återspeglar alltså inte någon fundamental skillnad, utan det uppstår en snedvridande effekt. Företag med högt relativpris kommer att producera mindre av sin vara än vad som är samhällsekonomiskt optimalt, medan de med för lågt relativpris kommer att producera för mycket. Prissystemet ger med andra ord felaktiga signaler om relativa produktionskostnader och sammansättningen av produktionen blir därför ineffektiv. Kostnaden för detta är betydande enligt många modeller. Om inflationen i stället vore noll skulle det inte finnas några snedvridande effekter från spridningen i relativpriser eftersom företagens priser kontinuerligt skulle befinna sig på sin önskade, optimala nivå.

Intuitionen kan illustreras med hjälp av diagram 3, där den röda linjen visar hur ett enskilt företag ändrar sitt pris över tiden och den svarta linjen visar den allmänna prisnivån. Lutningen på den svarta linjen är alltså inflationen.

Diagram 3. Prissättningsbeteenden och inflation



För enkelhets skull antar vi att företaget ändrar priset vid specifika tidpunkter. Då inflationen är låg (lutningen liten) blir prisökningarna för de enskilda företagen små och spridningen i relativpriser liten. Alla företags priser ligger ju nära den allmänna prisnivån, oavsett om företaget nyss ändrat priset eller haft samma pris en tid. Om inflationen däremot är hög blir prisökningarna för företagen stora. Deras priser skiljer sig i genomsnitt mer från den allmänna prisnivån och spridningen i relativpriser blir större.

14 Se till exempel Schmitt-Grohé och Uribe (2010).

Under senare år har en hel del forskning inriktats på att granska resultatet att den optimala inflationen är noll eller till och med negativ, och att undersöka om det finns mekanismer som gör att den optimala inflationen blir positiv och hamnar närmare de inflationsmål som centralbanker har valt, det vill säga ligger till höger i fördelningen i diagram 2. Man kan dela upp den här forskningen i tre olika typer:

- i. Forskning som lägger till andra antaganden till den tidigare modellramen
- ii. Forskning som antar att mer frekventa och längre perioder då styrräntans nedre gräns binder
- iii. Forskning som visar hur tidigare forskning kan ha överskattat kostnaderna för högre inflation

Andra antaganden inom den tidigare modellramen

Exempel på den första typen av litteratur är Adam och Weber (2017). I många nykeynesianska modeller antar man att företag slumpmässigt tilldelas en chans att ändra sitt pris i en viss period. Man brukar också anta att företagen har samma produktivitet. Adam och Weber (2017) ändrar på dessa antaganden så att möjligheten att ändra priset i stället hänger ihop med en produktivtetschock på företagsnivå. De menar att man kan se det som att en ny produkt introduceras och att företaget då kan sätta vilket pris de vill. Den ökade möjligheten att anpassa priserna när det behövs (och inte bara slumpmässigt) minskar snedvridningskostnaderna av inflation. Det leder till att den optimala inflationen blir cirka 1 procent i en kalibrering av modellen på amerikanska data.

Brunnermeier och Sannikov (2016) använder en annan typ av modell för att analysera effekterna av inflation när det finns imperfektioner på de finansiella marknaderna. I deras modell kan hushållen investera i riskfyllt fysiskt kapital eller välja att hålla pengar. Det saknas kompletta försäkringsmarknader mot dåliga utfall i kapitalinvesteringarna (en så kallad finansiell friktion), vilket leder till för lite investeringar i kapital. Detta kan åtgärdas genom att en högre inflation sänker realräntan och gör det mer attraktivt att investera i kapital, vilket ökar kapitalstocken och därmed tillväxten.

Precis som att priserna antas vara trögörliga brukar makromodeller också anta att löner anpassas med viss fördröjning och speciellt att det är svårt att sänka nominella löner. Lönerna anpassas då reallt genom att den nominella lönen inte ändras i takt med inflationen. Carlsson och Westermarck (2016) visar att det kan leda till att det är optimalt med en högre inflation. Även antaganden om skattesystemet kan leda till att en positiv inflation blir optimal. Finocchiaro m.fl. (2015) analyserar till exempel effekten av inflation i samband med företagsbeskattning och finansiella restriktioner. Företagsbeskattning har i de flesta modeller en snedvridande effekt eftersom den påverkar företagets investeringsbeslut, vilket kan leda till för låga investeringar. För att motverka det har man ofta infört avdragsgilla räntor. Då avdragen baseras på nominella räntor kommer inflationen att spela en roll för företagets beslut. Finocchiaro m.fl. (2015) visar att en högre inflation totalt sett får investeringsbesluten att hamna närmare den optimala nivån om företagslån begränsas av krav på säkerheter, exempelvis i form av byggnader eller maskiner.

Betydelsen av en nedre gräns för styrräntan

En annan aspekt som har visat sig kullkasta tidigare resultat om att nollinflation är optimalt har att göra med att styrräntan har en nedre gräns. I den fortsatta framställningen kommer vi för enkelhets skull att beteckna denna nedre gräns "zero lower bound" (ZLB), även om centralbanker i praktiken kan sänka sina styrräntor en bit under noll.

Tidiga studier, som använde sig av data från efterkrigstiden fram till millennieskiftet, visade på att ett inflationsmål på 2 procent borde innebära en nedre gräns för räntan på noll binder i genomsnitt cirka 5 procent av tiden (Reifschneider och Williams (2000)). Dessa beräkningar tydde också på att ekonomin stannar i en sådan episod i genomsnitt i ungefär ett år. Slutsatserna ändrades inte mycket i studier som inkluderade data fram till den

globala finanskrisen. Schmitt-Grohé och Uribe (2010) tar hänsyn till att en nollrestriktion på styrräntan periodvis kan binda, men finner att den optimala inflationen ändå är ungefär noll.

Men två saker har förändrats som påverkar den här typen av beräkningar. För det första har den normala nivån på realräntorna fortsatt att falla (som vi nämnde i avsnitt 1) och för det andra har styrräntan i många stora länder befunnit sig nära eller på den nedre gränsen under långa perioder i samband med den globala finanskrisen.

