



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

# ANFÖRANDE

DATUM: 2015-10-13  
TALARE: Vice riksbankschef Martin Flodén  
PLATS: Fores, Stockholm

## ■ Sverige behöver sitt inflationsmål\*

”Riksbanken borde ompröva sin politik. Digitaliseringen och globaliseringen har gjort det mer eller mindre omöjligt att nå inflationsmålet på 2 procent. Riksbankens stelbenta fixering vid målet förvärrar istället bara problemen med stigande skulder och bostadspriser. Riksbanken borde sänka inflationsmålet eller åtminstone acceptera att inflationen fortsätter att ligga under målet under lång tid framöver. Då skulle reporäntan kunna höjas och ökningen av skulder och bostadspriser bromsas.”

Det är huvuddragen i den kritik mot penningpolitiken som allt fler debattörer har gett uttryck för de senaste månaderna. Det är utan tvekan bra att det förs en offentlig debatt om penningpolitiken. Alla parter tvingas på så sätt vässa sina argument och tänka till lite extra, och i slutändan ökar därmed allas våra kunskaper och insikter. Jag tänkte här dra mitt strå till stacken till denna diskussion. Kanske inte särskilt oväntat menar jag att den debatt som nu förs ofta blir alltför förenklad och att det finns en del oklarheter i de argument som förts fram.

Som en utgångspunkt tror jag att det är värdefullt att ta ett steg tillbaka och påminna om varför Riksbanken och många andra centralbanker överhuvudtaget har formulerat inflationsmål.<sup>1</sup>

### Fördelarna med ett inflationsmål

Pengar på det sätt vi känner dem i modern tid har inget naturligt, inneboende värde. Historiskt har mynt präglats av värdefulla metaller och centralbanker har lovat att lösa in sedlar mot en viss mängd sådana metaller. Men sedan tidigt 1970-tal har alla spår av sådana kopplingar till värdefulla metaller försvunnit. Att sedlar och mynt ändå har ett stabilt värde bygger på förväntningar och förtroende – förväntningar om att pengarna kommer att ha ett värde även i framtiden och ett förtroende för att centralbanken kommer att bedriva en penningpolitik som är förenlig med ett stabilt penningvärde.

Det finns flera sätt att etablera förväntningar om ett stabilt penningvärde. Ofta har man försökt formulera någon sorts nominellt ankare för ekonomin. Ankaret

\* Jag vill tacka Mikael Apel för bidrag till texten.

<sup>1</sup> Detta resonerar jag även kring i Flodén (2015).

■ kan till exempel vara en fast växelkurs, ett mål för penningmängdens utveckling eller ett inflationsmål.

Ett inflationsmål fungerar när det är trovärdigt som ett riktmärke som vägleder förväntningarna i ekonomin. När ekonomins aktörer har en gemensam bild av hur priserna kommer att utvecklas i framtiden blir det lättare att planera långsiktigt. Inflationsmålet lägger då grunden för en välfungerande pris- och lönebildning. I Sverige har inflationsmålet bidragit till en stabilitet i lönebildningen sedan slutet av 1990-talet, vilket kan jämföras med 1970- och 1980-talen, då inflationen var hög och volatil och lönebildningen skapade stora obalanser.

Det penningpolitiska ankaret bidrar alltså till att koordinera förväntningarna i ekonomin. Och detta gäller särskilt om målet är väl preciserat, tydligt kommunicerat och allmänt begripligt. Därför har de flesta centralbanker med inflationsmål formulerat målet i termer av ett brett och välkänt prisindex och som en specifik inflationsnivå. Ofta anges dessutom ett toleransintervall för att visa att centralbanken varken kan eller vill pricka inflationsmålet perfekt hela tiden. Men även när man har ett toleransintervall är målsättningen att inflationen ska hamna på målnivån, det vill säga i mitten av toleransintervallet.

Om målet lyckas koordinera inflationsförväntningarna kan det dessutom bli självförstärkande. Om förväntningarna ligger i linje med inflationsmålet, och om pris- och lönebildningen anpassas till dessa förväntningar, kommer även den faktiska prisutvecklingen att bli förenlig med inflationsmålet. När förtroendet för inflationsmålet är starkt blir det alltså lättare att uppfylla målet. Men baksidan av detta resonemang är att centralbanken måste kämpa allt hårdare för att lyckas om förväntningarna börjar avvika från inflationsmålet.

