



ANFÖRANDE

DATUM: 2019-12-03
TALARE: Vice riksbankschef Per Jansson
PLATS: Danske Bank, Stockholm

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

En ränteduvans och inflationshöks betraktelser*

Den som följer medierapporteringen kring penningpolitiken har förmodligen noterat att jag sedan en tid tillbaka brukar betraktas som den mest duvaktiga medlemmen i Riksbankens direktion. Med det menas att jag anses vara den som, i varje fall för ögonblicket, är benägen att bedriva den mest expansiva politiken. För den som inte är bekant med terminologin är duvans motsats höken, som i stället förespråkar en mer stram penningpolitik. I en alternativ terminologi som är vanlig i teoretiska modeller innebär en högaktig politik i stället att lägga stor vikt vid inflationsmålet och mindre vikt vid annat.¹ Eftersom jag ju tycker att det är befogat att prioritera inflationsmålet och förtroendet för detta skulle jag faktiskt också kunna betecknas som en hök. Mer precist skulle jag alltså kunna beskrivas som en kombination av inflationshök och ränteduva.

Att beskriva penningpolitiska beslutsfattare med hjälp av ornitologi är ganska praktiskt. Med det är alltså inte helt okomplicerat och missar en del nyanser. Jag skulle därför vilja börja med att utveckla hur jag ser på penningpolitiken för närvarande och hur jag har resonerat vid de senaste penningpolitiska mötena. Den bild som ges i de penningpolitiska protokollen blir lätt lite komprimerad och jag vill här ge en lite fylligare och sammanhållen framställning.

Jag tänkte därefter komma över på lite mer principiella frågor. Främst vill jag ge min syn på fördelarna med den ordning vi har idag, med ett inflationsmål och en rörlig växelkurs. Jag upplever att den debatt som varit de senaste åren har haft en slagsida mot att betona nackdelarna med detta system och att de positiva aspekterna har kommit i skymundan och kanske till och med helt glömts bort. Jag tror att det är bra att påminna om dessa med jämna mellanrum.

* Jag vill tacka Mikael Apel för arbetet med detta tal och Charlotta Edler, Mattias Erlandsson, Rebecka Hallerby, Jesper Hansson, Marie Hesselman, Åsa Olli Segendorf, Marianne Sterner, Ulf Söderström och Emelie Theobald för synpunkter.

¹ Se till exempel Orphanides och Williams (2003).

Kommunikationen har stor betydelse

För att beskriva vad som har varit min kanske viktigaste utgångspunkt för den politik jag har förespråkade under senare tid skulle jag vilja ta avstamp i ett anförande som jag höll för två år sedan. Det handlade om den internationella penningpolitiska idédebatten och vilka lärdomar jag menade att man kunde dra från utvecklingen i Sverige.² En av de lärdomar jag då lyfte fram var att det är viktigt att inte tappa greppet om inflationen och inflationsförväntningarna. Det jag hade i åtanke var den period från 2011 och ett antal år framåt när inflationen i Sverige blev oväntat låg och understeg inflationsmålet med tidvis ganska bred marginal. När inflationen hade skjutit under målet en tid började också de långsiktiga inflationsförväntningarna att falla. Dessutom kom det signaler från arbetsmarknadens parter om att inflationsmålet inte längre var en given startpunkt i löneförhandlingarna. Det började med andra ord uppstå en risk för att förtroendet för inflationsmålet skulle försvagas så mycket att det inte längre skulle fungera som ett ankare för pris- och lönebildningen. Som bekant lyckades vi så småningom vända utvecklingen och få upp inflationen till målet igen, men det tog lång tid och det krävdes en mycket expansiv politik, och också lite tur.

En viktig anledning till att inflationen blev så låg så länge var den skuldskris i Europa som avlöste finanskrisen och som de flesta bedömare inte hade sett komma, i varje fall inte med sådan kraft så tidigt. Den resulterade i att den återhämtning som hade inletts bromsade upp, konjunkturen försämrades återigen och inflationen drogs med ned. Riksbanken underskattade effekterna på inflationen, men vi var långtifrån ensamma om att göra det.³ Att förväntningarna så småningom följde med den faktiska inflationen ned var i sig kanske inte så märkligt men det tog ett tag, i varje fall för mig, att förstå hur allvarlig situationen var på väg att bli.

Ytterligare en faktor som kan ha bidragit till att inflationsförväntningarna sjönk, och som jag också tog upp i mitt anförande för ett par år sedan, var vårt sätt att kommunicera penningpolitiken. Överhettade och strukturellt illa fungerande bostadsmarknader hade i många länder förvärrat effekterna av finans- och skuldskrisen. En oro för att detta skulle hända även i Sverige gjorde att vi inriktade mycket av vår kommunikation på att påtala risker med utvecklingen av skulder och bostadspriser. Även om våra prognoser fortfarande visade att vi strävade efter att uppnå inflationsmålet och detta också framhölls i vår kommunikation så kan det mycket väl vara så att vi pratade lite för mycket om risken för finansiella obalanser och lite för lite om vikten av att inflationen ligger nära målet. Detta kan ha gjort ekonomins aktörer osäkra om vilken ställning inflationsmålet egentligen hade och det kan i sin tur ha bidragit till att försvaga förtroendet för inflationsmålet. Det är möjligt att somliga började misstänka att vi, så att säga, hade tappat blicken på bollen.⁴

² Jansson (2017).

³ Under exempelvis första halvan av 2013 väntade sig genomsnittet av svenska prognosmakare att inflationen skulle bli knappt 1,5 procent 2014. Utfallet blev nästan en procentenhet lägre, det vill säga en och en halv procentenhet under målet.

⁴ Att det kan ligga en hel del i den här tolkningen stöds av ett antal kritiska tidningsartiklar som publicerades vid den här tiden, se till exempel "Nya direktörer men samma gamla riksbank", Aftonbladet (2013), 22 maj och "Ta tillbaka makten över Riksbanken", Dagens Nyheter (2014), 15 juni.

Den viktiga lärdomen att ta med sig här är, som jag ser det, att det är helt centralt att visa att man hela tiden faktiskt *har* blicken på bollen och inte låter andra faktorer komma in i bilden på ett sätt som riskerar att få ekonomins aktörer att börja tvivla på att så är fallet.

