



# ANFÖRANDE

DATUM: 2017-12-06  
TALARE: Vice riksbankschef Per Jansson  
PLATS: Fores, 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

## Den penningpolitiska idédebatten – lärdomar från utvecklingen i Sverige\*

Det är ovanligt spännande tider att arbeta på en centralbank. Utmaningar har förstås alltid funnits, men jag tror att man med fog kan hävda att de sällan har varit av så fundamental natur som de är idag. Ett exempel är den debatt om att begränsa centralbankernas självständighet som har uppstått under senare tid. Den är framför allt ett resultat av att man i flera länder inte längre har kunnat bedriva penningpolitiken enbart med förändringar av styrräntan, utan har behövt komplettera den med medel som enligt vissa har gjort att gränsdragningen mellan penningpolitik och annan ekonomisk politik blivit otydlig. Ett annat exempel är att tekniska framsteg inom betalningsområdet har gjort att kontantanvändningen minskat snabbt i en del länder, inte minst i Sverige. Om, och i så fall hur, denna trend på sikt kommer att påverka förutsättningarna för att bedriva penningpolitik och den ger anledning för centralbankerna att ge ut elektroniska pengar, som ett komplement till fysiska kontanter, är frågor som kommer att diskuteras intensivt framöver.

Det här är viktiga och fundamentala frågor. Men idag skulle jag i stället vilja fokusera på en annan diskussion, som jag upplever som minst lika central och kanske ännu mer aktuell. Den handlar om huruvida förutsättningarna för penningpolitiken har förändrats så mycket under senare år att centralbankerna kommer att tvingas överge, eller i varje fall avsevärt modifiera, den inflationsmålspolitik som varit den dominerande penningpolitiska regimen de senaste decennierna.

---

\* Jag vill tacka Mikael Apel för hjälp med texten till detta tal, Emelie Theobald för hjälp med bilderna och Claes Berg, Charlotta Edler, Rebecka Hallerby, Stefan Ingves, Cecilia Skingsley, Marianne Sterner, Ulf Söderström och Anders Vredin för synpunkter.

## Internationell debatt om huruvida inflationsmålspolitiken har spelat ut sin roll

På den ena sidan i diskussionen finns ekonomer och debattörer som menar att inflationsprocessen nu är så annorlunda jämfört med tidigare att det är mycket svårt, eller kanske till och med omöjligt, för centralbankerna att bedriva traditionell inflationsmålpolitik, i varje fall med de mål på omkring 2 procent som finns idag. Mer specifikt menar man att inflationen möter så starka ”motvindar” i form av exempelvis globaliseringen och digitaliseringen att det är tveksamt om centralbankerna kan styra inflationen på ett meningsfullt sätt. I stället, menar man, borde penningpolitiken fokusera på att dämpa finansiella cykler och upprätthålla finansiell stabilitet.<sup>1</sup>

På den andra sidan finns de flesta centralbanker som menar att ryktena om inflationsmålspolitiken snara bortgång är betydligt överdrivna. Visserligen medger de att det har blivit svårare och mer komplicerat att bedriva penningpolitik nu när det reala globala ränteläget har fallit under lång tid och idag är mycket lågt. Detta gör att man framöver sannolikt får räkna med att centralbankernas styrräntor ofrtare kommer att slå i sin nedre gräns och att penningpolitik då och då måste bedrivas med andra medel än styrräntesänkningar. De medger också att digitaliseringen och globaliseringen gör det svårare att nå inflationsmålen. Men, menar man, även om dessa komplikationer måste hanteras finns det inget som tyder på att inflationsprocessen i grunden skulle ha förändrats så mycket att inflationsmålen inte skulle gå att nå och inflationsmålspolitiken som sådan därför skulle behöva omprövas i grunden.

Gavyn Davies, kolumnist på Financial Times, har beskrivit den här debatten som en implicit ideologisk kamp mellan Claudio Borio, chefekonom på Bank for International Settlements (BIS), den kanske mest tongivande företrädaren för de nya idéerna och USA:s avgående centralbankschef Janet Yellen, företrädare för den traditionella synen.<sup>2</sup>

Det finns goda skäl att fördjupa sig i den här debatten. Ett skäl är att den sannolikt kommer att vara en viktig del av den internationella penningpolitiska diskussionen de kommande åren. Ett annat är att debatten inte bara handlar om praktisk penningpolitik, utan faktiskt också om grundläggande frågor inom den ekonomiska vetenskapen.

## Svensk debatt har föregått den internationella

Det finns anledning att tro att de erfarenheter vi i Sverige har gjort de senaste åren gör att vi har en del att tillföra den här internationella debatten. Vi har

---

<sup>1</sup> Det finns också en parallell debatt om att inflationsmålet borde ersättas med exempelvis ett prisnivåmål eller ett mål för nominell BNP. Denna debatt tar jag dock inte upp i detta anförande.

<sup>2</sup> Se Davies (2017). För enkelhets skull anammar jag i fortsättningen Davies' terminologi och benämner de båda synsätten "Yellen-lägre" och "Borio-lägre". Detta innebär förstås inte alla argument kan knytas till specifika uttalanden av Janet Yellen eller Claudio Borio. För typiska referenser, se Borio (2017), Borio m.fl. (2017) och Yellen (2017a, b).

ganska länge haft en diskussion om inflationsprocessen och inflationsmålspolitikens förutsättningar, medan den på de flesta andra håll är ett relativt nytt fenomen. För nästan precis ett år sedan höll jag ett tal där jag konstaterade att den långa perioden med en inflation under målet hade gjort att det i Sverige uppstått en debatt som vid den tiden hade få motsvarigheter utomlands. Bedömare och debattörer menade att utvecklingen, med en inflation som nästan regelmässigt hamnade under prognoserna och ganska långt under inflationsmålet, tydde på att målet var så svårt att nå att Riksbanken borde avstå från att försöka och i stället bedriva en mindre expansiv politik, med fokus på ökningen i hushållens skulder och bostadspriserna.<sup>3</sup>

När jag under senare tid har deltagit i internationella möten har jag slagits av hur mycket diskussionen påminner om den som vi hade i Sverige för ett par år sedan. I länder som vid den tiden inte hade underskridit sina inflationsmål särskilt länge har man nu i allt större utsträckning börjat fråga sig om man inte underskattat svårigheterna med att få upp inflationen. Ett exempel är USA, där Federal Reserves huvudspår visserligen är att inflationen så småningom kommer att vara vid målet på 2 procent, men där Janet Yellen också har framhållit att "many uncertainties attend this assessment, and downward pressures on inflation could prove to be unexpectedly persistent".<sup>4</sup> Hennes kollega vid Board of Governors, Lael Brainard, har på ett liknande sätt uttryckt oro för att "the recent low readings for inflation may be driven by depressed underlying inflation, which would imply a more persistent shortfall in inflation from our objective".<sup>5</sup> Den europeiska centralbanken (ECB) brottas med liknande problem. ECB-chefen Mario Draghi konstaterade nyligen att även om inflationen väntas stiga gradvis framöver så är "progress towards a durable and self-sustaining convergence of inflation towards our objective ... not yet sufficiently convincing".<sup>6</sup>

Hur befogad den här oron är återstår förstås att se. Men vad man tills vidare kan konstatera är alltså att vi i Sverige redan har varit i den situation som andra länder nu möjligen går in i och sedan en tid har haft den debatt som kanske är under uppsegling där. Vi ligger på det sättet, så att säga, "före i cykeln", både vad gäller inflationsutvecklingen och den penningpolitiska debatten. Det kan därför vara en poäng att sammanfatta våra erfarenheter så här långt. Kanske kan det finnas några lärdomar som andra länder och centralbanker kan ha nytta av och som har implikationer för den internationella debatten.