En svaghet i dagens kritik är att den tar alltför lätt på de fördelar jag just gått igenom, det vill säga att den underskattar vinsten med att upprätthålla förtroendet för det inflationsmål som man en gång har formulerat. Omvänt menar jag också att kritiken *överskattar* möjligheten att komma till rätta med skuld- och bostadsproblematiken med hjälp av reporäntan. Jag kommer strax att förklara närmare vad jag menar.

## Kritiken: Sänk målet eller acceptera låg inflation längre

Det blir lättare att diskutera kritiken om man delar upp den utifrån de slutsatser den landar i. Olika debattörer har visserligen fört fram ungefär samma argument för att Riksbanken borde ompröva sin politik, men de har dragit lite olika slutsatser om vad konsekvenserna bör vara för inflationsmålet. Vissa har hävdat att inflationsmålet är förlegat eller att det borde sänkas.<sup>2</sup> Andra har inte velat gå så långt utan menat att Riksbanken visserligen borde ha kvar målet på 2 procent men acceptera att inflationen fortsätter att ligga under målet under lång tid framöver.<sup>3 4</sup>

<sup>2</sup> Se till exempel Mitelman (2013), Fölster (2015), Hökmark (2015), Andersson (2015), Schück (2015), Expressen (2015), Sydsvenskan (2015), Cervenka (2015) och Krister Andersson i Dagens Industri (2015).

<sup>3</sup> Se till exempel Winsth och Isaksson (2015), Engzell-Larsson (2015), Lars Jonung och Robert Bergqvist i Dagens Nyheter (2015), Mitelman (2015a) och Jakobsson (2015).

<sup>4</sup> Vissa menar till och med att inflationsmålet strider mot riksbankslagen och det uppdrag riksdagen har delegerat till Riksbanken (Mitelman, 2015b). Det stämmer förstås inte. Enligt riksbankslagen ska Riksbanken "upprätthålla ett fast penningvärde", men av förarbetena till lagen framgår dels att Riksbanken bör formulera ett mer precist inflationsmål, dels att "fast penningvärde" inte ska tolkas som att målet är att inflationstakten ska vara noll (Prop. 1997/98:40, s. 52-53). Riksdagen har dessutom upprepade gånger ställt sig bakom inflationsmålet som det nu är formulerat och betonat att det är viktigt att Riks-

Min bild är att kritiken gradvis glidit över mot den senare uppfattningen, men jag tänkte ändå säga något om argumentet att inflationsmålet borde sänkas eftersom den diskussionen är principiellt viktig. Det som jag uppfattar som det vanligaste argumentet för att sänka målet är att trender som globaliseringen och digitaliseringen antas ha en så stark dämpande effekt på inflationen att det är omöjligt eller åtminstone mycket svårt att uppnå målet på 2 procent.

## Ger digitalisering och globalisering permanent lägre inflation?

Det finns flera, och som jag tycker övertygande, skäl till att det är en dålig idé att sänka inflationsmålet. Ett är att det är långtifrån uppenbart varför digitaliseringen och globaliseringen skulle ge upphov till *permanent* lägre inflation. De argument som förs fram är ofta ganska allmänt hållna och handlar om att hög konkurrens och pressade marginaler på olika sätt ändrat den ekonomiska spelplanen för företagen. Men eftersom marginalerna inte kan sjunka hur mycket som helst kan en sådan prispress endast medföra en *temporär* effekt på inflationsutvecklingen. Och oavsett hur en sådan prispress ser ut bestäms inflationsutvecklingen på lång sikt av penningpolitiken och dess effekter på inflationsförväntningarna.<sup>5</sup>

Det är värt att notera att det främst är i Sverige som den här diskussionen har förts. I till exempel USA och Storbritannien har inflationen varit betydligt högre än i Sverige de senaste åren. Även där har inflationen visserligen sjunkit trendmässigt men det är först den senaste tiden som inflationen har fallit mer markant, i samband med de kraftiga fallen i energipriserna och efter att ländernas växelkurser har stärkts. Och i båda länderna räknar såväl centralbankerna som andra bedömare med att inflationen snart kommer att stiga till två procent trots att digitalisering och globalisering rimligen påverkar även dem (se diagram 1).<sup>6</sup> Därför är det svårt att förstå varför effekterna skulle vara så mycket större och mer permanenta i Sverige att inflationsmålet borde sänkas här men inte i andra länder, alternativt varför omvärlden inte insett problemen.<sup>7</sup>

Det är möjligt att digitalisering och globalisering spelat en viss roll för hur inflationen utvecklats under senare år, men Riksbankens bedömning är att den låga inflationen i Sverige sedan 2010 främst förklaras av en starkt växelkurs, en svag omvärldskonjunktur, fallande energipriser och att företagen haft en allmänt låg benägenhet att höja sina priser. Att man inte höjt sina priser kan till exempel bero på att osäkerheten ökat efter alla kriser och att inflationsförväntningarna sjunkit i och med att inflationen har förblivit låg så länge.