Jag har påmint om den här lärdomen vid ett antal tillfällen under senare tid, senast nu på det penningpolitiska mötet i oktober. Den bild av penningpolitiken framöver som vi då tecknade uppfattade jag överlag som välavvägd: vi förutsåg att reporäntan kommer att höjas mycket långsamt för att på sikt bli positiv. Däremot ställde jag mig mycket tveksam till att nästa höjning av reporäntan ska ske redan kring årsskiftet, mest sannolikt på vårt nästa möte i december, såsom vår prognos för reporäntan implicerade.

Det fanns flera skäl till att jag inte tyckte att det var en bra idé. För det första var vår prognos att inflationen skulle vara kvar under målet i närtid och det var först mot slutet av 2022 som den väntades ligga stabilt på 2 procent. Till bilden här hörde dessutom att jag heller inte kunde se några nämnvärda uppåtrisker för inflationsprognosen. För det andra menade jag att en höjning av räntan inom kort knappast skulle leda till en ökad sannolikhet för att den nedåtgående trenden i inflationsförväntningarna skulle vända. Det bekymrade mig ganska mycket eftersom det kan påverka vilken inflationstakt arbetsmarknadsorganisationerna betingar sina kommande avtalsförhandlingar på. För det tredje ansåg jag att det fanns skäl att oroa sig för konsekvenserna av att både Federal Reserve och ECB ökar sina penningpolitiska stimulanser medan vi i Sverige, om vi genomför räntehöjningen som aviserat, skulle gå åt motsatt håll.

Många bedömare tolkade också signalerna från mötet i oktober som att Riksbanken ser det som ett självändamål att komma upp till nollränta. Det gäller inte bara bedömare i Sverige utan även internationellt. Ett par exempel är artiklar från Bloomberg och i Financial Times, där författarna menar att Riksbanken nu skulle ha insett problemen med negativ ränta och därför är angelägen att komma bort från den.⁵ En del bedömare har också spekulerat i att Riksbanken ser nollnivån i sig som så viktig att den skulle dra sig för att sänka reporäntan under kommande år även om konjunktur- och inflationsutvecklingen skulle försämrats. Jag menar att det i och med det kan finnas en risk för att flera gör tolkningen att vi i viss mån faktiskt har tappat blicken på bollen, eller i varje fall inte har den lika stadigt i blickfånget som tidigare.

För låg genomsnittlig inflation ger problem

Låt mig utveckla hur jag ser på det här, lite mer specifikt. Om reporäntan skulle höjas redan kring årsskiftet är det allvarliga inte i sig att räntan då skulle bli 0,25 procentenheter högre, även om det för den som föredrar en oförändrad ränta förstås inte heller är någon fördel. Problemet är i stället att det kan uppfattas som att Riksbanken avviker från det vi normalt gör: att på ett systematiskt sätt utforma penningpolitiken så att det hela tiden är mycket tydligt att det är inflationsmålet som utgör utgångspunkten. Detta är förstås särskilt viktigt i lägen då det finns en

⁵ Gordon, Skolimowski och Stirling (2019) och Milne (2019). En alternativ synpunkt är att Riksbanken över huvud taget blivit svår att tolka, se till exempel Boije (2019).

risk för att förtroendet för inflationsmålet börjar luckras upp. Det är alltså inte "tiodelarna" i sig som är viktiga – och de är förstås ännu mindre viktiga under mer normala omständigheter. Men när förtroendet för inflationsmålet står på spel kan även tiondelar skicka signaler och det är något som jag menar att man gör klokt i att väga in.

Låt mig understryka att jag förstås tror att även mina kollegor i direktionen tar den här typen av argument i beaktande. Däremot kan det givetvis hända att vi gör olika bedömningar av hur viktiga de är. Det är naturligt och på sätt och vis själva poängen med en direktion. Det jag redogör för här är mitt sätt att se på saker och ting och de bedömningar jag gör för egen del.

Ett *nödvändigt* villkor för att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet är, som jag ser det, att den penningpolitik vi bedriver och planerar att bedriva innebär att vi räknar med att inflationen kommer att vara 2 procent åtminstone i slutet av den prognosperiod vi överblickar. Om inflationsprognosen inte ligger på 2 procent ens i det tidsperspektivet så är penningpolitiken, som vår inflationsprognos baseras på, felaktig och vi måste helt enkelt justera den. Men som jag nyss var inne på räcker det inte alltid – det är alltså inte ett *tillräckligt* villkor. Om våra inflationsprognoser är i linje med målet, men vi agerar och kommunicerar på ett sätt som gör att det ändå kan uppfattas som oklart hur viktigt inflationsmålet är, och vi i värsta fall gör detta vid upprepade tillfällen, ja då kommer det förr eller senare att uppstå tvivel kring våra avsikter bland ekonomins aktörer. Om sådana tvivel får fäste kan inflationsförväntningarna i ekonomin börja falla. Ekonomins aktörer kan då börja förvänta sig en inflation som är lägre än 2 procent, även på lång sikt, och i förlängningen också börja inkorporera detta i sina ekonomiska beslut. Det uppstår därmed en självförstärkande process som leder till att den genomsnittliga inflationen fastnar på en alltför låg nivå.

Men skulle det verkligen vara så problematiskt? Ja, jag menar att det skulle vara det. Att jag är en så engagerad förespråkare för inflationsmålet handlar inte om att jag betraktar 2-procentsmålet som "heligt", bara för sakens skull. Det handlar om att det i ett samhällsekonomiskt perspektiv inte bara är viktigt att inflationen inte blir för hög, utan också att den inte blir för låg. Jag har ofta tagit upp argumenten för detta men de tål att upprepas.

Det är framför allt två förhållanden som gör det viktigt att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet på 2 procent och som talar för att målet inte bör vara lägre. Ett är att när den genomsnittliga inflationen är alltför låg blir det svårare att genom lönebildningen fördela resurserna i ekonomin på ett effektivt sätt. Skälet 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 relativlönerna mellan olika yrken, företag och branscher. I förlängningen kan detta medföra både högre arbetslöshet och sämre produktivitet utveckling i ekonomin. Med en viss, begränsad inflation mildras dessa problem. Den fungerar, som man brukar uttrycka det, som ett smörjmedel för det ekonomiska maskineriet.