Coibion, Gorodnichenko, och Wieland (2012) låter sina beräkningar påverkas av att den amerikanska ekonomin vid tidpunkten för studien hade befunnit sig vid vad de antar är ZLB under tre års tid. Detta medför att ZLB-episoderna förväntas vara mer frekventa, men de förmodas alltså vara relativt kortlivade. Författarna drar slutsatsen att den optimala inflationen är under 2 procent.¹⁵ Det faktum att perioden med ZLB därefter har blivit allt längre har dock lett till ytterligare omvärderingar. Dordal-i-Carreras m.fl. (2016) menar att tidigare studier sannolikt underskattar den genomsnittliga varaktigheten i ZLB-perioder och därmed också vinsterna av högre inflationsmål. De anpassar modellens chocker till att återspegla att episoder vid nedre gränsen varar länge. Den optimala inflationstakten blir i deras beräkningar känslig för hur ofta den nedre gränsen binder, men den hamnar någonstans mellan 1,5 och 4,0 procent. Mittpunkten i detta intervall är 2,7 procent, inte långt ifrån genomsnittet i OECD-länderna i dag.

Även Kiley och Roberts (2017) kommer fram till att den nedre gränsen binder mycket oftare när de använder sig av ny data och ett lägre estimat på den neutrala realräntan. I deras simuleringar som beaktar den senaste lågränteepisoden, binder den nedre gränsen så ofta som 40 procent av tiden. Problemet blir i deras simuleringar så pass stort att produktionen blir en procent lägre än potentiell produktion i genomsnitt. Enligt deras beräkningar kan detta motverkas av att centralbanken kompenserar för lågränteepisoderna genom att tillåta en högre inflation i normala tider. I analysen antas dock att kvantitativa lättnader inte används som alternativ till att sänka räntan.

En annan aspekt när det gäller ZLB är att det är stora skillnader om centralbanken kan binda sig på ett trovärdigt sätt vid en särskild politik eller inte. Om centralbanken kan binda sig kan den sänka realräntan och stimulera ekonomin, även då styrräntan inte kan sänkas mer, genom att skapa förväntningar om en högre inflation framöver. Det gör effekten av en bindande nedre gräns för styrräntan mindre allvarig. Billi (2011) finner att den optimala inflationen i en modell där centralbanken kan binda sig blir mellan 0,2 och 0,9 procent. Om centralbanken däremot inte kan binda sig utan optimerar på nytt i varje period blir den optimala inflationen i stället så hög som mellan 13,2 och 15,8 procent. Att det är stor skillnad på om centralbanken har hög trovärdighet och kan styra inflationsförväntningarna eller inte har det är förmodligen en viktig insikt.

Överskattar modeller med prisstelheter kostnaden för inflation?

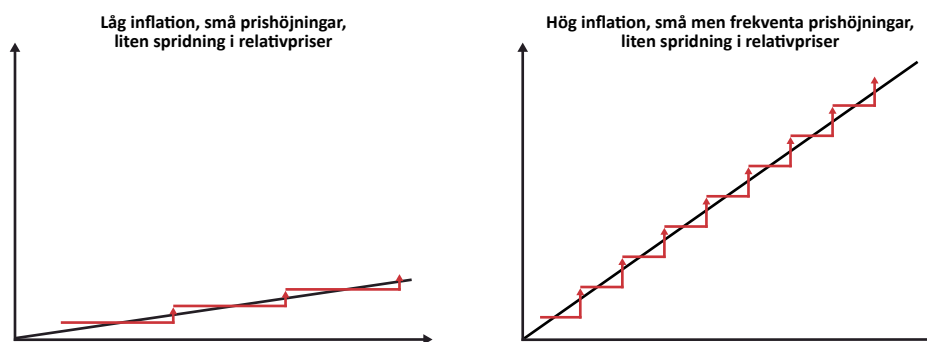
Det har nyligen uppstått en debatt om huruvida nykeynesianska modeller med prisstelheter överskattar kostnaderna med högre inflation. Som vi konstaterat ovan består kostnaderna för högre inflation främst i att inflation ger upphov till en ineffektiv spridning i relativa priser mellan olika producenter, eftersom den stela prisbildningen gör att vissa priser är oförändrade medan andra ändras. Ju högre inflation, desto större blir spridningen. Om dessa kostnader skulle vara mindre än vad teorin hittills har indikerat skulle den optimala inflationen vara högre.

¹⁵ Se även Ascari, Phaneuf, och Sims (2015) som drar samma slutsats utifrån en annan modell.

Blanco (2017) använder en modell där högre inflation visserligen ökar gapet mellan nya och gamla priser, men där den också gör att företagen blir mer benägna att ändra sina priser till följd av idiosynkratiska störningar. Resultatet blir att spridningen i relativpriser och felallokeringen av resurser *inte* ökar särskilt mycket med inflationen. Han finner att i en sådan modell är den optimala inflationen 5 procent.

Nakamura m.fl. (2015) undersöker antagandet att inflation ger stor spridning i relativpriserna genom att studera prissättningsbeteendet i USA under senare delen av 1970-talet och början av 1980-talet, då inflationen var mycket hög. Hög inflation innebär att företagens priser snabbare driver iväg från sina optimala nivåer och man borde därför också kunna observera större prisändringar (på det sätt som diagram 3 illustrerar). Storleken på prisändringarna borde därmed vara informativa när det gäller graden av ineffektivitet i prisallokeringen. Men Nakamura m.fl. (2015) finner inga tecken i data på att prisförändringarna var större under perioden med hög inflation – den genomsnittliga prisförändringen i USA har varit i det närmaste konstant under hela observationsperioden. I stället finner de att *antalet* prisändringar ökade markant då inflationen var hög. Som illustreras i diagram 4 innebär detta att företagens priser hela tiden ligger relativt nära den allmänna prisnivån, det vill säga det uppstår ingen större spridning i relativpriserna. Nakamura m.fl. drar därför slutsatsen att modeller med exogena prisstelheter överskattar kostnaderna för inflation och att dessas implikationer för den optimala inflationstakten bör omvärderas.

Diagram 4. Små och frekventa prisförändringar och inflation

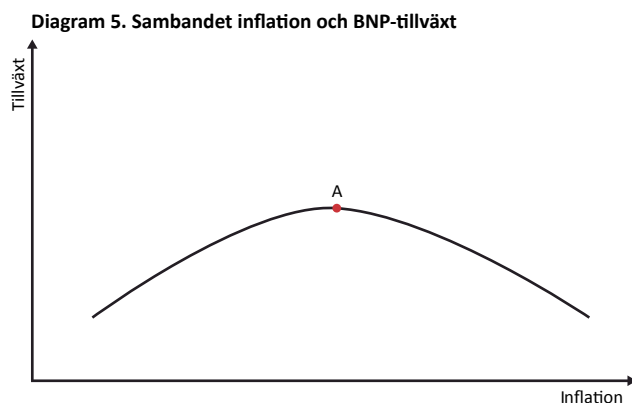


Sammanfattningsvis kan man säga att det har funnits ett glapp mellan teori och praktik där teoretiska modeller i många fall har rekommenderat avsevärt lägre inflationsmål än de som centralbanker och regeringar faktiskt valt. Även om mekanismerna från modellerna är välunderbyggda utifrån ett teoretiskt perspektiv förefaller de inte ha uppfattats som särskilt relevanta av ekonomisk-politiska beslutsfattare. Modeller är dock alltid förenklingar. Nyare teori med andra mekanismer, även dessa teoretiskt välunderbyggda, har visat sig generera högre optimal inflation.