---

banken bedriver en penningpolitik som ser till att inflationen stiger mot målet (senast i Finansutskottets betänkande 2014/15:FiU24).

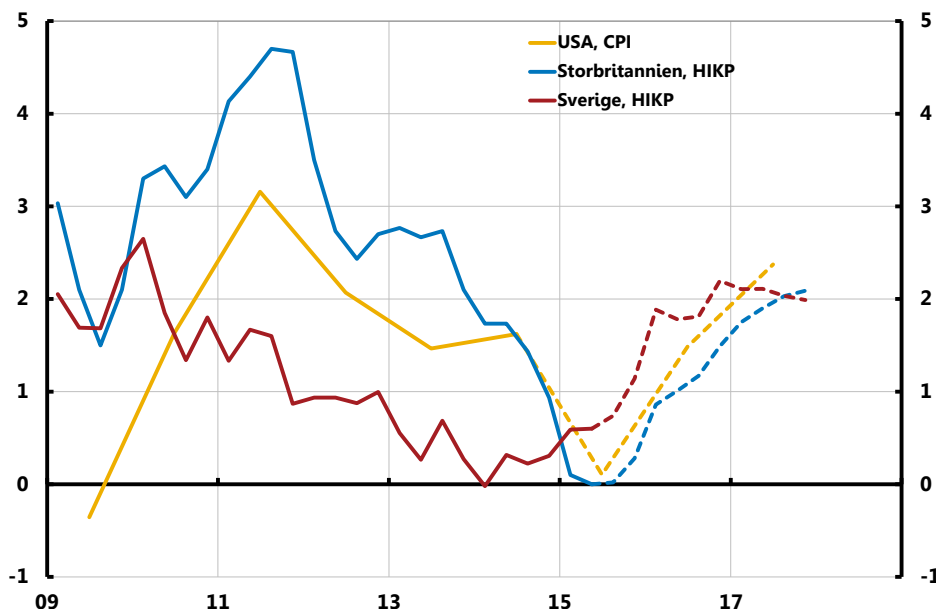
<sup>5</sup> Ett annat sätt att uttrycka detta är att inflationen i grunden är ett monetärt fenomen.

<sup>6</sup> Även i USA pågår en livlig debatt om lågräntepolitiken, men den tar en annan form än den svenska. De som kritiserar Fed för att bedriva en alltför expansiv penningpolitik är vanligen övertygade om att inflationen snabbt kommer att återvända till målet även om centralbanken stramar åt penningpolitiken (se till exempel George, 2015, och Lacker, 2015).

<sup>7</sup> Enligt Hammond (2012) fanns det för några år sedan 27 länder med renodlade inflationsmålsregimer. Inget av dessa länder har ett mål som är lägre än 2 procent, men Israel har ett målintervall som sträcker sig ner till 1 procent. Om man även inkluderar euroområdet, Japan, Schweiz och USA bland inflationsmålsregimerna tillkommer att ECB:s mål är att inflationen ska vara nära men lägre än 2 procent, och att målet i Schweiz är att inflationen ska ligga mellan 0 och 2 procent.

## Diagram 1. Inflationen har varit högre i Storbritannien och USA, och nedgången väntas vara tillfällig

Årlig procentuell förändring



Anm. HIKP är EU-harmoniserat index för konsumentpriser. Kvartalsdata för Sverige och Storbritannien, årsdata för USA.

Källor: Bank of England, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, IMF, SCB och Riksbanken

### Riskabelt med ett alltför lågt mål

En annan invändning mot att sänka målet är att detta skulle riskera att minska förtroendet för inflationsmålspolitiken som sådan. Som jag konstaterat är det viktigt för penningpolitiken att hålla fast vid ett mål när man väl formulerat det. Om man ändrar ett mål därför att det är svårt att nå är risken överhängande att aktörerna i ekonomin kommer att räkna med att samma sak kommer att hända i liknande lägen i framtiden – både när inflationen är högre och när den är lägre än det rådande målet. Förtroendet för inflationsmålet försvagas därmed och det kommer inte att kunna fylla sin uppgift som riktmärke för förväntningarna i ekonomin lika bra.