En annan fördel med ett inflationsmål på 2 procent, som aktualiserats under senare år, är att det skapar åtminstone ett visst utrymme att sänka styrräntan innan den når sin nedre gräns. Om inflationsmålet skulle vara lägre och därmed också den genomsnittliga inflationen, så skulle även den nominella räntan i genomsnitt

vara lägre. Det skulle vara särskilt problematiskt i en värld där det reala ränteläget är mycket lågt, som fallet är idag. Utrymmet att sänka räntan innan den når sin nedre gräns skulle då vara mer begränsat än idag, vilket skulle göra det svårare att motverka framtida lågkonjunkturer. Om man ogillar negativ ränta så bör man alltså *inte* förespråka ett lägre inflationsmål, eftersom det skulle innebära att styr-räntan kommer att behöva vara negativ under längre perioder. I den internationella debatten finns för övrigt flera ekonomer som menar att inte heller ett inflationsmål på 2 procent ger tillräckligt utrymme att bedriva en så expansiv penningpolitik som man ibland behöver göra. Det finns alltså goda *ekonomiska* argument för ett inflationsmål som inte är lägre än 2 procent.

Det är alltså de här övervägandena som jag har i huvudet när jag pratar om vikten av att hålla ögonen på bollen. I grunden handlar det om att hela tiden vara väldigt tydlig med att det är inflationsmålet som styr penningpolitikens utformning.

Nedre gränsen för reporäntan är lägre än noll

När det gäller minusräntan redogjorde jag för min egen syn på den i ett anförande vid den här tiden i fjol.⁶ Jag menar att svårigheterna med negativ ränta inte handlar så mycket om rent ekonomiska aspekter, utan mer om vad som enligt samhälleliga konventioner är gångbart och möjligt att skapa förståelse för. Exempelvis är det största problemet förmodligen inte det man vanligen lyfter fram, det vill säga att allmänheten skulle välja att tömma sina bankkonton och bara hålla kontanter, så fort räntan är negativ. När allt kommer omkring är det både krångligt och kostsamt att hålla besparingar i kontanter och med tanke på att de flesta i Sverige har börjat vänja sig av med kontanter är det inget som skulle falla sig särskilt naturligt. Smärtgränsen där är förmodligen relativt hög, rent ekonomiskt.

Däremot misstänker jag starkt att det skulle vara svårt att få förståelse för en politik som innebär att också privatpersoner möter negativ ränta på sina inlåningskonton, att man måste "betala för att spara". Det kanske är en begränsning som man helt enkelt måste acceptera. I slutänden bygger legitimiteten hos och trovärdigheten för en självständig institution som Riksbanken på att allmänheten förstår den politik som bedrivs, eller i alla fall inte uppfattar den som ologisk och orättfärdig. Och det är just det jag menar utgör begränsningen. Att just noll procent skulle vara någon magisk gräns för reporäntan har jag dock svårare att förstå.⁷

Under de nästan tre år som reporäntan var $-0,5$ procent så blev vanliga bankspareares inlåningsräntor aldrig negativa, så ett visst utrymme för negativ reporänta verkar ändå finnas. Och med tanke på att penningpolitikens resurser inte är outtömliga så menar jag att det är bra att kunna utnyttja det utrymmet om man därmed kan bidra till att undvika stora kostnader för samhällsekonomin.

⁶ Jansson (2018).

⁷ Det är värt att notera att den *reala* avkastningen på bankkonton ofta är negativ, även om den nominella räntan är positiv. Att negativ nominell ränta är speciellt är i den meningen ett exempel på så kallad "money illusion". Detta sagt inser jag förstås att siffran noll i många sammanhang har en särskild psykologisk betydelse. När nollan som sådan (och negativa tal) introducerades i matematiken möttes den exempelvis länge med förvirring och till och med avsky, se till exempel Weiss (2017).

Om det skulle ta längre tid att nå målet innebär det inte att vi ger upp det

Jag gjorde tidigare poängen att det är väldigt viktigt hur penningpolitiken kommuniceras. Låt mig innan jag fortsätter diskutera ett fall där det skulle kunna bli särskilt tydligt hur central denna poäng är. Det är ingen hemlighet att det mycket låga reala ränteläget har gjort att utrymmet att hantera konjunktursvängningar med hjälp av penningpolitiken har minskat. I ett anförande för tre år sedan konstaterade jag att det inte kan uteslutas att vi någon gång kan komma att nå ett läge där vi bedömer att det inte längre är önskvärt att göra politiken ännu mer expansiv.⁸ Om vi skulle hamna i ett sådant läge – och jag säger om – kan följden bli att vi måste acceptera att det tar längre tid än det normalt gör att nå inflationsmålet.

De fördelar med ett inflationsmål på 2 procent som jag gick igenom nyss skulle givetvis fortfarande gälla och vi skulle fortsätta att göra vårt bästa för att nå målet. Skillnaden skulle vara att vi öppnar för möjligheten att det skulle kunna ta längre tid än vi normalt räknar med, och att vi accepterar detta utan att göra penningpolitiken mer expansiv.

I ett sådant hypotetiskt fall skulle vi alltså inte ”ge upp inflationsmålet” och plötsligt börja föra en helt annan politik och exempelvis höja räntan. Det skulle fortfarande finnas skäl att bedriva en så expansiv penningpolitik som vi anser är möjligt för att det inte ska ta längre tid än nödvändigt att nå målet. En konsekvens skulle dock bli att Riksbankens kommunikation blir ännu viktigare. Skadeverkningarna i ett läge där penningpolitiken inte görs mer expansiv, trots att inflationen förväntas ligga under målet länge, blir mycket mindre om allmänheten kan övertygas om att målet inte har övergetts, utan att det enbart handlar om att det kommer att ta längre tid än normalt att nå det. Att tydliggöra detta skulle förvisso vara en svår men förhoppningsvis inte omöjlig uppgift.