Låt mig börja i den änden. När jag diskuterar vilka lärdomar jag menar att vi dragit skulle jag vilja dela upp tiden efter den globala finanskrisen i två olika delperioder och diskutera dem var för sig: Dels perioden med fallande inflation 2011-2014, dels perioden med stigande inflation 2015-2017. Jag vill understryka att det som vanligt är min personliga syn jag ger uttryck för. Det är möjligt att mina kollegor i direktionen drar ungefär samma slutsatser som jag gör här, men det är också tänkbart att de gör en annan tolkning.

---

<sup>3</sup> Se Jansson (2016), där jag diskuterar kritiken mot inflationsmålet mer utförligt. Det ska understrykas att detta var en typ av kritik som fördes fram. I talet tar jag även upp andra typer av kritik, med mindre långtgående implikationer.

<sup>4</sup> Yellen (2017b).

<sup>5</sup> Brainard (2017).

<sup>6</sup> Draghi (2017).

## Perioden 2011-2014 – inflationen faller långt under målet

I samband med den globala finanskrisen föll svensk BNP kraftigt, men återhämtningen blev också överraskande snabb. Under 2010 ökade svensk BNP med cirka 6 procent, ungefär lika mycket som den fallit året före. Ökningen berodde huvudsakligen på att världshandeln återhämtade sig och att konjunkturen i omvärlden stärktes, vilket gynnade svensk export och svenska investeringar. Exporten fick även draghjälp av en svag krona. I juli 2010 började Riksbanken höja räntan från de 0,25 procent som den sänkts till i samband med krisen. KPIF-inflationen 2010 uppgick till 2 procent.<sup>7</sup> Svensk ekonomi utvecklades starkt och resursutnyttjandet steg snabbt. Fram till sommaren 2011 såg återhämtningen ut att fortsätta i ganska god takt. Riksbanken hade fram till dess höjt reporäntan stegvis till 2 procent.

Men under sommaren och hösten 2011 ökade oron kring utvecklingen av statskulden både i USA och flera länder i euroområdet. Tillväxtutsikterna i omvärlden försämrades. Detta spillde också över på den svenska ekonomin. Svensk BNP bromsade in kraftigt under 2011, föll något 2012 och ökade bara blygsamt 2013. Inflationen började falla 2011 och föll i princip till 2014, då KPIF-inflationen uppgick till cirka 0,5 procent och KPI-inflationen till strax under noll. Fallet började alltså tidigare än i de flesta andra länder (se diagram 1). För att motverka denna utveckling började Riksbanken sänka reporäntan i slutet av 2011.

Ett förhållande som har viss betydelse för min fortsatta diskussion är att Riksbanken redan under denna tid bekymrade sig för uppgången i hushållens skulder och bostadspriserna. För att i viss mån bidra till att dämpa skulduppbyggnaden och prisökningarna sattes reporäntan därför något högre än vad som annars hade varit fallet.<sup>8</sup> Detta brukar benämnas att penningpolitiken ”lutar sig mot vinden”, där vinden alltså är någon form av finansiell obalans som bedöms vara under uppsegling.

Vad som dock är viktigt att ha klart för sig är att penningpolitiken under den här tiden till den alldeles övervägande delen styrdes av traditionella penningpolitiska motiv, det vill säga den förväntade utvecklingen av konjunkturen och inflationen under de närmaste åren (se diagram 2). Riskerna med utvecklingen av hushållens skulder och bostadspriserna fanns som sagt med i bedömningen men de spelade inte någon huvudroll. Det här diskuterade jag utförligt i ett tal för några år sedan och jag ska därför inte säga mycket om det nu.<sup>9</sup> Låt mig bara understryka att inte

---

<sup>7</sup> KPIF är KPI med fast ränta. KPIF-inflationen blev Riksbankens formella målvariabel i september 2017 i stället för KPI-inflationen, men fungerade även tidigare som målvariabel i praktiken.

<sup>8</sup> Se till exempel Ingves (2012).

<sup>9</sup> Se Jansson (2014), där jag också konstaterar att det inte går att säga exakt hur mycket detta påverkade reporäntan. Det beror dels på att Riksbankens penningpolitiska beslut fattas av en kommitté med sex ledamöter, dels på att det även för en enskild ledamot är svårt att ange hur mycket av en räntehöjning som avser att dämpa skulduppbyggnaden jämfört med att dämpa konjunkturen. Den enda slutsats man kan dra är att ”lutandet mot vinden” inte var stort, men heller inte obefintligt.

heller andra konjunkturbedömare uppfattade det som att den förda penningpolitiken i huvudsak handlade om att Riksbanken lutade sig mot vinden, även om det förstas fanns olika åsikter om exakt hur hög räntan borde vara.<sup>10</sup>

Den här perioden var lärorik på många sätt. När jag blickar tillbaka på den så här med några års perspektiv är det framför allt två slutsatser, eller lärdomar, som jag skulle vilja lyfta fram:

- (i) Det är viktigt att inte tappa greppet om inflationen och inflationsförväntningarna.
- (ii) Det kan krävas ganska betydande räntehöjningar för att bromsa uppbyggnaden av finansiella obalanser.

Jag tänkte diskutera dessa slutsatser var för sig och förklara lite mer i detalj vad jag menar.

## **Slutsats (i): Det är viktigt att inte tappa greppet om inflationen och inflationsförväntningarna**

Slutsatsen att det är viktigt att inte tappa greppet om inflationen och inflationsförväntningarna kanske framstår som uppenbar och trivial för många, men den är ändå värd att resonera en del kring. Den internationella debatt som uppstått under senare tid tyder ju dessutom på att den kanske inte är så självklar.

Ett uppenbart skäl till att behålla greppet om inflationen är att det har visat sig vara överraskande svårt att få tillbaka den till målet när den väl fallit, i synnerhet om inflationsförväntningarna dessutom har sjunkit. Jag måste erkänna att jag för egen del i viss mån underskattade de här problemen. En möjlig förklaring är att jag, säkerligen tillsammans med många andra, hade invaggats i en tro om att den goda utvecklingen åren före finanskrisen bekräftade att vi hade lyckats bemästra de mer betydande problemen och att inflationsmålet var fullständigt trovärdigt och mer eller mindre ett självklart inslag i svensk ekonomi.

Att det är viktigt att inte tappa greppet om inflationen är förstas lätt att säga, men svårare att leva upp till. Det var givetvis inte Riksbankens avsikt att inflationen skulle bli så låg som den blev och under så lång tid.<sup>11</sup> Vi gjorde så bra prognoser vi kunde och bedrev den politik vi bedömde vara den bästa. I efterskott kan man naturligtvis konstatera att om vi hade vetat att inflationens skulle bli så låg som den blev så skulle vi ha sänkt räntan tidigare och snabbare.