Men det finns ytterligare ett skäl till att inflationsmålet inte bör sänkas, det skäl som jag menar kanske är det allra viktigaste. Det är att det bör finnas tillräckligt utrymme att sänka styrräntan om inflationen blir låg eller om konjunkturen sviktar – så att "fallhöjden" i räntan och inflationen är tillräcklig. När inflationsmålet är, säg, 1 eller 0 procent, så kommer inflationen att variera kring den nivån. Även den nominella räntan kommer förstås i genomsnitt att bli lägre med ett lägre mål. Och ju lägre räntan är i ett normalläge desto mindre utrymme finns det att sänka den innan den når sin nedre gräns och inte längre kan användas för att stimulera ekonomin.

Med ett inflationsmål på 2 procent och en realränta som i genomsnitt förväntas ligga kring 2 procent blir styrräntan i ett normalläge ungefär 4 procent.<sup>8</sup> Före finanskrisen ansågs detta vanligen vara ett tillräckligt avstånd för att räntans nedre gräns inte alltför ofta skulle utgöra en bindande restriktion. Men under finanskrisen sänkte flera centralbanker på kort tid sin styrränta från över fyra procent till nära noll, som de då bedömde som styrräntans nedre gräns. Och i dag, sju år senare, ligger styrräntorna kvar på lika låga nivåer i många länder. Baserat på dessa erfarenheter menar många bedömare att det skulle vara önskvärt med inflationsmål *högre* än 2 procent.<sup>9</sup> Frågan diskuteras kanske framför allt inom forskarvärlden, men har också tagits upp av bland andra IMF och vissa centralbanker. I till exempel den översyn av det penningpolitiska ramverket som Bank of Canada gör vart femte år är en höjning av målet en av de frågor som ska utredas.<sup>10</sup> Till skillnad från debatten i Sverige handlar den internationella diskussionen således om att centralbankernas inflationsmål borde höjas snarare än om att de borde sänkas.

Viss inflation är önskvärd också av en annan orsak, nämligen att lönebildningen kan försämrans när den genomsnittliga inflationen är alltför låg. Skälet är att det i praktiken visat sig svårt att sänka nominella löner. Om inflationen är låg och de nominella lönerna inte kan sänkas blir det svårt att anpassa reallönerna mellan individerna i ett företag och mellan olika branscher. I förlängningen kan detta medföra både högre arbetslöshet och en sämre produktivitet utveckling i ekonomin. Med en viss underliggande inflation i ekonomin mildras dessa problem.

## Viktigt att bevara förtroendet för inflationsmålet

Låt mig så gå över till att diskutera det mer nyanserade argumentet att inflationsmålet visserligen inte bör sänkas men att Riksbanken – och alla andra aktörer i ekonomin – ska acceptera att inflationen fortsätter att ligga under målet under lång tid framåt. Detta antas, på samma sätt som en sänkning av målet, skapa utrymme att höja reporäntan för att motverka fortsatta ökningar i hushållens skulder och bostadspriserna. Ett förslag som har framförts för att underlätta det hela är att återinföra det toleransintervall kring inflationsmålet som fanns fram till mitten av 2010.

Jag skulle dock först kort vilja beskriva varför Riksbanken bedriver den politik den idag bedriver. Den låga reporäntan beror i grunden på att inflationen blivit överraskande låg och inte stigit på det sätt som Riksbanken och andra bedömare räknat med. Under exempelvis första halvan av 2013 väntade sig genomsnittet av svenska prognosmakare att inflationen, med ränteeffekter borträknade, skulle bli knappt 1,5 procent 2014. Utfallet blev nästan en procentenhet lägre.

Perioden med inflation under målet har efter hand blivit allt längre. Även det mer stabila underliggande inflationsmåttet, där både ränteeffekter och volatila energipriser räknas bort, har legat under 2 procent sedan i januari 2010 (se diagram 2). Den väntas enligt Riksbankens prognos nå dit igen hösten 2016, förut-

<sup>8</sup> Riksbanken bedömer att reporäntan på lång sikt i genomsnitt kommer att ligga i intervallet 3,5 till 4,5 procent. Men internationella realräntor är nu mycket låga och flera faktorer talar för att de kommer att förbli ovanligt låga, åtminstone på medellång sikt (se Armelius med flera, 2014).