3.2 Empiriska studier över sambandet mellan ekonomisk tillväxt och inflation

En helt annan ansats att försöka hitta en lämplig nivå på inflationsmålet är att utifrån ett förmodat icke-linjärt samband mellan inflation och ekonomisk tillväxt empiriskt försöka skatta den nivå på inflationen som är mest gynnsam för tillväxten (punkt A i diagram 5).¹⁶ Litteraturen kring detta är ganska omfattande och vi tar här bara upp några av de senaste och mest omfattande studierna.

¹⁶ Ett icke-linjärt samband mellan valet av inflationsmål och tillväxt kan på ett sätt sägas implicera att penningpolitiken kan påverka den reala ekonomin även på lång sikt. Det innebär dock inte att penningpolitiken är icke-neutral såsom begreppet normalt används, det vill säga att man kan öka den långsiktiga tillväxten genom att bedriva en i genomsnitt mer expansiv penningpolitik.



López-Villavicencio och Mignon (2011) undersöker sambandet i ett urval av 44 länder. De finner att för industrialiserade länder finns ett negativt samband mellan inflation och BNP-tillväxt vid inflationstakter som överstiger 2,7 procent (man kan se det som maxpunkten A i diagram 5). För utvecklingsländer är maxvärdet betydligt högre, 17,5 procent. För industrialiserade länder är sambandet signifikant även under maxpunkten, det vill säga upp till en inflation på 2,7 procent är högre inflation förknippad med högre tillväxt. För utvecklingsländer är däremot sambandet under maxpunkten inte signifikant. Kremer, Bick och Nautz (2013) använder data för 124 länder och får mycket snarlika resultat. För industrialiserade länder finner de att sambandet går från positivt till negativt vid 2,5 procent och för utvecklingsländer vid cirka 17 procent. Inte heller i denna studie är effekten av inflation under maxpunkten signifikant i utvecklingsländer.

Eggho och Khan (2014) gör en finare uppdelning av de 102 länder som de studerar. De finner att maxpunkten för höginkomstländer är 3,4 procent, för medelinkomstländer (med lägre respektive högre inkomst) 10 respektive 12 procent och för låginkomstländer ungefär 20 procent. Cuaresma och Silgoner (2014) studerar sambandet för 14 EU-länder för perioden innan eurosamarbetet (1960–1999). Den metod de använder tillåter flera vändpunkter. De finner att sambandet mellan inflation och tillväxt är positivt för inflationstakter upp till 1,6 procent. Därefter är det icke-signifikant i ett intervall och slutligen negativt, dock först för inflationstakter över 16 procent. Sammantaget indikerar dessa studier att estimaten för industrialiserade länder stämmer relativt väl överens med de inflationsmål på 2 procent som de flesta länder har valt, men utesluter inte heller att målet skulle kunna vara något högre.

4 Argument mot att höja inflationsmålet

Det går alltså inte att dra några tydliga slutsatser om den lämpliga nivån på inflationsmålet utifrån den akademiska forskningen. Den senaste tidens mer policyorienterade debatt har inte heller utgått från denna i någon större utsträckning. I den debatten har förslaget att höja inflationsmålet förstås inte stått oemotsagt.¹⁷ En farhåga som lyfts fram är att högre inflation skulle kunna leda till ökad osäkerhet som gör hushålls och företags ekonomiska beslut mindre effektiva.¹⁸ Mer specifikt antas högre inflation innebära att inflationen också kommer att variera mer, vilket också är vad man finner i historiska data. Förutom att leda till ökad osäkerhet skulle det också kunna innebära att perioderna då styrräntan ligger på sin nedre gräns inte nödvändigtvis blir färre och kortare. Med större varians i inflationen blir det, allt annat lika, större varians även i styrräntan. Därmed kan man tänka sig att sannolikheten för att slå i räntans nedre gräns *inte* sjunker om inflationsmålet höjs.

17 För sammanställningar av kostnader förknippade med ett högre inflationsmål, se till exempel Yellen (2015, fotnot 14), Bank of Canada (2016) och Bernanke (2017).

18 Se till exempel Cecchetti och Schoenholtz (2017).

Men om det finns förtroende för det högre inflationsmålet på samma sätt som för det lägre målet är det inte uppenbart varför variansen i inflationen skulle öka. Den historiska positiva samvariationen mellan nivån och variansen för inflationen avspeglar troligen att perioder med hög inflation också har varit perioder då det inte funnits något tydligt ankare för inflationen i form av ett inflationsmål.¹⁹ Under perioden med inflationsmål har inflationen varierat mindre än tidigare och det hade den förmodligen gjort även om målet från början hade satts något högre än vad som blev fallet.

Ett annat argument mot att höja inflationsmålet är att det helt enkelt inte behövs. Erfarenheterna efter krisen är att det finns andra sätt att öka penningpolitikens handlingsutrymme. Exempelvis har några centralbanker visat att styrräntan, i motsats till vad som tidigare var den gängse uppfattningen, inte behöver stanna vid noll utan kan sänkas en bit ytterligare. Det kan även vara värt att notera att det pågår en diskussion om alternativa lösningar för att kunna sänka styrräntan till mycket negativa nivåer.²⁰ Men den analysen är fortfarande på en ganska abstrakt akademisk nivå. Flera centralbanker har också börjat bedriva penningpolitik genom så kallade kvantitativa lättnader, det vill säga köp av olika typer av värdepapper på andrahandsmarknaden. Syftet med den typen av åtgärder är att påverka räntor med längre löptid, vilket också verkar ha fungerat.²¹

Mot detta argument skulle det kunna hävdas att möjligheten att bedriva penningpolitik genom minusräntor och kvantitativa lättnader inte utesluter att en höjning av inflationsmålet kan vara en effektiv och verksam åtgärd.²²

Ett annat argument mot att höja inflationsmålet har varit att det inte är säkert att ett något högre inflationsmål skulle ha gjort någon större skillnad under de omständigheter som rådde i samband med finanskrisen.²³ Detta argument framstår dock inte som särskilt övertygande. Det är möjligt att ett högre mål inte ensamt hade hjälpt, men det skulle ha underlättat för centralbankerna att föra en mer expansiv politik och åtminstone på marginalen ha bidragit till en mer positiv utveckling än vad nu som blev fallet.