Ofta oklart om kritiken gäller penningpolitiken eller målet

Efter att ha gått igenom hur jag ser på det aktuella läget och tagit upp några relaterade aspekter har jag för avsikt att lyfta blicken lite och diskutera mer principiella frågor. Det jag mer specifikt tänkte göra är att förklara varför vi har den ordning vi har, med ett inflationsmål och en rörlig växelkurs, och vilka fördelarna med denna ordning är. Det är inte första gången jag gör det, men jag tror att det är nyttigt och viktigt att påminna om detta med jämna mellanrum. När man har levt med ett penningpolitiskt ramverk under lång tid är det lätt att börja ta fördelarna med det för givna och fokusera på nackdelarna. De senaste årens debatt tyder på att man åtminstone på vissa håll har börjat göra precis det.

Debatten har haft lite olika utgångspunkter. Dels finns en argumentation som kritiserar den politik Riksbanken har bedrivit, men åtminstone jag är ibland osäker på

⁸ Jansson (2016).

om kritiken riktar sig mot politiken som sådan – det vill säga att vi skulle ha agerat felaktigt givet det mål vi har – eller mot själva målformuleringen. Det penningpolitiska uppdrag Riksbanken har från riksdagen är i korthet att över tiden hålla inflationen så nära 2 procent att de långsiktiga inflationsförväntningarna i ekonomin förankras på den nivån. I stort sett alla centralbanker i länder med rörlig växelkurs i västvärlden har samma huvuduppgift och samma nivå på målet, exempelvis Norges Bank, Bank of England och Federal Reserve.

Bred uppslutning kring inflationsmålet

Låt mig innan jag fortsätter göra en lite utvikning om Riksbankens uppdrag. De som följer debatten idag kan säkert få intrycket att det är Riksbanken som helt på eget bevåg har beslutat om ett mål för penningpolitiken som den själv tycker är lämpligt – 2 procents inflation – men som är ganska kontroversiellt i resten av samhället. Inflationmålet skulle med andra ord vara Riksbankens och enbart Riksbankens. Denna tolkning är dock både felaktig och olycklig.

Så vems inflationsmål är det då egentligen? Beslutet att införa ett inflationsmål på 2 procent fattades 1993 av riksbanksfullmäktige. Vid den tiden hade den församlingen en annan roll än i dag och var det beslutsfattande organet i Riksbanken. Den dåvarande riksbankschefen Bengt Dennis har beskrivit den rådande ordningen på följande sätt (Dennis, 2003, s. 182): ”Fullmäktige bestod av åtta ledamöter. Sju ledamöter var valda av riksdagen medan den åttonde, riksbankschefen, utsågs av fullmäktige. Det var en på politiska grunder vald fullmäktigeförsamling och flertalet var aktiva politiker”.

I början kritiserades inflationsmålet en del, även från politiskt håll. Men ganska snart, när fördelarna med målet hade blivit mer tydliga, uppstod en bred uppslutning kring det. Sedan många år tillbaka gör riksdagens finansutskott en utvärdering av penningpolitiken och med ett antal års mellanrum ger finansutskottet också i uppdrag till två utländska ekonomer att granska penningpolitiken. De här utvärderingarna handlar framför allt om den politik som Riksbanken *har* bedrivit men det finns förstås inget principiellt som hindrar att även ramverksfrågor tas upp, vilket ibland också hänt. Om finansutskottet eller de utländska utvärderarna skulle ha menat att inflationsmålet på 2 procent vore olämpligt så borde detta rimligen ha förts fram under de mer än tjugofem år som målet varit i kraft. Men något sådant har inte skett.

De folkvalda spelade alltså en huvudroll när målet infördes, de har hela tiden stått bakom målet, åtminstone en majoritet av dem, och det finns inget som tyder på att så inte längre är fallet.⁹ Som jag ser det är det ungefär det kriterium man kan ha för att kunna kalla inflationsmålet för ”Sveriges” inflationsmål. Det är alltså inte enbart ”Riksbankens” mål, även om det förstås är Riksbankens uppgift att försöka uppnå det.

⁹ Det är exempelvis värt att notera att det i direktiven till den nyligen presenterade riksbanksutredningen framgick att utgångspunkten skulle vara att ”målet om prisstabilitet fortfarande ska vara centralt” (Finansdepartementet, 2016, s. 1).

God måluppfyllelse under senare år

Men, åter till debatten om det penningpolitiska ramverket. De senaste åren har Riksbanken lyckats ganska väl med sin uppgift. Inflationen mätt med målvariabeln KPIF har varit mycket nära 2 procent de två gångna åren och även under första halvåret 2019, låt vara med viss hjälp av en uppgång i energipriserna. Det är först under de allra senaste månaderna som inflationen fallit tillbaka en del och då i hög grad som en följd av ett lägre bidrag från energipriserna.

Många som har varit kritiska till den politik Riksbanken har bedrivit och menar att den varit alltför expansiv säger sig stå bakom det penningpolitiska ramverket och inflationsmålet. Men med tanke på att penningpolitiken har syftat just till att hålla inflationen kring målet och upprätthålla förtroendet för det, och att Riksbanken tvingats jobba rätt hårt för att åstadkomma detta, ligger det nära till hands att göra tolkningen att kritiken ändå underförstått går ut på att själva målet borde ha varit ett annat. Det gäller åtminstone om man menar att penningpolitiken hade kunnat vara *mycket* annorlunda än den varit. Och det är väl just det som många kritiker verkar mena, annars är det ju svårt att över huvud taget förstå varför diskussionen är så livlig.

Det kan i det här sammanhanget vara värt att understryka att Riksbankens expansiva politik har varit tillräcklig för att precis få upp inflationen till 2 procent. Inflationen har aldrig varit överdrivet hög under senare år, utan har ju tvärtom fallit tillbaka en del under senare tid och ligger nu på nytt under målet. Det är därmed svårt att se att vi, så att säga, har tagit i för mycket med hänsyn till vårt mål. Jag tycker att det är rimligt att de som säger sig stå bakom det penningpolitiska ramverket och inflationsmålet, men ändå har varit kritiska mot den förda politiken, förhåller sig till detta.

Inflationsmålet har haft betydande fördelar...