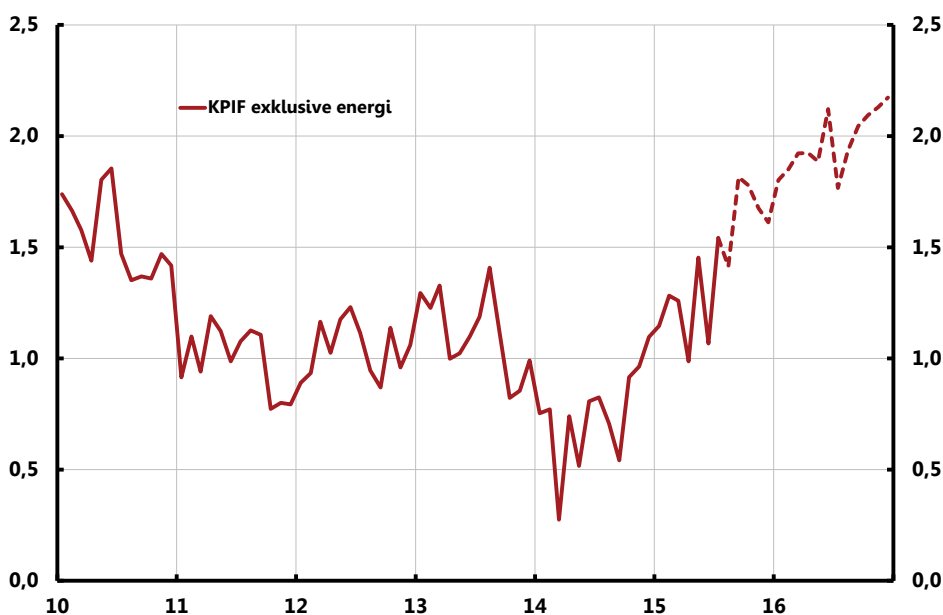
<sup>9</sup> Se till exempel Williams (2009), Blanchard med flera (2010), Calmfors (2013), Ball (2014), Krugman (2014) och Rosengren (2015).

<sup>10</sup> Se Côté (2014) och Kryvtsov och Mendes (2015).

- satt att penningpolitiken är mycket expansiv. Det rör sig alltså om nästan sju år under målet, och åtminstone fem år tydligt under målet.

## Diagram 2. Inflationen har varit låg länge

Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.  
Källor: SCB och Riksbanken

När inflationen hade skjutit under målet en tid började inflationsförväntningarna efter hand att falla. Inte ens på fem års sikt räknade aktörerna i ekonomin med att inflationen skulle nå upp till målet. Det började med andra ord byggas upp en risk att inflationsmålets roll som riktmärke för pris- och lönebildningen skulle börja försvagas – att det nominella ankare som varit en viktig del i den gynnsamma svenska utvecklingen sedan 1990-talskrisen skulle börja lossna. Eftersom grunden i en inflationsmålpolitik är att de långsiktiga inflationsförväntningarna är förankrade vid målet har den här utvecklingen efter hand gjort det alltmer angeläget att få inflationen att stiga. Riksbanken har alltså behövt fokusera mer och mer på sin huvuduppgift, att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet, medan utrymmet för att ta andra hänsyn har blivit alltmer begränsat.

Det är dessa överväganden som ligger till grund för den politik Riksbanken idag bedriver. Det handlar alltså inte om en stelbent fixering vid att hela tiden pricka precis 2 procent. Tvärtom visar Riksbanken normalt betydande flexibilitet och tålamod när det gäller hur snabbt målet ska uppnås. Men det finns en gräns för tålamodet.

## Svårt att bevara förtroendet enbart genom kommunikation

Jag menar att kritikerna tar alltför lätt på vikten av att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Oftast tas detta argument inte upp överhuvudtaget, utan allt handlar om att Riksbanken måste stoppa ökningen i hushållens skulder och bostadspriserna genom att höja räntan. I den mån förtroendet för inflationsmål-

■ let alls berörs verkar tanken vara att detta är något som ska kunna upprätthållas genom att Riksbanken *kommunicerar* att den visserligen avser att fortsätta att låta inflationen underskrida målet ytterligare en tid, men att den kommer att sikta på att få inflationen att återgå till målet någon gång framöver.

Det skulle förmodligen bli svårt att behålla förtroendet för inflationsmålet med en sådan strategi. Inflationen har redan underskridit målet under flera års tid och skulle i så fall fortsätta att underskrida det åtminstone ytterligare några år. Att inflationen varit låg under lång tid är förmodligen en viktig förklaring till att de långsiktiga inflationsförväntningarna sjunkit. Omvänt har den tendens till inbromsning av fallet i inflationsförväntningarna som vi trots allt sett det senaste året sammanfallit med att penningpolitiken blivit mycket tydligt expansiv och att den underliggande inflationen börjat stiga. Mot den bakgrunden skulle det sannolikt vara svårt för Riksbanken att upprätthålla förtroendet för målet enbart genom att kommunicera att inflationsmålet fortfarande gäller, utan att på något sätt styrka detta i faktisk handling.