Den kanske största svårigheten med att höja inflationsmålet behandlar vi i nästa avsnitt. Det är att det finns olika problem förknippade med att överge ett etablerat och inarbetat inflationsmål och övergå till ett annat.

5 Skillnad på att byta inflationsmål och att införa ett

Mycket av analysen kring den lämpliga nivån på inflationsmålet utgår från frågan om vilken nivå som hade varit bäst, givet att man hade startat från början och för första gången *infört* ett inflationsmål. Men frågan i dag är mer komplex och bör i stället formuleras: "Bör centralbankernas inflationsmål höjas, givet att det i dag redan finns ett relativt väl etablerat inflationsmål på ungefär 2 procent?" Det tillkommer därmed en hel del komplikationer som har med själva övergången att göra.

Ett problem som diskuterats en del är att ett byte av inflationsmål kan ge upphov till förväntningar om att målet kommer att ändras flera gånger, eventuellt ganska ofta. Om målet ändras alltför ofta riskerar själva poängen med ett inflationsmål att gå förlorad. Frekventa ändringar av inflationsmålet kan resultera i osäkerhet om vad det nominella ankalet i ekonomin egentligen är, det vill säga vilken inflationssiffra som pris- och lönebildningen ska utgå från.

19 Se till exempel Ball m.fl. (2016).

20 Se till exempel Agarwal och Kimball (2015) och Rogoff (2014).

21 För en mer utförlig diskussion kring kvantitativa lättnader, se Alsterlind, Erikson, Sandström och Vestin (2015) och De Rezende, Kjellberg, och Tysklind (2015).

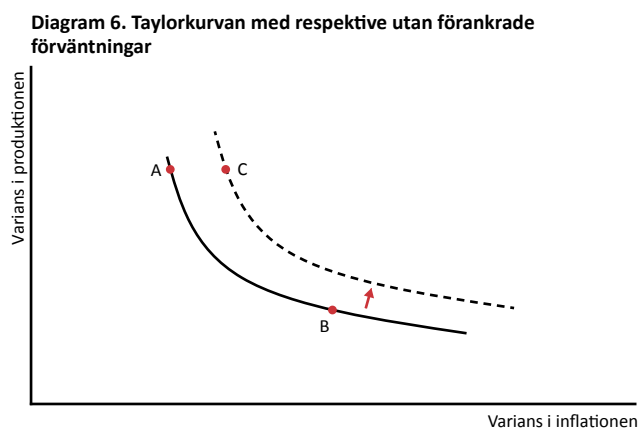
22 För en diskussion om reporäntans nedre gräns, se Alsterlind, Armelius, Forsman, Jönsson och Wretman (2015).

23 Se till exempel Yellen (2015).

5.1 Tvivel på inflationsmålet kan ge större svängningar

Om förväntningarna påverkas kan det leda till att penningpolitikens stabiliseringspolitiska uppgift försvåras, och svängningarna i den ekonomiska aktiviteten förstärks. Anta att vi får en negativ störning till efterfrågan i ekonomin som får inflationen att falla. Om det råder osäkerhet kring inflationsmålet kan även inflationsförväntningarna på lång sikt falla. Därmed ökar realräntan, det vill säga räntan korrigerad för inflationsförväntningarna, om den nominella räntan är oförändrad. Den högre realräntan förstärker effekten av den ursprungliga negativa störningen på efterfrågan och försvagar ekonomin ännu mer, eftersom det är realräntan som påverkar företagets och hushållens investerings- respektive konsumtionsbeslut. På motsvarande sätt kan en positiv störning till efterfrågan göra att inflationen och inflationsförväntningarna stiger. Det sänker realräntan och bidrar till att öka efterfrågan ytterligare. Resultatet blir därmed större svängningar i ekonomin när förtroendet för inflationsmålet är svagt och inflationsförväntningarna inte är väl förankrade.²⁴

Resonemanget kan illustreras med hjälp av diagram 6.



Kurvorna i diagrammet betecknas Taylorkurvor och visar de valmöjligheter som centralbanken har när det gäller avvägningen mellan att stabilisera inflationen respektive realekonomin.²⁵ En hög prioritering av stabilisering av realekonomin kan illustreras av punkt B som ligger nere till höger på Taylorkurvan. Med en sådan penningpolitik varierar realekonomin (eller produktionen) relativt lite medan inflationen varierar relativt mycket. En penningpolitik som lägger stor vikt vid att stabilisera inflationen å andra sidan, motsvaras av punkt A högt upp till vänster. Den heldragna Taylorkurvan visar valmöjligheterna när penningpolitiken bedrivs så bra som möjligt, givet ekonomins funktions sätt och de störningar ekonomin träffas av – den ”effektiva fronten”. Punkter sydväst om den effektiva fronten, med lägre varians i både inflationen och realekonomin, är alltså inte möjliga att uppnå.

Penningpolitikens stabiliseringspolitiska uppgift kan alltså försvåras och svängningarna i den ekonomiska aktiviteten förstärkas om förtroendet för inflationsmålet är svagt. I diagram 6 kan detta illustreras med att Taylorkurvan ligger nordost om den Taylorkurva som skulle gälla med ett trovärdigt inflationsmål och förankrade långsiktiga förväntningar. Variansen i både inflationen och produktionen blir då onödigt hög, som i punkt C.

²⁴ Se exempelvis Svensson (2002).

²⁵ Taylorkurvan har uppkallats efter den amerikanske ekonomen John Taylor som först uppmärksammade detta samband, se Taylor (1979).

5.2 Återkommande översyner kan avdramatisera ett byte av inflationsmål

Men det skulle också kunna vara problematiskt om inflationsmålet är helt oåterkalleligt och skrivet i sten. Även om man vanligtvis bör hålla fast vid ett inflationsmål man en gång bestämt sig för kan det inte uteslutas att det då och då sker förändringar i ekonomin som gör att ett annat inflationsmål långsiktigt skulle resultera i en mer gynnsam ekonomisk utveckling. Det gäller därför att hitta en balansgång: Det bör vara mycket ovanligt att ett inflationsmål ändras, men det bör samtidigt inte vara omöjligt att ändra det.