---

<sup>10</sup> Denna bild stöds också av Goodfriend och King (2016). Förvånansvärt nog förekommer fortfarande tolkningen att oro för hushållens skulder var den huvudsakliga och till och med enda anledningen till att reporäntan höjdes 2010-2011. Ett tydligt exempel på att konjunkturförsvagningen under 2011 i stället överraskade de flesta bedömare är den prognos som Konjunkturinstitutet gjorde i juni 2011. Där prognostiserades att reporäntan i slutet av 2012 skulle vara 3 procent och i slutet av 2014 strax över 4 procent (i verkligheten blev reporäntan 0 procent i slutet av 2014). Den här politiken ansågs vara förenlig med ett balanserat resursutnyttjande 2014 och en KPIF-inflation nära 2 procent 2013–2015. I den prognosen, som var representativ för svenska prognosmakare, antogs alltså fortsatta räntehöjningar vara motiverade av normala konjunkturskäl.

<sup>11</sup> För en analys av de faktorer som bidrog till den låga inflationen, se Andersson, Corbo och Löf (2015).

Men att utvärdera skeenden med facit i hand är inte alltid särskilt meningsfullt. För att det *ska* vara meningsfullt måste man kunna identifiera saker man kan göra annorlunda om man skulle hamna i en liknande situation i framtiden. Det är exempelvis inte någon större poäng med att konstatera att vi skulle ha agerat på ett annat sätt om vi hade lyckats förutspå skuldkrisen i Europa och effekterna av den. Det är högst troligt att den typen av skeenden kommer att vara ungefär lika svåra att förutspå i framtiden.

Men en erfarenhet som jag ändå menar att vi skulle kunna ta med oss rör vår penningpolitiska kommunikation. Mycket av vår kommunikation handlade vid den här tiden om att påtala risker med utvecklingen av skulder och bostadspriser, kanske framför allt under perioden då vi på nytt hade börjat sänka räntan. Även om det av våra prognoser fortfarande framgick att vi räknade med att nå inflationsmålet så kan det mycket väl vara så att vi pratade lite för lite om målet och lite för mycket om finansiella obalanser. Detta kan ha skapat osäkerhet hos ekonomins aktörer om vilken ställning inflationsmålet egentligen hade och det kan i sin tur ha bidragit till att inflationsförväntningarna föll. Detta är något som är värt att ha i åtanke framöver. Måhända förvärrades problemen också av att Riksbankens kritiker ofta överdrev den betydelse utvecklingen av skulder och bostadspriser hade i penningpolitiken.

En djupare fråga när det gäller greppet om inflationen är om förtroendet för inflationsmålet verkligen är så viktigt. Kan man inte bedriva penningpolitik utan att det finns förtroende för inflationsmålet – eller, för den delen, utan att det finns något inflationsmål över huvud taget? Kan inte penningpolitiken nöja sig med att stabilisera realekonomin eller att luta sig mot vinden? Ett sådant penningpolitiskt upplägg skulle vara väl i linje med de nya tankarna i den internationella debatt som jag redogjorde för inledningsvis, i varje fall om dessa dras till sin spets.<sup>12</sup> Jag tänkte återkoppla till den debatten strax, så låt mig lämna den frågan för ögonblicket.

## **Slutsats (ii): Det kan krävas ganska betydande räntehöjningar för att bromsa uppbyggnaden av finansiella obalanser**

En fråga där jag gradvis reviderat min uppfattning de senaste åren är hur mycket en centralbank bör och måste luta sig mot vinden för att få bukt med en uppbyggnad av en finansiell obalans. Tidigare hade jag en rätt stor tilltro till att ett relativt måttligt lutande mot vinden skulle kunna ha god effekt, framför allt genom att skicka en tydlig signal om att centralbanken är oroad över utvecklingen och ser risker med den. Idag är jag mera tveksam till detta. Hur effektiv en sådan strategi är varierar visserligen rimligen över tiden och mellan ekonomier beroende på de exakta omständigheterna, exempelvis vad gäller stämningläge och skuldnivåer,

---

<sup>12</sup> För ett exempel, se Scholes och Alankar (2017).

men överlag är jag ändå betydligt mer skeptisk till detta än tidigare. Jag tror visserligen att ett visst mått av lutande mot vinden, i kombination med en kommunikation om riskerna, skulle kunna öka medvetenheten om problemen hos allmänheten, marknadsaktörerna och de ekonomisk-politiska beslutsfattarna. Men det krävs förstås också att denna ökade medvetenhet resulterar i konkreta åtgärder eller ändrade beteenden som motverkar den finansiella obalansen. Det är tveksamt om man kan säga att den har gjort det för svensk del, i varje fall inte i tillräcklig omfattning och i ett så tidigt skede som man hade kunnat hoppas på.

Det ganska modesta lutande mot vinden som vi praktiserade var således inte tillräckligt för att bromsa uppbyggnaden i skulder och bostadspriser. Samtidigt kan jag konstatera att jag själv inte var beredd att hålla räntan ännu högre än vi gjorde för att försöka åstadkomma detta. Detsamma gällde uppenbarligen också direktionen i stort. Om vi hade hållit reporäntan betydligt högre hade skuldökningen kanske stannat upp mer varaktigt, men vi hade samtidigt med stor sannolikhet också fått en väsentligt sämre utveckling i ekonomin. Dessutom, och kanske än viktigare, skulle inflationen ha utvecklats *ännu* svagare än den faktiskt gjorde och det skulle därmed ha varit ännu svårare att få upp den och behålla förtroendet för inflationsmålet.

En ytterligare slutsats, och lärdom om man så vill, är att en politik som lutar sig mot vinden förutsätter att det finns förtroende för inflationsmålet. När vi upplevde att detta förtroende var på väg att urholkas under 2014 och början av 2015 bedömde vi att det inte fanns någon annan möjlighet än att öka takten i räntesänkningarna för att tydliggöra att fokus helt och hållet låg på inflationen. Det fanns helt enkelt inte längre utrymme att använda reporäntan för att försöka påverka skulder och bostadspriser. Även i det avseendet kan man säga att Riksbanken varit en föregångare i centralbanksvärlden, låt vara en ofrivillig sådan. Såvitt jag känner till har ingen annan centralbank som tillämpar en politik som använder styrräntan för att motverka uppbyggnaden av finansiella obalanser, exempelvis Norges Bank, hittills ställts inför ett lika tydligt vägval.

Detta sagt ser jag numera också mer grundläggande problem med en penningpolitik som lutar sig mot vinden, även när det finns förtroende för inflationsmålet. Det ska jag återkomma till mot slutet av det här talet.

Min tolkning av de svenska erfarenheterna så här långt är alltså att en politik som lutar sig mot vinden har sina begränsningar. Exempelvis tycks det, i varje fall under vissa omständigheter, krävas att räntan hålls ganska mycket högre för att kunna dämpa en skuldökning effektivt. En sådan politik kan dock dämpa ekonomin som helhet ganska kraftigt och riskerar att leda till att inflationen skjuter betydligt under målet under lång tid. Det är den här typen av effekter man har i åtanke i den internationella debatten när man hävdar att styrräntan är ett alltför trubbigt verktyg att motverka finansiella obalanser med. De svenska erfarenheterna pekar också på att man inte kan räkna med att styrräntan alltid kommer att stå till buds som ett verktyg för detta ändamål. Även i det fall man lutar sig ganska måttligt mot vinden kan en sådan politik hamna i konflikt med uppdraget att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet.