### **Högre reporänta skulle försvaga den ekonomiska utvecklingen**

Tanken med att Riksbanken skulle ha större tålamod och acceptera att inflationen fortsätter att ligga under målet under ännu längre tid verkar vara att styrräntan därmed skulle kunna höjas för att bromsa ökningen i skulder och bostadspriser. Men den svenska reporäntan sätts inte i ett vakuum. Även i omvärlden är räntorna idag låga. Högre räntor i Sverige relativt omvärlden skulle stärka kronan och ge en svagare realekonomisk utveckling. Detta skulle dämpa inflationen. Om inflationen inte bara fortsätter att ligga under målet utan dessutom minskar ytterligare riskerar förtroendet för inflationsmålet att försvagas ännu mer. I förlängningen kan en penningpolitik som inte är tillräckligt expansiv bidra till att inflationsförväntningarna permanentas på en mycket låg nivå, vilket gör målet ännu svårare att uppnå. Det vill säga, istället för den positiva självförstärkande effekt via förväntningarna som jag pratade om tidigare får vi en *negativ* självförstärkande effekt, som gör att vi sedan måste kämpa betydligt hårdare få att nå inflationsmålet. Och det skulle medföra att det tar ännu längre tid innan reporäntan kan stiga till en mer normal nivå.

Det finns i det här sammanhanget också anledning att fråga hur mycket högre kritikerna tycker att reporäntan borde vara. Borde den ligga på 0, 1 eller kanske 2 procent? Det intryck man får är att reporäntan antas vara det huvudsakliga verktyget för att avhjälpa problemen med ökningen i skulder och bostadspriser. Men för att detta skulle vara möjligt skulle det förmodligen krävas en reporänta som ligger avsevärt högre än idag. Och ju mer den svenska räntan överstiger den i omvärlden, desto mer kommer inflationen och tillväxten att dämpas via dels den vanliga räntekanalerna, dels en starkare krona, på det sätt jag nyss beskrev. Desto större är därmed också risken att inflationen fortsätter att ligga under målet och inflationsförväntningarna fastnar på en alltför låg nivå. I den kritik som förts fram saknas nästan genomgående en diskussion av den här typen av centrala överväganden och avvägningar.

I den internationella diskussionen ses centralbankernas styrräntor idag som ganska trubbiga verktyg när det gäller att bromsa en uppgång i hushållens skulder och bostadspriserna. Skälet är att räntan inte kan riktas mot själva problemområdet utan påverkar så mycket mer i ekonomin, såsom företagens inve-

steringar och, via effekter på växelkursen, deras exportmöjligheter.<sup>11</sup> Det är därför knappast någon överraskning att ingen centralbank hittills har använt räntevapnet i detta syfte i någon större utsträckning. Det råder idag ganska stor enighet om att makrotillsyn och väl utformade finansiella regelverk ska vara den första försvarslinjen mot uppbyggnaden av finansiella obalanser.<sup>12</sup>

## Toleransintervallet var inget målintervall

Som jag nämnde har ett förslag varit att toleransintervallet för inflationsmålet skulle återinföras eftersom detta antas underlätta för Riksbanken att höja reporäntan. Här kan det vara bra att erinra sig varför det tidigare fanns ett intervall kring inflationsmålet. Det huvudsakliga syftet var att förklara att Riksbanken inte har möjlighet att kontrollera inflationen exakt på kort sikt, men att den samtidigt har en ambition att begränsa avvikelserna från målet.

Skälet till att intervallet avskaffades 2010 var att Riksbanken vid den tiden bedömde att det hade spelat ut sin roll. I det underlags-PM som publicerades i samband med beslutet konstaterades: "Det finns en stor förståelse för att inflationen vanligtvis avviker från målet och att avvikelserna inte sällan överstiger 1 procentenhet. Inflationen kan därmed hamna utanför toleransintervallet utan att trovärdigheten för inflationsmålet för den skull ifrågasätts. Sådana avvikelser har snarast visat sig vara en naturlig del av penningpolitiken."<sup>13</sup>

Uppfattningen var alltså att till och med det förhållandevis breda intervallet 1 till 3 procent gav sken av en alltför stor precision. Men eftersom ekonomins aktörer inte fann det anmärkningsvärt att inflationen tidvis låg utanför intervallet ansåg Riksbanken att det inte var ett problem.