Ett sätt att försöka hitta en sådan balansgång är att göra återkommande översyner och utvärderingar av nivån på inflationsmålet och andra delar av det penningpolitiska ramverket till ett naturligt inslag i den politiska processen.²⁶ Ett exempel på det är den översyn som görs i Kanada vart femte år, och som resulterar i en så kallad Inflation-Control Agreement mellan Bank of Canada och regeringen. En formell process av detta slag bidrar sannolikt till att avdramatisera ändringar av inflationsmålet, men förhindrar samtidigt att de sker alltför ofta. Med den kanadensiska lösningen finns en "kontrollstation" för nivån på inflationsmålet vart femte år. I praktiken ändras dock målet betydligt mer sällan. I Kanada utreddes frågan om huruvida nivån på inflationsmålet borde ändras såväl 2011 som 2016 – i det första fallet om det borde sänkas och det andra om det borde höjas. Båda gångerna beslutades att låta inflationsmålet vara kvar på 2 procent.

5.3 ... men utgångsläget också viktigt

Men även om en formell process med återkommande översyner gör det lättare att vid behov ändra målet, kan det vid varje tillfälle även finnas speciella omständigheter som man måste beakta. En invändning mot att centralbankerna i nuläget bör höja målet är att det inte framstår som särskilt meningsfullt att annonsera ett nytt, högre mål då inflationen under lång tid har legat under det gamla målet och redan detta mål framstår som svårt att nå. Att annonsera att inflationsmålet höjs kan uppfattas som en lite märklig och inte särskilt trovärdig åtgärd. Centralbankerna skulle dessutom initialt behöva föra en mer expansiv penningpolitik för att få upp inflationen. Det är svårt att göra om styrränteläget redan är mycket lågt.

Det finns visserligen också argument för att en anpassning till ett högre inflationsmål inte behöver bli så problematisk. Ett höjt inflationsmål kan skapa förväntningar om högre framtida inflation, vilket i sin tur kan sänka realräntan och stimulera efterfrågan och inflationen. Ett annat argument är att trovärdigheten faktiskt borde vara större för ett högre mål än 2 procent. Skälet är att centralbanken har större möjligheter att uppfylla ett högre mål, eftersom risken är mindre att penningpolitiken hämmas av att styrräntan slår i sin nedre gräns på det sätt vi har diskuterat tidigare.

Båda dessa argument är relevanta i teorin. Men det som avgör om argumenten är relevanta i praktiken är hur aktörerna i ekonomin reagerar. Det är de som måste övertygas om att ett högre inflationsmål är trovärdigt och att inflationen kommer att stiga framöver. Det är förmodligen inte helt lätt att göra det i en situation där centralbankerna har svårt att uppnå ens sina befintliga mål. Om förväntningarna i ekonomin på lång sikt inte är inställda på inflationsmålet utan på att inflationen varaktigt kommer att ligga på en annan nivå, då är det betydligt svårare att uppfylla målet.

5.4 Svårt att höja målet ensam

En annan aspekt är att det kan vara svårt för ett enskilt land att ensamt höja målet. Historiskt sett har det visserligen inte varit särskilt ovanligt att enskilda länder ändrat sina inflationsmål. Exempelvis har inflationsmål i utvecklingsländer ofta startat från en förhållandevis hög nivå.

²⁶ Se till exempel Ball m.fl. (2016).

Efter hand som inflationen och inflationsförväntningarna har anpassats nedåt har målet sedan gradvis sänkts.

Att länder ensamma *höjer* inflationsmålet är mer sällsynt, men även det har förekommit. Reserve Bank of New Zealand vidgade 1996 sitt målintervall från 0–2 till 0–3 procent. År 2003 krymptes intervallet till 1–3 procent. Eftersom Reserve Bank of New Zealand uttryckligen siktar på mitten av intervallet har målet därmed i praktiken höjts i två steg från 1 procent till 2 procent. Japan höjde 2013 inflationsmålet till 2 procent från ett implicit inflationsmål på en betydligt lägre nivå. Möjligen kan den Europeiska centralbankens (ECB) målformulering ses som ytterligare ett exempel. När ECB introducerade sitt mål var formuleringen att inflationen skulle vara "under 2 procent". Men 2003 ändrades formuleringen till "under men nära 2 procent".

Det är dock viktigt att inse att såväl när inflationsmålet i utvecklingsländer har sänkts som vid de få fall när målet har höjts, så har ändringarna inneburit att målen närmare sig den internationella normen på 2 procent. Ett land som i dag skulle höja inflationsmålet från 2 procent skulle i stället röra sig *från* den rådande normen. Att som första land ta ett sådant steg är därför en betydligt större utmaning.

Ett problem med att ensam ändra målet skulle kunna vara att växelkursen inte anpassas så som teorin föreskriver. I teorin kommer skillnader i inflationsmål mellan länder reflekteras i anpassningar av växelkursen. Om Sverige exempelvis hade ett inflationsmål på 3 procent medan inflationsmålet i omvärlden var 2 procent, så skulle kronan depreciera med i genomsnitt 1 procent per år.

Enligt teorin innebär den rörliga växelkurs som vi haft sedan 1992 att det i princip går att bortse från löne- och kostnadsutvecklingen i Sveriges konkurrentländer när man bedömer de svenska företagens konkurrenskraft, eftersom växelkursen kan kompensera för de skillnader som kan uppstå. Men mycket talar för arbetsmarknadens parter inte ser detta som en bra beskrivning av verkligheten.²⁷ Växelkursens utveckling påverkas av en rad faktorer, varav konkurrenskraften bara är en. Det går därmed, menar man, inte att förlita sig på att anpassningar via växelkursen ska kompensera för högre löneökningar i Sverige än i omvärlden, och därigenom bevara konkurrenskraften. Enligt den uppfattningen är löne- och kostnadsutvecklingen i Sverige jämfört med omvärlden därför alltså nästan lika viktig som den var då vi hade fast växelkurs. En konsekvens skulle kunna bli att parterna träffar avtal som är mer i linje med pris- och löneökningarna i euroområdet än med konjunkturläget och inflationsmålet i Sverige. Det blir då svårare för Riksbanken att uppnå det högre målet.²⁸

Att höja målet underlättas förstås inte heller av att det finns delade meningar om huruvida ett högre mål är en bra idé eller inte. För att en höjning ska gå så friktionsfritt som möjligt skulle det därför vara önskvärt att den dels föregicks av en hygglig grad av samsyn bland centralbanker och inom forskarvärlden, dels kunde samordnas så att flera centralbanker bestämde sig för att höja sina mål samtidigt. Inget av detta är förstås särskilt lätt att åstadkomma. Även om det finns mycket som talar för att ett högre inflationsmål i längden skulle vara fördelaktigt så är tröskeln för att faktiskt genomföra en höjning mycket hög.