Även här inställer sig förstås frågan om det verkligen är så viktigt att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Kan inte penningpolitiken i stället bara luta sig mot vinden och låta inflationen bli vad den blir? Jag återkommer som sagt till det strax.

Innan jag går vidare vill jag tillägga att det finns en växande forskning som explicit försöker beräkna kostnader och intäkter av att använda styrräntan för att försöka motverka finansiella obalanser – en cost-benefit-analys. Debatten pågår och juryn är fortfarande ute.<sup>13</sup> I det sammanhanget ska förstås den bild jag ger här ses enbart som en landspecifik fallstudie. Men med tanke på att de praktiska erfarenheterna av den här typen av politik är mycket begränsade kan kanske reflektioner från någon som varit med om att fatta beslut i ett land som "ligger före i cykeln" ha ett värde.

## Perioden 2015-2017 – inflationen stiger mot målet igen

Under 2014 hade penningpolitiken kommit att fokusera alltmer på att snabbt föra inflationen tillbaka till målet och bidra till att inflationsförväntningarna var förankrade. Reporäntan sänktes med 0,5 procentenheter i juli till 0,25 procent och vidare till noll i oktober. I början av 2015 var inflationen fortsatt mycket låg och inflationsförväntningarna utvecklades på ett bekymmersamt sätt (se diagram 3). Reporäntan sänktes ytterligare under 2015 och början av 2016 till -0,5 procent. Riksbanken började dessutom köpa statsobligationer i stor omfattning.

Den expansiva politiken började efter hand få effekt. Tillväxten steg och sysselsättningen ökade. Inflationen började stiga mer eller mindre trendmässigt 2015 och nådde åter inflationsmålet 2017. Även inflationsförväntningarna vände uppåt och de långsiktiga förväntningarna är nu åter förankrade vid målet (diagram 4).

Den slutsats från perioden 2015-2017 som jag framför allt skulle vilja lyfta fram är följande:

- (iii) Det kan krävas lång tid av mycket expansiv politik för att få upp inflationen – men det går.

Man kan hävda att inte heller den här slutsatsen är särskilt anmärkningsvärd. Det är den slutsats som ligger närmast till hands efter att ha observerat penningpolitiken och utvecklingen av inflationen i Sverige de senaste åren. Men i ljuset av den aktuella internationella debatten är den ändå viktig och värd att ta upp.

---

<sup>13</sup> Exempelvis menar Internationella valutafonden (2015) och Svensson (2017) att kostnaderna är större än intäkterna medan exempelvis Filardo och Rungcharoenkitkul (2016) och Gourio, Kashyap och Sim (2016) drar den motsatta slutsatsen.



## Slutsats (iii): Det kan krävas lång tid av mycket expansiv politik för att få upp inflationen – men det går

Som jag redan varit inne på är första delen av den här lärdomen en viktig anledning till att man inte bör tappa greppet om inflationen och inflationsförväntningarna. Om man gör det kan vägen tillbaka bli svår och mödosam. I Sveriges fall låg KPIF-inflationen systematiskt under målet i cirka sex års tid, 2011-2016, ibland med avsevärd marginal. För att bromsa och vända fallet i inflationen sänkte vi reporäntan till nivåer den tidigare inte varit i närheten av och utöver detta köpte Riksbanken stora mängder statspapper. Det har också krävts betydande kommunikativa insatser, exempelvis när det gäller att beskriva vilken utveckling av kronan som Riksbanken bedömt vara förenlig med en stigande inflation. Till skillnad från vad som möjligen var fallet tidigare kan det utifrån vår kommunikation knappast ha rått något tvivel om Riksbankens beslutsamhet att nå målet.

Den här politiken har alltså bidragit till att inflationen ökat och idag åter är i linje med målet. Situationen påminner lite om den i mitten av 1990-talet när Riksbanken, trots ett utbrett tvivel, lyckades etablera trovärdighet för inflationsmålet, även om det den gången handlade om att få *ned* inflationen. Det finns förstås inga garantier för att inflationen kommer att stanna kring 2 procent. Men man kan ändå konstatera att det så här långt ser bra ut, trots att det även fortsatt kommer att krävas mycket stöd från penningpolitiken och ytterligare penningpolitiska lättnader inte kan uteslutas.

## Kopplingarna till den internationella debatten

Hur kan man då koppla ihop de svenska erfarenheterna och den internationella debatten – den implicita idédebatten mellan Yellen-lägre och Borio-lägre? För att lättare se kopplingen kan man börja med att gå igenom debatten lite mer i detalj. Det finns framför allt två skillnader, som i sig är nära relaterade, mellan de båda lägren: synen på den så kallade Phillipskurvan och synen på möjligheterna för centralbanker att styra inflationen.

Phillipskurvan finns i lite olika varianter men alla handlar på ett eller annat sätt om sambandet mellan resursutnyttjandet och pris- eller löneutvecklingen. Utgångspunkten är att centralbanken genom att anpassa sin styrränta kan påverka resursutnyttjandet i ekonomin. När resursutnyttjandet ökar så stiger, via Phillipskurvan, priser och löner snabbare, och vice versa.

Yellen-lägreets uppfattning är att Phillipskurvan i stort sett ser ut som vanligt eller i varje fall har ändrats så lite att den fortfarande fungerar som en effektiv kanal genom vilken centralbankerna kan påverka inflationen. Enligt Borio-lägre har Phillipskurvan i stället i det närmaste brutit samman, eller i varje fall ändrats så mycket att den inte längre utgör en central del i inflationsprocessen. Mer specifikt resulterar ett högt resursutnyttjande inte längre i högre inflation, enligt denna uppfattning.

I stället, menar man, påverkas inflationen i hög grad av strukturella faktorer. Faktorer som ofta lyfts fram och som pressar ner inflationen är globaliseringen och, om man blickar framåt, i allt högre grad digitaliseringen.<sup>14</sup> Det här är argument som den som har följt den svenska debatten de senaste åren känner igen. Enligt det här synsättet kommer centralbankerna under mycket lång tid att få svårt att styra inflationen. Draget till sin spets innebär detta, som jag var inne på inledningsvis, att det inte är meningsfullt att sätta upp mål för inflationen eftersom den i huvudsak bestäms av faktorer utanför penningpolitiken. Som jag också konstaterade tidigare delar Yellen-lägret inte denna uppfattning utan menar att inflationsmål är både meningsfulla, viktiga och möjliga att nå.

## Implikationerna av de svenska erfarenheterna

Hur ska man då se på den internationella debatten i ljuset att våra svenska erfarenheter? Som jag ser det är våra erfarenheter överlag mer i linje med Yellen-lägrets uppfattning. Ett exempel är att man trots allt verkar kunna nå målet med en tillräckligt kraftfull expansiv politik. En brasklapp här är förstås att vi ännu inte kan vara säkra på att inflationen verkligen kommer att bli kvar kring målet, även om det är vad Riksbanken räknar med.