Förutom den här kritiken finns också en argumentation som mer tydligt säger att målformuleringen borde se annorlunda ut. Det är framför allt denna del av debatten jag nu vill fokusera på. Jag skulle då vilja fördjupa mig särskilt inom två områden: lönebildningen och växelkursen. Det var misslyckanden inom framför allt dessa två områden som gjorde att Sverige 1993 övergick, eller snarare tvingades övergå, till den penningpolitiska regim vi har idag med rörlig växelkurs och inflationsmål. Låt mig som en bakgrund först beskriva hur läget såg ut före inflationsmålspolitiken.

Sedan början på 1970-talet hade Sverige varit fast i vad som skulle kunna kallas en devalveringscykel. Att fixera växelkursen är, i alla fall i teorin, liktydigt med att ställa upp ett mål för den inhemska inflationen. Tanken är att denna inte ska kunna överstiga (eller understiga) inflationen i de länder som den egna valutan har knutits till, i varje fall inte under några längre perioder. Men för att åtagandet att hålla en fast växelkurs ska bli trovärdigt måste det backas upp av den övriga politiken. Så var inte fallet i Sverige. Eftersom det fanns förväntningar om fortsatt hög inflation och på att värdet på kronan skulle skrivas ner, alltså att målet för växelkursen förr eller senare skulle släppas, var löneinflationen i Sverige trendmässigt högre än den i omvärlden. I och med att växelkursen var fast urholkades

de svenska företagens konkurrenskraft – det uppstod en kostnadskris. För att åtgärda detta såg man sig tvungen att devalvera kronan vilket innebar att förväntningarna på att kronans värde skulle skrivas ner infriades. Detta gjorde i sin tur att inflationstrenden kunde fortsätta, konkurrenskraften urholkades så småningom återigen, växelkursen justerades ner ytterligare en gång, och så vidare. Det man brukar kalla ”det nominella ankaret” – riktmärket för inflationsförväntningarna och därmed för pris- och lönebildningen – fungerade alltså inte som det var tänkt.

Det var långtifrån självklart att den inflationsmålspolitik som introducerades 1993 skulle lyckas åstadkomma det som fastkurspolitiken hade misslyckats med – att återupprätta ankaret för pris- och lönebildningen. Idag vet vi att den gjorde det och att det dessutom gick ganska snabbt. Om jag skulle plocka ut det absolut viktigaste som inflationsmålpolitiken har bidragit med så är det just detta – att tillhandahålla ett nominellt ankare för ekonomin. För svenskt vidkommande är det helt klart att inflationsmålet har bidragit till mer av ”ordning och reda” genom att vara just ett sådant riktmärke. Och det har sannolikt varit en viktig förklaring till att den svenska ekonomin har utvecklats så gynnsamt som den har gjort efter krisen i början av 1990-talet.

...men de tycks börja falla i glömska

Som jag konstaterade tidigare finns en bred upplutning kring inflationsmålet. Men när det gäller lönebildningen finns idag, åtminstone på vissa håll, uppfattningen att inflationsmålet har spelat ut sin roll och blivit irrelevant: Det var visserligen viktigt för att få ner löneinflationen från 1970- och 80-talens höga nivåer, men när detta väl är gjort fyller målet inte längre någon funktion och kan lika gärna avvecklas. Jag menar att detta av flera skäl är ett historielöst och närsynt sätt att argumentera och det vore olyckligt om denna uppfattning skulle få bredare fäste.

För det första är det alltid klokt att inte låta sig påverkas alltför mycket av det läge som råder för stunden när man diskuterar utformningen av ramverk som förväntas vara stabila och gälla under lång tid. Det stämmer förstås att det idag inte ser ut att kunna uppstå någon inflations- och lönebrasa som under 1970- och 80-talen inom överskådlig tid. Men när allt kommer omkring, vad vet vi egentligen om hur läget kommer att se ut om ett antal år? Även om inflationen har varit dämpad under senare år är det knappast så att vi har nått ”the end of inflation” för all framtid. Inflationen har alltid varierat och aldrig varit konstant hög eller låg under någon särskilt lång tidsperiod (se diagram 1). Det är svårt att se att samhället nu skulle ha förändrats på ett sådant grundläggande sätt att denna historiska regelbundenhet inte längre skulle gälla. Anta att inflationen av skäl som vi idag inte kan identifiera är, säg, 4 procent om ett antal år. Även de som idag tycker att inflationsmålet har blivit irrelevant skulle förmodligen då se fördelen med ett trovärdigt ankare på 2 procent. Ett trovärdigt inflationsmål stabiliserar lönebildningen, både när inflationen är oväntat hög och när den är oväntat låg.

För det andra är det högst oklart vad man tänker sig skulle träda in i inflationsmållets ställe, som ankare för priser och löner i ekonomin. En möjlighet är förstås att Sverige återgår till en fast växelkurs. Det är något jag kommer att återkomma till strax. Men som jag har tolkat det verkar det inte främst vara en återgång till fast

växelkurs som de som menar att inflationsmålet har spelat ut sin roll för lönebildningen förespråkar. Istället tycks man förlita sig på att reformerna i själva lönebildningen är tillräckliga. Dessa reformer, som går under beteckningen Industriavtalet, innebär att industrin, sedan drygt tjugo år tillbaka, sätter ”märket” i löneförhandlingarna och i förlängningen därmed styr lönekostnadsökningarna i hela ekonomin. På så sätt tas hänsyn till den internationella konkurrenskraften när svenska löner sätts.

Industriavtalet har definitivt fyllt en viktig funktion när det gäller att få till stånd en mer kontrollerad lönebildning med återhållsamma löneökningar. Men utifrån ett samhällsekonomiskt perspektiv är det svårt att se hur ett avtal mellan arbetsmarknadens parter ska kunna utgöra ett så stabilt ankare för priser och löner i hela ekonomin att det kan ersätta inflationsmålet. Sverige skulle i så fall nog verkar vara det första land i världen som överger inflationsmålspolitiken för att istället förlita sig på en sådan ordning. De sätt att försöka ge en ekonomi ett nominellt ankare som idag tillämpas är endera direkt genom ett inflationsmål eller indirekt genom en fast växelkurs.