Toleransintervallet var således ett pedagogiskt redskap avsett att illustrera osäkerheten kring inflationsutvecklingen. Det var aldrig menat som ett målintervall, det vill säga att målet egentligen var 2 procentenheter brett, och att en inflation på marginellt över 1 eller strax under 3 är likvärdig med en inflation på 2 procent.<sup>14</sup> Detta verkar dock vara den tolkning som många nu har i åtanke. Tanken verkar sedan vara att ett bredare målintervall skulle göra att Riksbanken inte känner sig lika tvingad att få upp inflationen till 2 procent. Därmed skulle penningpolitiken inte behöva vara lika expansiv och skuldutvecklingen kunna bromsas.

Som jag nyss beskrivit beror den politik som Riksbanken idag bedriver på att perioden med en inflation under målet efter hand har blivit allt längre och de långsiktiga inflationsförväntningarna fallit. Vad Riksbanken vill undvika är att förväntningarna permanentas på en alltför låg nivå. En relevant fråga är därför om ett toleransintervall skulle påverka *förväntningarna* i ekonomin på ett önskvärt sätt. Om Riksbanken imorgon återinförde intervallet, skulle då de långsiktiga inflationsförväntningarna plötsligt öka och ställa in sig på 2 procent? Det är svårt att se varför så skulle bli fallet. Om reporäntan skulle höjas som ett re-

<sup>11</sup> Räntans breda genomslag lyfts dock ibland fram som en fördel. Till skillnad från makrotillsynsåtgärder som ibland kan kringgås "kryper räntan in i alla sprickor" (Stein, 2013).

<sup>12</sup> Se IMF (2015).

<sup>13</sup> Riksbanken (2010).

<sup>14</sup> Till exempel konstaterade Heikensten och Vredin (1998, s. 585-586) att "[E]tt toleransintervall [skulle] kunna avspegla att centralbanken inte tycker att det är så viktigt att sträva mot ett inflationsmål i intervallets mitt. I stället vill man kanske, så länge som inflationen håller sig inom detta intervall, inrikta sig på att nå andra mål, t.ex. vad gäller produktion eller sysselsättning. Detta betecknas ibland [...] som 'opportunistisk' penningpolitik. Vi uppfattar emellertid inte att detta har varit motivet för de länder som valt att omgärda sina inflationsmål med toleransintervall. "



■ sultat av att intervallet återinförs, som tanken alltså verkar vara, skulle resultatet i stället mycket väl kunna bli att inflationen och inflationsförväntningarna faller ytterligare.

Efter fem år utan intervall kan det ha tillkommit nya argument för att ha ett toleransintervall som en del i den normala penningpolitiska kommunikationen, eller tidigare argument kan åter ha blivit aktuella. Det kan i så fall vara värt att diskutera en comeback för toleransintervallet av det skälet. Men att återinföra intervallet skulle alltså knappast bidra till högre inflationsförväntningar, och därför inte heller till att ränteläget stiger.

## **Penningpolitiken kan inte lösa problemet med stigande skulder och bostadspriser**

Vad kan man då säga om utvecklingen av hushållens skulder och bostadspriserna? En fråga som är central i kritiken är ju att den låga räntan bidrar till att skulderna och bostadspriserna fortsätter att stiga.

För den som följt den penningpolitiska debatten har det varit uppenbart att Riksbanken delar den oro som många känner kring denna utveckling. Detta framgår klart av rapporter, protokoll, tal och ett flertal debattartiklar. Under flera år har Riksbanken därför efterlyst åtgärder inom andra politikområden. Det handlar om att dämpa trycket i uppgången med hjälp av makrotillsynsåtgärder eller finanspolitiska åtgärder, men också om grundläggande reformer på bostadsmarknaden som varaktigt skapar en bättre balans mellan utbud och efterfrågan.

Men om nu Riksbanken är så orolig, borde den då inte ompröva sin politik och höja räntan? Jag hoppas att det under min diskussion här har framgått att jag tycker att det finns goda och övertygande skäl att bedriva den politik Riksbanken bedriver, men jag vill ändå kort upprepa dem.

Inflationsmålet har utgjort ett nominellt ankare i den svenska ekonomin och varit en viktig förklaring till den gynnsamma utvecklingen de senaste två decennierna. Sedan en tid tillbaka, efter att inflationen under lång tid skjutit under målet, har det funnits tecken på att förtroendet för inflationsmålet börjat svikta. Riksbankens främsta uppgift är att upprätthålla förtroendet för målet – en uppgift som den inte delar med någon annan instans. Reporäntan är ett trubbigt verktyg för att bromsa en ökning i hushållens skulder och bostadspriserna eftersom den påverkar så mycket annat i ekonomin. Förmodligen skulle det dessutom krävas en betydligt högre ränta än idag för att få tydlig effekt. Inflationen och tillväxten skulle därmed dämpas, i värsta fall relativt mycket. Och varken en lägre inflation eller svagare tillväxt skulle bidra till en varaktig uppgång i ränteläget. Tvärtom är det genom att se till att inflationen och inflationsförväntningarna ökar som Riksbanken kan bidra till att ränteläget stiger till mer normala nivåer.