En annan brasklapp är att det inte heller är uppenbart vilken roll just Phillipskurvan spelat i den svenska inflationsuppgången så här långt. Visserligen har ett ökat resursutnyttjande gått hand i hand med stigande inflation, men vi har också sett att löneökningarna hittills varit förvånansvärt måttliga givet konjunkturläget. I den meningen är det för tidigt att konstatera att de svenska erfarenheterna pekar på att Phillipskurvan alltjämt fungerar som den brukar. Men, som sagt, våra erfarenheter tyder ändå på att centralbankernas inflationsmål är fullt möjliga att nå. Och den senaste tidens förhållandevis snabba tjänsteprisökningar är trots allt tecken på att en Phillipskurva i någon form är aktiv (se diagram 5).

Det har varit en ganska livlig internationell debatt om Phillipskurvan den senaste tiden – om dess lutning och till och med om dess existens.<sup>15</sup> Personligen har jag en ganska agnostisk syn på den. Jag ser den som ett i huvudsak kvalitativt samband mellan resursutnyttjande och inflation som inte säger så mycket mer än att ett högt resursutnyttjande förr eller senare tenderar att leda till att priser och löner stiger snabbare och ett lågt resursutnyttjande till att de stiger långsammare. Däremot kan det variera över tid hur mycket ett givet resursutnyttjande påverkar inflationen, det vill säga lutningen på Phillipskurvan är inte nödvändigtvis alltid densamma. Även tidsdynamiken kan variera, det vill säga att det kan ta olika lång tid innan resursutnyttjandet slår igenom på inflationen. Inflationen påverkas förstås dessutom hela tiden av en rad andra faktorer – olika störningar, som man brukar säga på ekonomspråk. Dessa kan vara högst tillfälliga, men också tämligen varakt-

---

<sup>14</sup> Se Borio (2017).

<sup>15</sup> Se till exempel Blanchard (2016) och The Economist (2017).

iga. Men att det, allt annat lika, inte skulle finns något samband mellan resursutnyttjandet och inflationen är för mig mycket svårsmält, för att inte säga helt osannolikt.

Man kan också säga att slutsatsen att det är viktigt att inte tappa greppet om inflationen och inflationsförväntningarna är väl i linje med Yellen-lägreets uppfattning, på så sätt att inflationsmålet och förtroendet för målet uppfattas som centralt. Värt att notera är att det, inte minst i USA som har hunnit längst med sina styrräntehöjningar, finns en debatt om hur snabbt man bör göra penningpolitiken mindre expansiv.<sup>16</sup> Farhågan är just att för snabba förändringar ska få inflationen och inflationsförväntningarna att falla under målet igen – något som det alltså gäller att undvika.

Även slutsatsen att det kan krävas ganska betydande räntehöjningar för att bromsa uppbyggnaden av finansiella obalanser är mer i linje med Yellen-lägreets uppfattning. Den pekar ju på begränsningarna med den politik som enligt Borio-lägreet borde få större inflytande, eller kanske till och med vara huvudsyftet med penningpolitiken.

## Inflationsmål behövs

Men som jag varit inne på krävs att man i det här avseendet dyker lite djupare i analysen. Mer specifikt måste man hantera frågan om det verkligen är nödvändigt att ha ett mål för inflationen över huvud taget. Kan inte penningpolitiken i stället fokusera på att försöka motverka uppbyggnaden av finansiella obalanser och låta inflationen bli vad den blir?

Jag menar att det inte vore något lämpligt upplägg. Jag tror att det är oerhört viktigt att det finns ett inflationsmål som det finns förtroende för och att det målet dessutom ligger på ett tillräckligt respektavstånd från noll. Just en diskussion om de problem som skulle kunna uppstå om centralbankerna övergav sina inflationsmål är något som jag upplever ofta saknas hos många debattörer som förespråkar en ny typ av penningpolitik, även i den svenska debatten.

Om centralbankerna skulle överge sina inflationsmål i nuvarande läge skulle inflationen med stor säkerhet falla och det skulle finnas en stor risk för att inflationen och inflationsförväntningarna skulle permanentas på en mycket låg nivå. Detta skulle göra det svårare för penningpolitiken att motverka lågkonjunkturer i framtiden. Om inflationen i genomsnitt är låg kommer även den nominella räntan i genomsnitt att bli låg. Och ju lägre räntan är i ett normalläge, desto mindre utrymme finns det att sänka den innan den når sin nedre gräns.

Ett mer generellt problem är att ett inflationsmål fungerar som ett riktmärke för pris- och lönebildningen – det utgör vad som brukar kallas ett nominellt ankare i ekonomin. När ekonomins aktörer har en gemensam bild av hur priserna kommer att

---

<sup>16</sup> Se till exempel Duy (2017) och Summers (2017).

utvecklas i framtiden blir det lättare att planera långsiktigt. Frånvaron av ett nominellt ankare kan också göra så att inte bara inflationen varierar mer, utan även produktionen och sysselsättningen. 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 lite längre 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. När förtroendet för inflationsmålet är svagt och inflationsförväntningarna inte är väl förankrade blir resultatet alltså större svängningar i ekonomin. Det var en sådan utveckling vi hade i Sverige under 1970- och 1980-talen då den fasta växelkursen inte fungerade som ett tillräckligt starkt nominellt ankare, vilket gav oss upprepade kostnadskriser och devalveringar.

Skälet till att debattörer inte tar upp problem med att överge inflationsmålet kan förstås vara att man menar att inflationsprocessen har ändrats så mycket att centralbankerna helt enkelt inte längre *kan* nå sina inflationsmål. När allt kommer omkring tycks det ju vara en vanlig uppfattning i debatten. Detta skulle implicera att det inte är meningsfullt att man sätter upp mål för inflationen, eftersom den bestäms av faktorer utanför penningpolitiken. Det är dock ett antagande som, om det skulle stämma, faktiskt skulle vända upp och ned på mycket av det som anses vedertaget inom den nationalekonomiska vetenskapen. Nationalekonomiska paradigmen ändras visserligen då och då. Men man kan i varje fall konstatera att de som idag menar att det inte längre är möjligt att välja inflationsmål har en betydande bevisbörda. Bland annat behöver man motbevisa Milton Friedmans tes om att inflation i grunden är ett monetärt fenomen.<sup>17</sup>

Detta sagt handlar det förmodligen i praktiken mer om en glidande skala än om en noll-ett-lösning. Strukturella faktorer kan pressa ner inflationen på ett sätt som kan vara svårt att motverka under relativt lång tid, om än inte permanent. Det är därför en ganska viktig diskussion som Borio-lägret har initierat.<sup>18</sup> Hur ska en centralbank agera i ett läge där den, trots att den bedriver en så expansiv politik den bedömer möjlig, inte räknar med att kunna nå målet inom ett överskådligt tidsperspektiv? Som jag ser det är det rimliga i en sådan situation att hålla fast vid inflationsmålet och fortsätta med den expansiva politiken.<sup>19</sup> Om centralbanken i

---

<sup>17</sup> Friedman (1963). Det bör nämnas att enligt den så kallade "fiscal theory of the price level" har finanspolitiken ett avgörande inflytande över inflationen, 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. Teorin är dock omstridd och ifrågasätter inte egentligen värdet av att centralbanker har inflationsmål.