Formerna för lönebildningen viktiga att diskutera

De senaste åren har industrimärkets betydelse för löneavtalen i den övriga delen av ekonomin börjat diskuteras allt mer. Ett problem som har tagits upp är att normeringen gör det svårare att ändra relativlöner, exempelvis utifrån ett rättvis- och fördelningsperspektiv. Den kan exempelvis bli ett hinder för att åstadkomma minskade löneskillnader mellan kvinnor och män. Men man kan också se problemet utifrån ett makroekonomiskt perspektiv. Om relativlönerna inte är tillräckligt flexibla skulle detta kunna motverka en samhällsekonomiskt effektiv fördelning av arbetskraften mellan yrken och sektorer. Därmed skulle det kunna uppstå obalanser på arbetsmarknaden. Många bedömare anser att det viktigaste målet för lönebildningen ska vara att åstadkomma balans för arbetsmarknaden som helhet och inte främst att värna industrins internationella konkurrenskraft.¹⁰

En annan viktig aspekt som har lyfts fram i diskussionen är i vilken mån industrins lönenormering i alla lägen är förenlig med en ordning med inflationsmål. Skälet till att denna fråga har aktualiserats är att den sammantagna nominella löneökningstakten i ekonomin har varit påfallande låg under senare år, trots att konjunkturläget varit gott och inflationen nära målet. Att löneavtalen inom svensk industri har varit återhållsamma beror till stor del på att löneökningarna i våra europeiska konkurrentländer har varit måttliga, sannolikt därför att många av dessa länder drabbades mycket hårt av den internationella finanskrisen och den efterföljande europeiska skuldkrisen. Eftersom industrins avtal utgör normen för löneavtalen även inom andra sektorer som bara delvis eller inte alls är konkurrensutsatta blir även dessa avtal låga.

¹⁰ Se till exempel Calmfors (2018) och Calmfors m.fl. (2019). Det bör framhållas att det finns studier som visar att det finns en viss löneflexibilitet med avseende på förändringar i arbetslösheten på regional nivå, se Carlsson m.fl. (2019).

Utifrån ett teoretiskt perspektiv bör en lönenormering av detta slag inte långsiktigt vara oförenlig med inflationsmålspolitiken eftersom euroområdet inflationsmål överensstämmer väl med Sveriges. Men under perioder då löneökningarna i euroområdet är osedvanligt låga bidrar industrins normering till att löneökningarna blir låga också i den svenska ekonomin. Även om Riksbanken i ett sådant läge skulle göra penningpolitiken mer expansiv kan det hända att det tar längre tid än normalt att uppnå inflationsmålet. Under dessa perioder finns en risk att inflationsförväntningarna faller och förtroendet för inflationsmålet försvagas. Det skulle inte vara bra för svensk ekonomi. Vi skulle då kunna hamna i ett läge med alltför låg genomsnittlig inflation och lågt nominellt ränteläge, längre perioder med minusränta och få svårare att motverka recessioner med hjälp av penningpolitiken.

En mer generell utmaning är att den strukturomvandling som hela tiden pågår successivt ändrar spelplanen. I debatten har redan lyfts att det finns brist på arbetskraft inom delar av arbetsmarknaden, främst inom offentligt finansierad verksamhet, som dessutom kommer att öka framöver av demografiska skäl. Det kommer att behövas betydande relativlönehöjningar där för att täcka personalbehoven. En annan aspekt är att en ny konkurrensutsatt sektor gradvis växer fram, framför allt med fler tjänsteföretag. Konsekvenserna på sikt av att en relativt begränsad och sannolikt minskande del av ekonomin sätter märket för hela arbetsmarknaden är därför inget som vi bara kan ignorera och avstå från att diskutera (se diagram 2).

Samspelet mellan det penningpolitiska ramverket och formerna för lönebildningen är en viktig fråga att analysera. Riksbanken ska förstås inte sträva efter att direkt påverka lönebildningen och försöka styra var avtalen ska hamna. Detta är upp till arbetsmarknadens parter att bestämma. Men om det börjar sprida sig en uppfattning om att inflationsmålet är irrelevant och borde utsträngas har vi, givet vårt uppdrag, en skyldighet att ta upp detta till diskussion och påtala att vi anser att det är ett problem. När allt kommer omkring är ju Sverige inte det enda land som har ett inflationsmål på 2 procent och dessutom en internationellt konkurrensutsatt industrisektor.

Viktigt med perspektiv på kronutvecklingen

Låt mig så gå över till det andra området jag vill fördjupa mig inom, växelkursen och kronans utveckling. När Sverige 1993 införde ett inflationsmål gjorde vi samtidigt ett val av växelkursregim. En fast växelkurs respektive ett inflationsmål under rörlig växelkurs är två olika sätt att försöka ge en ekonomi ett nominellt ankare, det vill säga ett riktmärke för pris- och lönebildningen. Ett inflationsmål försöker styra förväntningarna i ekonomin direkt medan en fast växelkurs försöker styra dem indirekt, genom att det blir kostsamt om pris- och löneökningarna är högre än de i omvärlden. Den senare disciplinerande mekanismen fungerade, som vi konstaterat, dåligt för svensk del. Återstod alltså att prova ett inflationsmål.

Min bestämda uppfattning är, som jag redan varit inne på, att det politiska systemet tydligt står bakom ordningen med ett inflationsmål på 2 procent och rörlig växelkurs och jag upplever att detsamma gäller för en stor majoritet av svenska folket. Det innebär rimligen att dessa också förväntar sig att Riksbanken gör vad

den kan för att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Det skulle ju vara märkligt om man menade att Sverige visserligen ska ha ett inflationsmål men att det samtidigt inte är så noga om det är trovärdigt eller ej, och att Riksbanken inte heller behöver anstränga sig för att försöka se till att det är det.

Om man tycker att förtroendet för inflationsmålet är viktigt innebär detta i sin tur rimligen, eller borde i varje fall innebära, att man accepterar att kronans växelkurs försvagas när Riksbanken bedriver en expansiv politik för att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Det sker via penningpolitikens vanliga växelkurskanal, det vill säga, en lägre ränta i förhållande till omvärlden gör det mindre lönsamt att hålla finansiella tillgångar i svenska kronor än i andra valutor. Efterfrågan på kronor minskar då och kronans växelkurs försvagas.