27 Se till exempel Enegren (2011) för en närmare diskussion.

28 En sådan diskrepans mellan det inhemska konjunkturläget och lönebildningen – och mellan inflationsmålet och lönebildningen – kan sannolikt uppstå även då inflationsmålet i Sverige och euroområdet är detsamma, om pris- och löneökningarna i euroområdet länge varit ovanligt låga. Det är möjligt att den utveckling vi nu observerar, med låga svenska löneavtal trots stark inhemsk konjunktur, är ett exempel på detta.

6 Utmaningar på kort sikt med nuvarande inflationsmål

På kort sikt finns också andra problem att hantera. Som vi konstaterat ovan har många centralbanker för närvarande svårt att nå ens sina nuvarande mål. Orsakerna till det inte är helt klara. Trots att arbetsmarknaden förbättrats på många håll är tillväxten i priser och löner blygsam. Sambandet mellan konjunktur och inflation, som ibland illustreras med hjälp av Philipskurvan, kan ha försvagats. Högt resursutnyttjande kan ge mindre inflation nu än vad det gjorde tidigare. Underliggande strukturella trender som digitaliseringen och globaliseringen kan också ha bidragit till att dämpa inflationen.

6.1 Svårt att stimulera mer och olämpligt att sänka målet

Det finns i princip tre sätt att agera om inflationen bedöms ligga under centralbankens inflationsmål under relativt lång tid framöver vid en oförändrad penningpolitik. Det första, och i vanliga fall mest naturliga, är att centralbanken försöker bedriva en ännu mer expansiv politik för att få inflationen att stiga. Men det är inte särskilt lätt med tanke på dels att styrräntan i många länder redan befinner sig på eller nära sin nedre gräns, dels att det fortfarande finns frågetecken när det gäller hur väl inflationen kan styras med hjälp av kvantitativa lättnader.

Ett annat och betydligt mer drastiskt sätt att hantera problemet med en inflation som ligger varaktigt under inflationsmålet är att helt enkelt sänka målet. Även om det inte har varit någon stor diskussion kring detta internationellt har det förekommit en debatt på vissa håll, kanske framför allt i Sverige. En uppenbar nackdel med en sådan åtgärd är att de svårigheter som en höjning av inflationsmålet skulle kunna avhjälpa förstås skulle bli ännu större om målet i stället *sänktes*. Ett av de största problemen skulle vara att utrymmet att sänka styrräntan vid framtida lågkonjunkturer skulle bli *mindre* än vid nuvarande inflationsmål. Själva poängen med att höja målet är ju, som vi nyss konstaterat, att det finns goda skäl att öka detta utrymme.

Att sänka målet därför att det tycks vara svårt att nå skulle dessutom tolkas som att centralbanken "flyttar målstolparna". Det skulle i sin tur leda till misstankar om att målet kommer att justeras även i framtiden som ett sätt att förbättra målluppfyllelsen. Som vi har argumenterat för ovan kan det innebära att förtroendet för inflationsmålet försvagas och osäkerheten ökar om vad det nominella ankalet i ekonomin egentligen är. Från ett mer praktiskt perspektiv skulle det sannolikt också, på samma sätt som om man skulle höja målet, vara svårt att som enda centralbank ändra målet på ett sätt som innebär att man rör sig från den internationella normen på 2 procent.

6.2 En möjlighet är att låta det ta längre tid att nå inflationsmålet

Det tredje sättet att hantera problemet med varaktigt låg inflation är att hålla fast vid inflationsmålet men acceptera att det tar längre tid än normalt att nå det. Centralbanken håller alltså penningpolitiken fortsatt expansiv men gör den inte mer expansiv (vilket kan vara svårt att göra). Med den användbara liknelsen bilkörning fortsätter centralbanken att hålla ett konstant gaspåslag, men den gasar inte ytterligare. Bilen, det vill säga inflationen, kommer fram till målet men lite senare än vad den annars skulle ha gjort.

En förutsättning för att det ska vara en genomförbar strategi är att inflationen faktisk kommer att kunna nå målet. I framför allt den svenska debatten har det förkommit argument som går ut på att underliggande strukturella trender som digitaliseringen och globaliseringen utgör så starka "motvindar" när det gäller inflationen att det blivit närmast omöjligt att nå 2 procent.²⁹

Det är sannolikt så att digitaliseringen och globaliseringen har en nedåtpressande effekt på inflationen (se till exempel Borio, 2017). Men det innebär inte att den faktiska inflationen blir *permanent* lägre än vad statsmakterna avser att den i genomsnitt ska bli. Dels är effekten av den här typen av strukturella trender i grunden temporär även om den kan vara varaktig, dels kan centralbanken försöka uppskatta hur mycket digitaliseringen och globaliseringen kommer att dämpa inflationen och försöka kompensera för detta. Det är också är vad centralbanker med inflationsmål i dag i praktiken försöker göra. I Sverige har exempelvis priser på importerade varor varit låga ända sedan början av 2000-talet. Digitaliseringen och globaliseringen är i det avseendet inte annorlunda än några andra faktorer som påverkar ekonomin och som centralbanken måste försöka ta hänsyn till så gott det går.

Det är också viktigt att inse att om man hävdar att digitalisering och globalisering innebär *permanent* lägre inflation menar man också att det inte är meningsfullt att centralbanker och regeringar sätter upp mål för inflationen. Den bestäms ju i så fall även på lång sikt av faktorer som penningpolitiken inte kan påverka. Man har då en ganska tung bevisbörda eftersom en sådan uppfattning strider mot vad som i varje fall än så länge anses vara vedertagen kunskap inom den nationalekonomiska vetenskapen.³⁰

6.3 ... men det ställer stora krav på den penningpolitiska kommunikationen

Men även om man utgår från att centralbanken på sikt har tillräckligt effektiva medel för att det ska vara meningsfullt att sätta upp ett inflationsmål, så kan det vara problematiskt med en strategi som innebär att det tar längre tid att nå målet. Det är nämligen inte bara centralbanken som måste acceptera att det tar längre tid, utan även ekonomins aktörer. Det är därför viktigt att de inte tror att centralbanken har gett upp inflationsmålet bara därför att det tar längre tid att nå det. Förväntningarna hos aktörerna spelar alltså här en helt central roll. För att trovärdigheten för ett inflationsmål ska kunna upprätthållas kan inte inflationen avvika från målet hur länge som helst. De långsiktiga inflationsförväntningarna kommer då förr eller senare att börja falla. Om pris- och lönebildningen börjar anpassa sig till dessa lägre inflationsförväntningar så blir det svårare för centralbanken att uppnå målet – man hamnar i en självförstärkande ond cirkel.

Det finns inget entydigt svar på hur länge och hur mycket inflationen kan avvika från målet utan att ekonomins aktörer börjar tappa förtroendet för centralbankens förmåga och ambitioner att nå det. Det beror på en rad olika omständigheter, som centralbankens allmänna "track record" och hur länge den senaste perioden med avvikelse från målet varat.