<sup>18</sup> Det bör framhållas att just BIS, där Borio är chefekonom, ofta har varit tidigt ute med att lyfta frågor som varit av grundläggande betydelse för centralbanker. Exempelvis underströk BIS tidigt att låg och stabil inflation inte med nödvändighet implicerar makroekonomisk stabilitet och minskad risk för finansiella kriser, se till exempel Borio och Lowe (2002) och White (2006). Bidrag i det här sammanhanget gjordes dock inte bara av BIS. Rajan (2005) är ett annat exempel.

<sup>19</sup> Jag diskuterade detta fall i ett tal förra året, se Jansson (2016).

stället skulle lägga om politiken i mindre expansiv riktning blir inflationsmålet ännu mer avlägset och ännu svårare att nå. Förr eller senare går förtroendet för inflationsmålet förlorat och då är vi tillbaka i de problem som jag nyss skisserade.

## Mer grundläggande problem med en penningpolitik som fokuserar på finansiell stabilitet

Det finns också andra skäl till att en penningpolitik som i hög grad fokuserar på att försöka motverka uppbyggnaden av finansiella obalanser kan vara problematisk. Ett är det jag precis tog upp, det vill säga att det ibland kan krävas ganska stora räntehöjningar för att bromsa exempelvis en snabb skuldökning. Även om man nu inte skulle tycka att det är så viktigt hur detta påverkar inflationen så är det svårare att bortse från att effekten på produktion och sysselsättning kan bli betydande.

Man kan också se problematiken från ett mer generellt perspektiv. När man tänker efter vore det ganska märkligt om det huvudsakliga sättet att förhindra finansiella kriser är att hålla penningpolitiken stramare än vad som är motiverat utifrån grundläggande ekonomiska utsikter. Som jag ser det är finansiella cykler, i varje fall de som är tillräckligt stora för att skapa betydande oreda, ofta resultatet av att de regler som styr det finansiella systemet inte är tillräckligt väl utformade eller att kanske till och med att hela "affärsmodellen" för den finansiella sektorn har grundläggande brister. Att viktiga marknader inte fungerar tillräckligt väl kan också ha stor betydelse. Ett exempel som jag lyft fram förut, men som tål att visas igen, är jämförelsen av hur styrräntorna och bostadsmarknaderna utvecklats i Sverige och Tyskland (se diagram 6). Trots en likartad penningpolitik har utvecklingen av bostadspriserna i Tyskland varit en helt annan än i Sverige. En väl fungerande finansiell sektor och välfungerande marknader skulle givetvis inte generera helt stabila banor för exempelvis krediter. Men de stora och farliga svängningarna skulle med stor säkerhet dämpas rejält.

Det förefaller rimligt att kräva att det finansiella systemet är tillräckligt stabilt och robust för att kunna hantera både att den neutrala räntan periodvis är mycket låg – såsom är fallet idag – och att penningpolitik bedrivs på ett sätt som uppfyller normala penningpolitiska mål – som ett inflationsmål – utan att det bryter samman.<sup>20</sup> Om man menar att det finansiella systemet inte är tillräckligt stabilt för att klara detta så måste den mest rimliga och långsiktigt hållbara lösningen vara att se till att det faktiskt blir det, inte att man går runt problemet och i stället kräver att centralbanken ska dämpa hela ekonomin genom att hålla en onödigt hög ränta.<sup>21</sup>

---

<sup>20</sup> Med neutral ränta menas vanligen den reala ränta som varken har en expansiv eller åtstramande effekt på ekonomin. Centralbankerna kan inte påverka den neutrala räntan men de måste förhålla sig till den när de anpassar sina styrräntor. För en analys av reporäntans nivå på lång sikt, se fördjupningen "Reporäntan på lång sikt" i Penningpolitisk rapport februari 2017.

<sup>21</sup> Se till exempel Wolf (2017) för en liknande argumentation.

## Avslutande kommentarer

Låt mig summera och avrunda. Penningpolitiken runt om i världen befinner sig på många sätt i en brytningstid. Den flexibla inflationsmålpolitik som har varit den dominerande penningpolitiska modellen de senaste decennierna står inför stora utmaningar. I mitt anförande idag har jag fokuserat på en av dessa: den internationella debatt som uppstått under senare tid, där ett antal ekonomer och debattörer hävdar att inflationsprocessen nu är så annorlunda jämfört med tidigare att det är mycket svårt, eller kanske till och med omöjligt, för centralbankerna att bedriva traditionell inflationsmålpolitik. I stället, menar man, bör penningpolitiken i högre grad, och kanske till och med helt och hållet, inriktas på att försöka motverka finansiella obalanser.

När det gäller den här debatten befinner sig Sverige i en ganska unik position. De frågor den handlar om har vi diskuterat längre än de flesta andra länder, vi har erfarenhet av en politik som i viss mån har försökt motverka finansiella obalanser, inflationen föll tidigare i Sverige än på många andra håll, men vi har också – efter en lång tid med mycket expansiv penningpolitik – lyckats få den tillbaka till målet. Vi har med andra ord en del erfarenheter att dela med oss av.

Jag har här redovisat det som jag tycker har varit de viktigaste erfarenheterna: Att det är viktigt att inte tappa greppet om inflationen och inflationsförväntningarna, att det kan krävas betydande räntehöjningar för att bromsa uppbyggnaden av finansiella obalanser och att det kan krävas lång tid av mycket expansiv politik för att få upp inflationen – men att det går att få upp den.

Jag vill avslutningsvis understryka, för att undvika missuppfattningar, att det jag sagt inte på något sätt betyder att jag menar att centralbankerna inte ska ha någon roll eller något ansvar för finansiell stabilitet. Den frågan handlar om mycket mer än huruvida det är lämpligt eller inte att adressera finansiella obalanser med penningpolitik och styrränta. Och i Sverige har ju också Riksbanken viktiga funktioner i detta sammanhang, i syfte att bidra både till att förebygga finansiella kriser och att bemästra dem om de trots allt inträffar. Den pågående parlamentariska utredningen av Riksbanken ska dessutom titta närmare på bland annat denna fråga och jag ser med spänning fram emot dess slutsatser. Min diskussion idag har handlat om att jag tycker att just penningpolitiken och styrräntan är bättre lämpade att fokusera på ett inflationsmål – och att det finns goda förutsättningar för att de ska kunna fortsätta att göra det. Penningpolitiska system och ramverk varar givetvis inte för evigt. Men än så länge menar jag att finns det goda skäl att behålla det vi har.

## Referenser

Andersson, Björn, Vesna Corbo och Mårten Lof (2015), "Varför har inflationen varit så låg?", Penning- och valutapolitik 2015:3, s. 5-46.

Blanchard, Olivier (2016), "The US Phillips curve: Back to the 60s?", Policy Brief No. PB16-1, Peterson Institute of International Economics, januari.

Borio, Claudio (2017), "Through the looking glass", OMFIF City Lecture, London, 22 september.

Borio, Claudio, Piti Disyatat, Mikael Juselius and Phurichai Rungcharoenkitkul (2017), "Monetary policy in the grip of a pincer movement", uppsats presenterad vid 21th Annual Conference of the Central Bank of Chile "Monetary policy and financial stability: Transmission mechanisms and policy implications", Santiago, Chile, 16-17 november.