Kronan har utvecklats svagt under några år och det är ingen tvekan om att ett skäl till detta är just växelkurskanalen och den expansiva politiken för att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Men, och det här är ett viktigt men, det är långtifrån hela bilden. Det är uppenbart att en annan del av förklaringen är att valutor i små öppna ekonomier tenderar att försvagas när det är oroligt i världen. Exempelvis har den norska kronan och den nya zeeländska dollarn utvecklats på ungefär samma sätt som vår krona de senaste åren, trots att styrräntan i Norge och Nya Zeeland är 1,50 respektive 1 procent, det vill säga betydligt högre än i Sverige (diagram 3). Det här är en mycket viktig observation att väga in när man framför kritik mot den svenska inflationsmålsregimen. Det sätter bland annat den "kronkollaps" som ibland lyfts fram i debatten i lite perspektiv.

Om man ändå tycker att de rörelser i kronan som vi har haft inte är acceptabla kan man givetvis argumentera för en återgång till fast växelkurs. Det är i så fall ett politiskt beslut och inget Riksbanken kan bestämma över. Enligt lagen om valutapolitik är det regeringen som fattar beslut om det växelkurssystem som ska tillämpas.¹¹ Men om man argumenterar för en fast växelkurs är det rimligt att man också förklarar varför man anser att kostnaderna för att ha en rörlig växelkurs nu har blivit alltför stora. För min egen del kan jag alltså inte se att de har blivit det. Man behöver givetvis också försöka styrka att de generella fördelarna med en fast växelkurs är större än fördelarna med en rörlig kurs, som att den senare kan fungera som en stötdämpare i kristider. Om man menar att kronan ska behållas men knyts till exempelvis euron så är det förstås en fördel om man dessutom, i ljuset av våra tidigare dåliga erfarenheter, har en övertygande story om varför den typen av arrangemang skulle fungera bättre den här gången.

Man kan också gå ett steg längre och argumentera för att Sverige ska avskaffa kronan och istället införa euron. Det är givetvis ett ännu större beslut eftersom det i princip är oåterkalleligt. Om man tycker att en euroanslutning vore en bra idé går det säkert att hitta flera goda skäl till en sådan. Men jag kan inte se att ett av dessa skulle vara att inflationsmålsregimen har fungerat dåligt och gjort oss fattigare som folk och nation.

¹¹ Lag (1998:1404) om valutapolitik, 2 §.

Mina viktigaste budskap

Låt mig avrunda med att sammanfatta mina viktigaste budskap. Jag började med att redogöra för hur jag har resonerat vid de senaste penningpolitiska mötena. Här konstaterade jag att det är centralt att hela tiden vara väldigt tydlig med att det är inflationsmålet som ska styra penningpolitikens utformning. Om den tydligheten saknas finns en risk för att det uppstår en självförstärkande process som leder till att den genomsnittliga inflationen fastnar på en alltför låg nivå. En sådan utveckling skulle vara problematisk, inte minst eftersom den skulle innebära att styrräntan kommer att behöva vara negativ under längre perioder.

Jag diskuterade därefter den rådande ordningen med inflationsmål och flytande växelkurs från ett principiellt perspektiv. Här var mitt syfte framför allt att påminna om fördelarna med detta system, eftersom jag upplever att de senaste årens debatt har haft en slagsida mot att betona nackdelarna. Jag diskuterade och bemötte bland annat två argument som förekommit i debatten: att inflationsmålet har spelat ut sin roll som riktmärke för lönebildningen och att kronans utveckling de senaste åren visar att kostnaderna för att ha en rörlig växelkurs nu har blivit alltför stora.

Den ordning med inflationsmål och flytande växelkurs som vi sjösatte 1993 är naturligtvis inte perfekt i alla lägen och för alla skeenden. Men något perfekt system existerar tyvärr inte och den intressanta frågan är i stället om det finns ett *alternativ* som är bättre. Det får mig att tänka på Winston Churchills omdöme om demokrati som styrelseform:

”Indeed it has been said that democracy is the worst form of Government except for all those other forms that have been tried from time to time.”

Jag tycker att det är ett träffande citat även för inflationsmålspolitik, i varje fall än så länge.

Referenser

Aftonbladet (2013), ”Nya direktörer men samma gamla riksbank”, inlägg på Ledarbloggen av Ingvar Persson.

Boije, Robert (2019), ”Riksbankens otydliga kommunikation riskerar att skada förtroendet”, debattartikel i Realtid, 11 november, <https://www.realtid.se/debatt/riksbankens-otydliga-kommunikation-riskerar-att-skada-fortroendet>

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

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

Carlsson, Mikael, Iida Häkkinen Skans och Oskar Nordström Skans (2019), ”Wage Flexibility in a Unionized Economy with Stable Wage Dispersion”, IZA Discussion Paper No. 12093, Institute of Labor Economics.

Dagens Nyheter (2014), "Ta tillbaka makten över Riksbanken", ledare av Peter Wolodarski, 15 juni.

Dennis, Bengt (2003), "Första året med flytande krona", i Jonung, Lars (red.), *På jakt efter ett nytt ankare*, SNS Förlag.

Finansdepartementet (2016), "Översyn av det penningpolitiska ramverket och riksbankslagen", Kommittédirektiv, Dir 2016:114.

Gordon, Paul, Piotr Skolimowski och Craig Stirling (2019), "Lagarde's ECB Toolkit Threatened as Subzero Skepticism Grows", Bloomberg, 31 oktober.

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

Jansson, Per (2017), "Den penningpolitiska idédebatten – lärdomar från utvecklingen i Sverige", anförande vid Fores, Stockholm, 6 december.