Inte minst är centralbankens kommunikation viktig i sammanhanget. Centralbanken behöver på ett tydligt sätt förklara varför inflationen kommer att avvika från målet ännu en tid och varför den trots det inte kan göra penningpolitiken mer expansiv, eller bedömer att det är olämpligt att göra det. Den behöver också göra klart att det inte innebär att målet har övergivits, och beskriva när och hur inflationen kommer att återgå till målet.

29 Detta har varit ett argument för de debattörer som förespråkade ett sänkt inflationsmål i Sverige, se till exempel Mitelman (2013).

30 Det bör nämnas att enligt "fiscal theory of the price level" har finanspolitiken ett avgörande inflytande över inflationen på lång sikt, se till exempel Christiano och Fitzgerald (2000). För att åstadkomma låg och stabil inflation räcker det därför inte med en välavvägd penningpolitik. Det krävs också att finanspolitiken bedrivs på ett sätt som är förenligt med inflationsmålet.

Strategin att låta det ta längre tid än normalt att nå målet innebär alltså en betydande kommunikativ utmaning, men den ska samtidigt inte överdrivas. Om man bedriver en flexibel inflationsmålspolitik ligger det i sakens natur att tidpunkten för när målet nås kommer att variera. Det finns exempel på centralbanker vars inflationsprognoser legat ganska långt från målet i slutet av prognoshorisonten, utan att förtroendet för inflationsmålet för den skull har minskat. Norges Bank har exempelvis i sina senaste rapporter prognostiserat att inflationen kommer att underskrida målet förhållandevis mycket under prognosperioden och uppgå till ungefär 1,5 procent i slutet av 2020, en hel procentenhet under målet på 2,5 procent.

Eftersom det inte finns några entydiga svar är det upp till varje enskild centralbank att göra en bedömning av vilket utrymme som finns. Om möjligheterna att göra politiken mer expansiv är begränsade och man inte vill sänka inflationsmålet så finns inte heller några andra egentliga val än att tillämpa en sådan strategi.

7 Sammanfattning

Under senare tid har det uppstått en internationell debatt om huruvida inflationsmålet i utvecklade länder bör höjas från de 2 procent som i dag är något av en internationell standard. Skälet är att många centralbanker funnit att styrräntans nedre gräns har blivit en bindande restriktion under oväntat långa perioder och att de således inte har kunnat sänka räntan så mycket som de hade önskat. Ett högre inflationsmål skulle bidra till att minska risken för det i framtiden. I artikeln har vi gått vi igenom dels argumenten i den mer policyorienterade debatten om inflationsmålets nivå, dels vad den akademiska forskningen säger om optimal inflationstakt. Vi har bland annat konstaterat att det funnits ett visst glapp mellan teori och praktik där man i den modellbaserade akademiska litteraturen kommit fram till lägre optimala inflationstakter än de faktiska mål som centralbanker använder sig av. Det här glappet förefaller ha minskat under senare år på så sätt att modeller som tar hänsyn till exempelvis att styrräntan kan nå sin nedre gräns tenderar att generera en högre optimal inflation. En slutsats i artikeln är att den kanske största svårigheten i att höja inflationsmålet är att det finns betydande praktiska problem med att överge ett redan etablerat mål och byta till ett annat. Vi har även diskuterat de utmaningar centralbankerna på kort sikt kan ställas inför när det gäller att nå sina nuvarande mål.

Referenser

Adam, Klaus och Henning Weber (2017), "Optimal trend inflation", Discussion Paper No. 12160, Centre for Economic Policy Research.

Agarwal, Ruchir och Miles Kimball (2015), "Breaking through the zero lower bound", Working Paper No. 224, International Monetary Fund.

Akerlof, George, William Dickens och George Perry (1996), "The macroeconomics of low inflation", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 27, nr. 1, s. 1–59.

Alsterlind, Jan, Hanna Armelius, David Forsman, Björn Jönsson och Anna-Lena Wretman (2015), "Hur långt kan reporäntan sänkas?", Ekonomisk kommentar nr. 11, Sveriges riksbank.

Alsterlind, Jan, Henrik Erikson, Maria Sandström och David Vestin (2015), "Hur kan köp av statsobligationer göra penningpolitiken mer expansiv?", Ekonomisk kommentar nr. 12, Sveriges riksbank.

Andersson, Krister (2003), "Utformningen av inflationsmålet och den penningpolitiska analysramen", i *På jakt efter ett nytt ankare: från fast kronkurs till inflationsmål*, red. av Jonung, Lars, SNS förlag: Stockholm.

Armelius, Hanna, Paolo Bonomolo, Magnus Lindskog, Julia Rådahl, Ingvar Strid och Karl Walentin (2014), "Lägre neutral ränta i Sverige?", Ekonomisk kommentar nr. 14, Sveriges riksbank.

Ascari, Guido, Louis Phaneuf och Eric Sims (2015), "On the welfare and cyclical implications of moderate trend inflation", Working Paper No. 21392, National Bureau of Economic Research.

Ball, Laurence M. (2014), "The case for a long-run inflation target of four percent", Working Paper No. 92, International Monetary Fund.

Ball, Laurence, Joseph E. Gagnon, Patrick Honohan och Signe Krogstrup (2016), "What else can central banks do?", Geneva Report on the World Economy No. 18, International Center for Monetary and Banking Studies och Centre For Economic Policy Research.

Bank of Canada (2016), "Renewal of the inflation target", Background information: October, Bank of Canada.

Bernanke, Ben S. (2017), "The zero lower bound on interest rates: how should the Fed respond?", blogginlägg, 13 april, Brookings, tillgänglig på www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2017/04/13/the-zero-lower-bound-on-interest-rates-how-should-the-fed-respond/.

Billi, Roberto (2011), "Optimal inflation for the US economy", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 3, nr. 3, s. 29–52.

Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia och Paolo Mauro (2013), "Rethinking macro policy II: getting granular", Staff Discussion Note No. 3, International Monetary Fund.

Blanco, Andres (2017), "Optimal inflation target in an economy with menu costs and zero lower bound", mimeo, 28 augusti, University of Michigan.

Borio, Claudio (2017), "Through the looking glass", City Lecture, 22 september, London, Official Monetary and Financial Institutions Forum.

Brunnermeier, Markus K. och Yuliy Sannikov (2016), "On the optimal inflation rate", Working Paper No. 22133, National Bureau of Economic Research.

Carlsson, Mikael och Andreas Westermark (2016), "Labor market frictions and optimal steady-state inflation", *Journal of Monetary Economics*, vol. 78, s. 67–79.