Borio, Claudio och Philips Lowe (2002), "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus", BIS Working Papers, no 114, July.

Brainard, Lael (2017), "Understanding the disconnect between employment and inflation with a low neutral rate", anförande vid The Economic Club of New York., 5 september.

Christiano, Lawrence J. och Terry J. Fitzgerald (2000), "Understanding the fiscal theory of the price level", *Economic Review.*, No. Q II, s. 2–38.

Davies, Gavyn (2017), "Central bank disputes: Yellen vs Borio", blogginlägg, Financial Times, 24 september.

Draghi, Mario (2017), Statement at the thirty-sixth meeting of the International Monetary and Financial Committee, Washington D.C., 13 oktober.

Duy, Tim (2017), "Taking stock", blogginlägg, Tim Duy's Fed Watch, 13 november, <https://blogs.uoregon.edu/timduyfedwatch/files/2017/11/FedWatch111317-1kkucv3.pdf>.

Filardo, Andrew och Phurichai Rungcharoenkitkul (2016), "A quantitative case for leaning against the wind", BIS Working Papers No. 594.

Friedman, Milton (1963), *Inflation: Causes and Consequences*, Asian Publishing House, New York.

Goodfriend, Marvin och Mervyn King (2016), "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010 – 2015", Rapporter från riksdagen 2015/16: RFR 16, Sveriges riksdag.

Gourio, Francois, Anil K. Kashyap och Jae Sim (2016), "The tradeoffs in leaning against the wind", uppsats presenterad vid 17th Jacques Polak Annual Research Conference, November.

Ingves, Stefan (2012), "Stora risker med alltför låg ränta", Debattartikel, Svenska Dagbladet, 18 oktober.

Internationella valutafonden (2015), "Monetary policy and financial stability", IMF Policy Papers.

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

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

Rajan, Raghuram G. (2005), "Has financial development made the world riskier?" Paper presented at The Greenspan Era: Lessons for the Future—A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 25–27.

Scholes, Myron och Ash Alankar (2017), "What investors can teach central banks about inflation", Opinion Markets Insight, Financial Times, 1 november.

Summers, L. H. (2017), "5 reasons why the Fed may be making a mistake", blogginlägg, 14 juni, <http://larrysummers.com/2017/06/14/5-reasons-why-the-fed-may-be-making-a-mistake/>.

Svensson, Lars E. O. (2017), "Cost-benefit analysis of leaning against the wind", *Journal of Monetary Economics*, vol. 90, s. 193-213.

The Economist (2017), "The Phillips curve may be broken for good", Daily Chart, 1 november.

White, William R. (2006): "Is price stability enough?", BIS Working Papers, no 205, April.

Wolf, Martin (2017), "Central banks alone cannot deliver stable finance", Opinion Central Banks, Financial Times, 24 oktober.

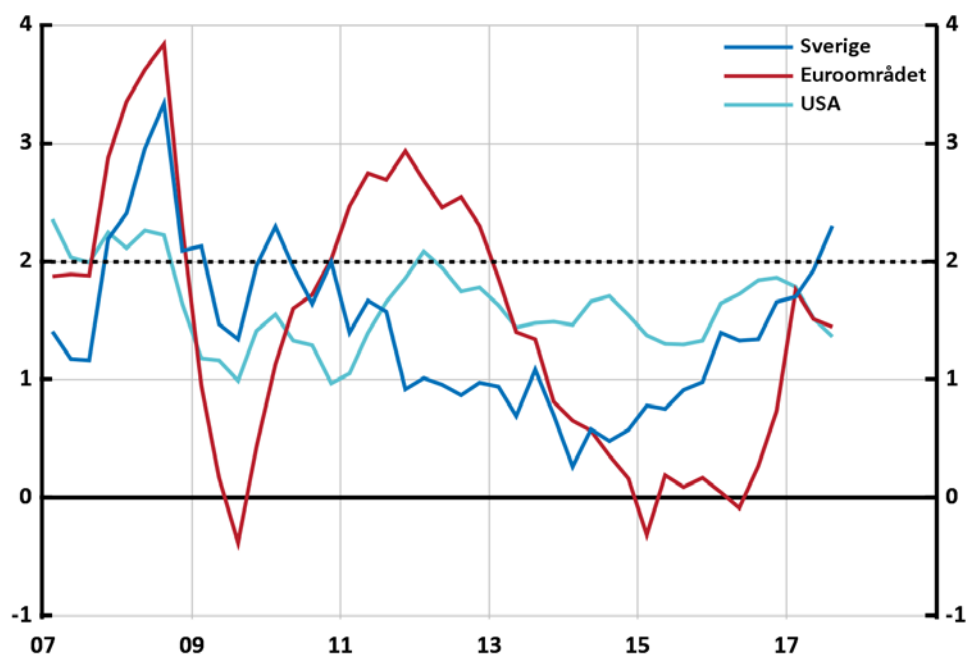
Yellen, Janet L. (2017a), Transcript of Chair Yellen's Press Conference, 20 september.

Yellen, Janet L. (2017b), "Inflation, uncertainty, and monetary policy", anförande vid "Prospects for growth: Reassessing the fundamentals", 59th Annual Meeting of the National Association for Business Economics Cleveland, Ohio, 26 september.



### Diagram 1. Svensk inflation "ligger före"

Årlig procentuell förändring



Anm. Inflationen för Sverige mätt i KPIF, för USA i "core PCE" och för Euroområdet i HIKP.

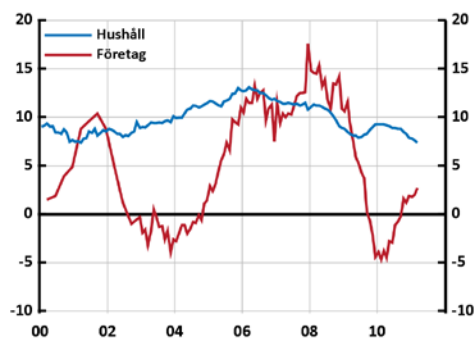
Källor: Bureau of Labor Statistics, U.S. Department of Labor, European Commission (Eurostat) och SCB