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

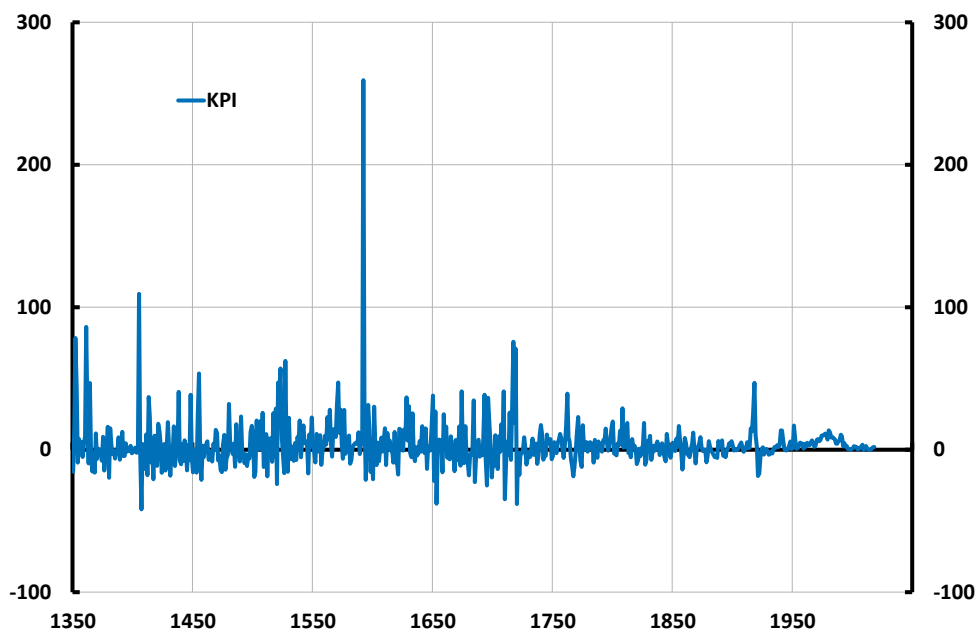
Milne, Richard (2019), "Riksbank set to exit negative rates with December rise", artikel i Financial Times, 24 oktober.

Orphanides, Athanasios och John C. Williams (2003), "Imperfect Knowledge, Inflation Expectations, and Monetary Policy", NBER Working Paper No. w9884.

Weiss, Ittay (2017), "Nothing matters: how the invention of zero helped create modern mathematics", *The Conversation*, 20 september, <https://theconversation.com/nothing-matters-how-the-invention-of-zero-helped-create-modern-mathematics-84232>

Diagram 1. Inflationen, 1350-2018

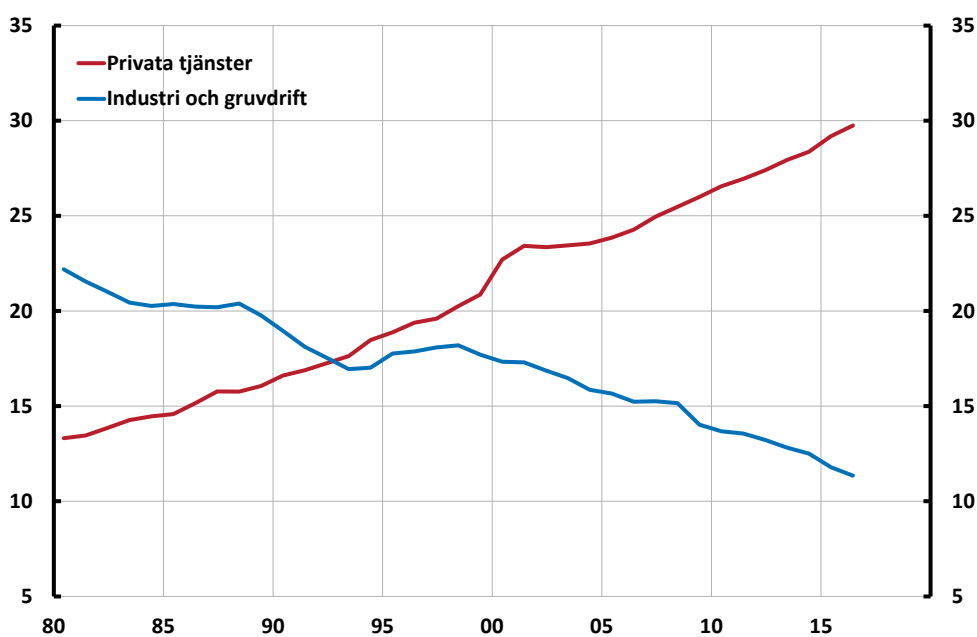
KPI, årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken

Diagram 2. Andel sysselsatta inom industri och gruvdrift respektive privata tjänster

Procent

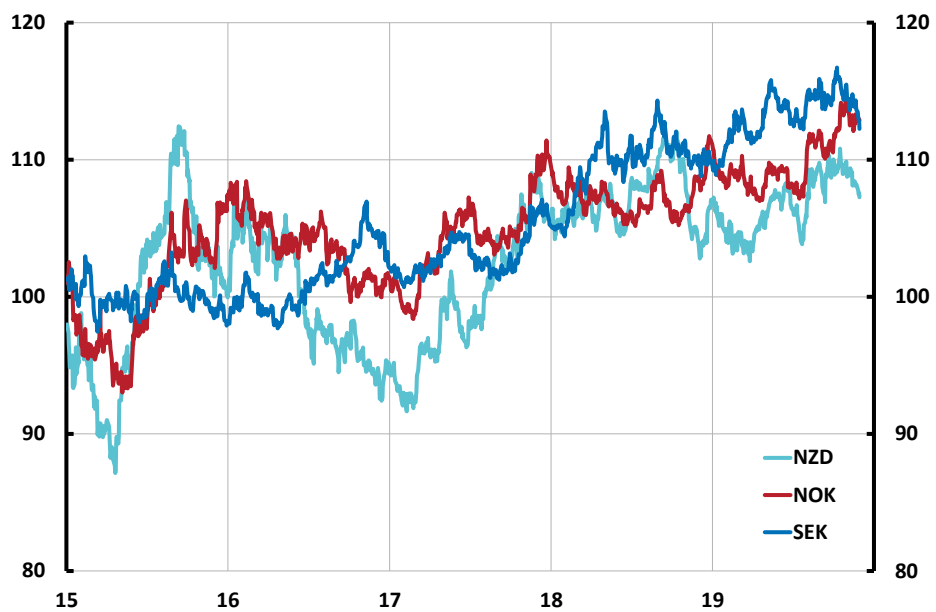


Anm. Sysselsatta i respektive sektor i procent av det totala antalet sysselsatta.

Källa: SCB

Diagram 3. Utvecklingen av svenska kronan, norska kronan och nya zeeländska dollarn mot euron

Index, 2015 = 100



Källa: ECB