Cecchetti, Stephen G. och Kermit L. Schoenholtz, (2017), "The case for a higher inflation target gets stronger", blogginlägg. Tillgänglig på www.moneyandbanking.com/commentary/2017/4/2/the-case-for-a-higher-inflation-target-gets-stronger.

Christensen, Jens H. E. och Glenn D. Rudebusch (2017), "A new normal for interest rates? Evidence from inflation-indexed debt", Working Paper No. 7, Federal Reserve Bank of San Francisco.

- Christiano, Lawrence J. och Terry J. Fitzgerald (2000), "Understanding the fiscal theory of the price level", *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review*, vol. 36, nr. 2, s. 2–38.
- Coibion, Olivier, Yuriy Gorodnichenko och Johannes Wieland (2012), "The optimal inflation rate in new keynesian models: should central banks raise their inflation targets in light of zero lower bound?", *Review of Economic Studies*, vol. 79, nr. 4, s. 1371–1406.
- Cuaresma, Jesús C. och Maria Silgoner (2014), "Economic growth and inflation in Europe: a tale of two thresholds", *Journal of Common Market Studies*, vol. 52, nr. 4, s. 843–860.
- De Rezende, Rafael, B., David Kjellberg och Oskar Tysklind (2015), "Effekter på finansiella priser av riksbankens statsobligationsköp", Ekonomisk kommentar nr. 13, Sveriges riksbank.
- Diercks, Anthony M. (2017), "The reader's guide to optimal monetary policy", mimeo 19 juni, The Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Dordal-i-Carreras, Marc, Olivier Coibion, Yuriy Gorodnichenko och Johannes Wieland (2016), "Infrequent but long-lived zero-bound episodes and the optimal rate of inflation", Working Paper No. 22510, National Bureau of Economic Research.
- Eggoh, Jude C. och Muhammad Khan (2014), "On the nonlinear relationship between inflation and economic growth", *Research in Economics*, vol. 68, nr. 2, s. 133–143.
- Enegren, Bo (2011), "Konkurrenskraften: spelar den någon roll för lönebildningen?", kap. 10 i *Röster om lönebildning och medling*, red. av Egerö, Anne-Marie, Medlingsinstitutet: Stockholm.
- FOMC (2017), Transcript of chair Yellen's press conference June 14, Federal Open Market Committee.
- Finocchiaro, Daria, Giovanni Lombardo, Caterina Mendicino och Philippe Weil (2015), "Optimal inflation with corporate taxation and financial constraints", Working Paper No. 311, Sveriges riksbank.
- Friedman, Milton (1969), *The optimum quantity of money*, Macmillan: London.
- Goodhart, Charles och Manoj Pradhan (2017), "Demographics will reverse three multi-decade global trends", Working Papers No. 656, Bank for International Settlements.
- Hammond, Gill (2011), "State of the art of inflation targeting", Handbook No. 29, Centre for Central Banking Studies, Bank of England.
- Ingves, Stefan (2017), "Penningpolitiska utmaningar: att väga idag mot imorgon", tal vid Nationalekonomiska föreningen, 16 maj: Stockholm.
- Kiley, Michael T. och John M. Roberts (2017), "Monetary policy in a low interest rate world", *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring, s. 317–372.
- Kremer, Stephanie, Alexander Bick och Dieter Nautz (2013), "Inflation and growth: new evidence from a dynamic panel threshold analysis", *Empirical Economics*, vol. 44, nr. 2, s. 861–878.
- Krugman, Paul (2014), "Inflation targets reconsidered", draft paper for the European Central Bank Sintra Conference, maj.
- Laubach, Thomas och John C. Williams (2015), "Measuring the natural rate of interest redux", Working Paper No. 16, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- López-Villavicencio, Antonia och Valérie Mignon (2011), "On the impact of inflation on output growth: does the level of inflation matter?", *Journal of Macroeconomics*, vol. 33, nr. 3, s. 455–464.
- Lundvall, Henrik och Andreas Westermarck (2011), "Vad är den naturliga räntan?", *Penning- och valutapolitik*, nr. 2, s. 7–26.
- Mitelman, Henrik (2013), "Dags att sänka inflationsmålet", *Dagens industri*, 4 december.
- Nakamura, Emi, Jón Steinsson, Patrick Sun och Daniel Villar (2015), "The elusive costs of inflation: price dispersion during the U.S. great inflation", Working Paper No. 22505, National Bureau of Economic Research.
- Rachel, Lukasz och Thomas D. Smith (2017), "Are low interest rates here to stay?", *International Journal of Central Banking*, vol. 13, nr. 3, s. 1–42.

Reifschneider, David och John C. Willams (2000), "Three lessons for monetary policy in a low-inflation era", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 32, nr. 4, s. 936–966.

Rogoff, Kenneth S. (2014), "Costs and benefits of phasing out paper currency", Working Paper No. 20126, National Bureau of Economic Research.

Rosengren, Eric S. (2015), "Changing economic relationships: implications for monetary policy and simple monetary policy rules", tal vid Chatham House, London, 16 april, Federal Reserve Bank of Boston.

Schmitt-Grohé, Stephanie och Martin Uribe (2010), "The optimal rate of inflation", i *Handbook of Monetary Economics*, vol. 3B, red. av Friedman, Benjamin M. och Michael Woodford, Elsevier: San Diego.

Summers, Lawrence (1991), "Panel discussion: price stability: how should long-term monetary policy be determined?", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 23, nr. 3, s. 625–631.

Summers, Lawrence H. (2015), "Reflections on the productivity slowdown", tal vid konferensen Making sense of the productivity slowdown, Washington D.C., 16 november, Peterson Institute for International Economics.

Svensson, Lars E. O. (2002), "Monetary policy and real stabilization", i *Rethinking Stabilization Policy, Economic Policy Symposium Proceedings*, s. 261–312, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Sveriges riksbank (2017), "Penningpolitisk rapport", januari, Sveriges riksbank.

Taylor, John B. (1979), "Estimation and control of a macroeconomic model with rational expectations", *Econometrica*, vol. 47, nr. 5, s. 1267–1286.

Williams, John C. (2009), "Heeding Daedalus: optimal inflation and the zero lower bound", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 40, nr. 2, s. 1–49.

Wynne, Mark A. (2008), "How should central banks define price stability", Working Paper No. 8, Federal Reserve Bank of Dallas.

Yellen, Janet L. (2015), "Inflation dynamics and monetary policy", tal vid The Philip Gamble Memorial Lecture, Amherst, 24 september, The Board of Governors of the Federal Reserve System.