## Diagram 2. Naturligt att höja räntan 2010-2011

Inköpsprisindex i tillverkningsindustrin  
Index över 50 indikerar tillväxt

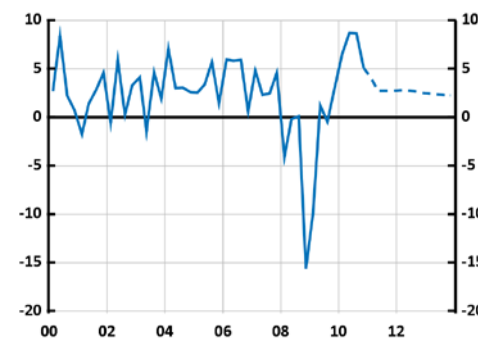


Utlåning till hushåll och företag  
Årlig procentuell förändring



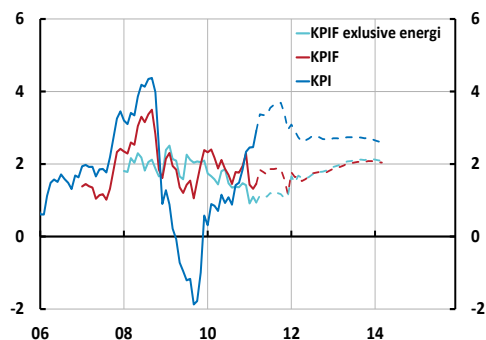
BNP

Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt,  
Säsongrensade data



Inflation

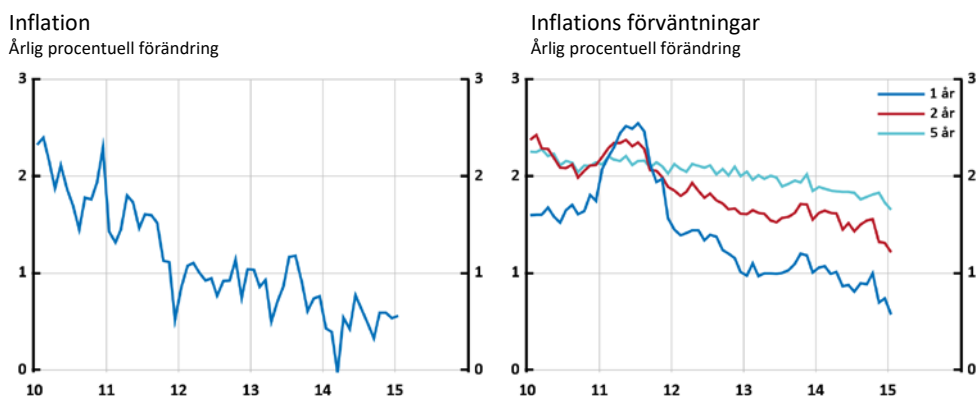
Årlig procentuell förändring



Anm. Prognoser från april 2011.

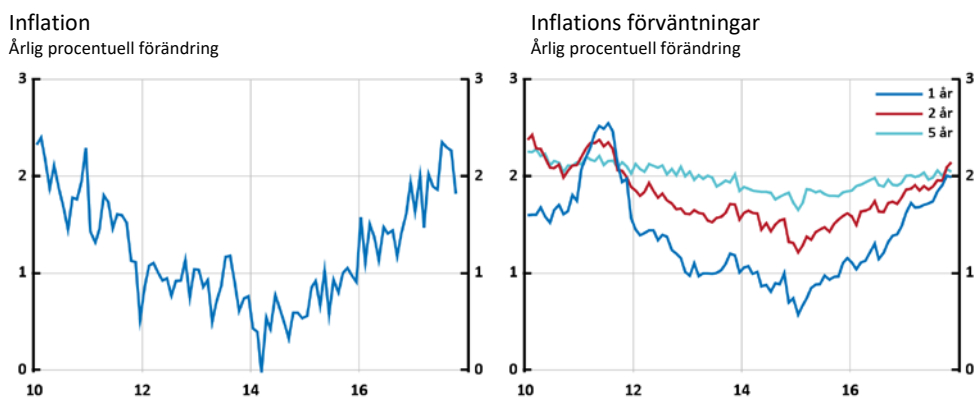
Källor: Institute for Supply Management (ISM), Swedbank, SCB och Sveriges Riksbank

### Diagram 3. Bekymmersamt läge vid årsskiftet 2014-2015



Anm. Mätt i KPIF (vänster) respektive KPI (höger).  
Källor: SCB och TNS Sifo Prospera

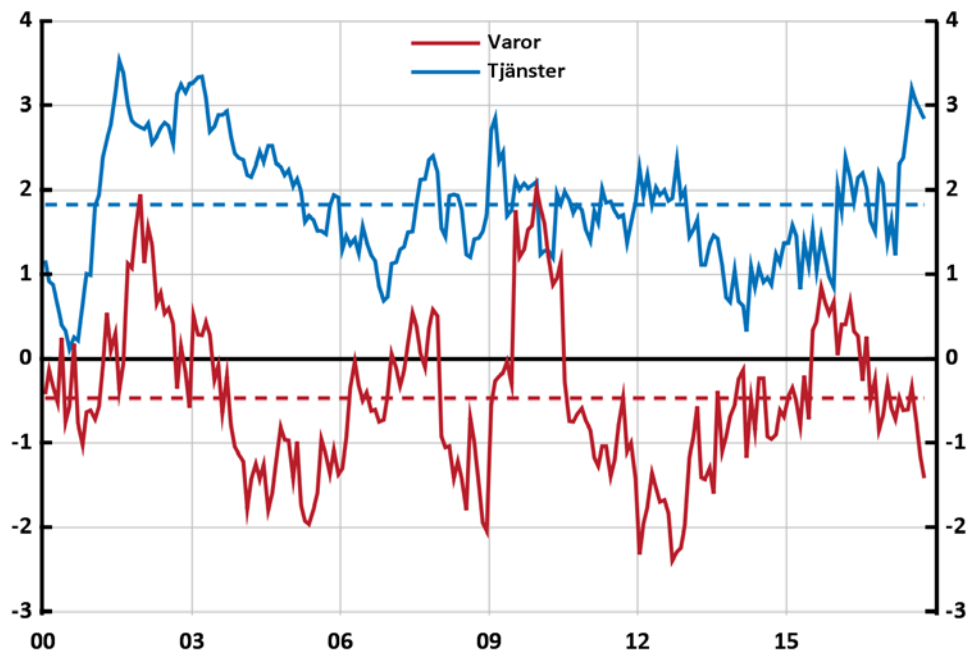
### Diagram 4. 2015-2017 – inflationen stiger mot målet igen



Anm. Mätt i KPIF (vänster) respektive KPI (höger).  
Källor: SCB och TNS Sifo Prospera

### Diagram 5. Tjänsteprisernas utveckling tyder på att Phillipskurvan fungerar

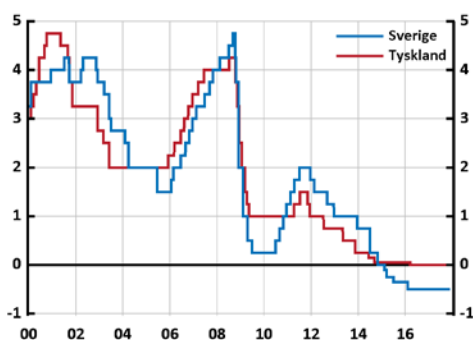
Årlig procentuell förändring



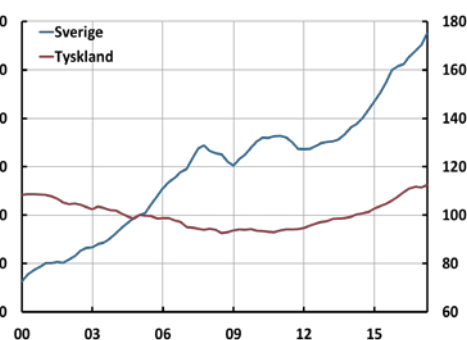
Anm. Streckade linjer avser medelvärden sedan 2000.  
Källa: SCB

### Diagram 6. En penningpolitik som i Sverige måste inte resultera i skenande bostadspriser

Styrränta i Sverige och Tyskland



Bostadspriser i Sverige och Tyskland



Anm. Procent respektive husprisindex (HPI), 2005 kv1 = 100.  
Källor: ECB, Macrobond och Federal Reserve Bank of Dallas