## **Penningpolitiken får effekt men möter stark motvind**

Låt mig avslutningsvis säga några ord om de effekter penningpolitiken har fått, och hur jag ser på inflationsutvecklingen framöver. Många noterar att inflationen fortfarande är låg trots den mycket expansiva penningpolitiken, och ibland verkar man ta det till intäkt för att penningpolitiken nu är verkningslös. Men

■ det tycker jag är en alltför enkel tolkning. I själva verket ser vi flera tecken på att penningpolitiken får avsedd effekt.

En viktig observation är att sänkningarna av reporäntan till negativa nivåer har fått ett brett genomslag på andra marknadsräntor inklusive utlåningsräntorna till hushåll och företag. Hushållen och företagen har därmed fått större konsumtions- och investeringsutrymme.

En annan observation är att minusräntan inte verkar ha gett upphov till några tydliga störningar på marknaderna.<sup>15</sup> Negativ ränta är främst ett fenomen på vissa finansiella marknader där aktörerna är specialister som ser att det mesta fungerar på samma sätt som när räntan är positiv. Hushållen kan läsa om negativa räntor i tidningen men har, liksom tidigare, nollränta på lönekontot och positiv ränta på bolånen. Det har därför inte funnits anledning för dem att reagera på något nytt sätt efter den senaste tidens räntesänkningar. Till exempel har efterfrågan på kontanter inte ökat.

Ytterligare en indikation på att penningpolitiken får avsedd effekt är att inflationen i Sverige nu verkar vara på väg uppåt. Den underliggande inflationen, där ränteeffekter och volatila energipriser räknas bort, har visat en tydlig stigande trend under det senaste året, från 0,5 till 1,4 procent. Detta trots att inflationsuppgången i Sverige fortfarande bromsas av osäkerhet och svag konjunktur i omvärlden. Riksbanken räknar med att trenden kommer att fortsätta och underliggande inflationsmått vara nära målet om ungefär ett år.

Ett viktigt antagande i vår prognos är att konjunkturläget stärks i euroområdet under det kommande året. Men prognoser är alltid förknippade med osäkerhet. Den senaste tiden har till exempel oron ökat för hur en inbromsning och om-balansering av den kinesiska ekonomin ska påverka världsekonomin. Om utvecklingen i omvärlden blir svagare än i vår prognos kommer en ännu mer expansiv penningpolitik att behövas för att se till att inflationen stiger. Reporäntan kan då sänkas och obligationsköpen utökas. Men det finns givetvis ett golv för reporäntan och ett tak för obligationsköpen – vår ambition är ju att få upp inflationen under ordnade former. Om inflationsutsikterna försämras mer påtagligt kan vi därför hamna i ett läge där penningpolitiken inte på ett meningsfullt sätt kan göra mer för att höja inflationen. I ett sådant läge skulle vi tvingas acceptera att det tar lite längre tid att få upp inflationen.

Jag vill poängtera att jag ser en stor skillnad mellan en sådan utveckling och det ökade tålamod med låg inflation som kritikerna efterlyser och som jag har diskuterat i anförandet idag. Min uppfattning är att Riksbanken ska använda sina penningpolitiska verktyg fullt ut för att uppfylla inflationsmålet så gott det går. Det betyder inte att vi bedriver en stelbent penningpolitik som strävar efter att hålla inflationen på precis 2 procent hela tiden. Men när inflationen har legat klart under målet i många år måste fokus vara på att höja inflationen och se till att inflationsförväntningarna förankras kring 2 procent.

Till sist vill jag påminna om att vårt huvudscenario är att den penningpolitik vi nu bedriver är tillräcklig för att inflationen ska fortsätta att stiga och relativt snart ligga nära 2 procent. Att försöka åstadkomma detta är viktigt för att inflationsmålet ska fortsätta att fungera som det riktmärke för förväntningarna i ekonomin som det har gjort under tjugo års tid.

<sup>15</sup> Ett undantag är den så kallade FRN-marknaden, en marknad för obligationer med rörlig ränta (se Riksbanken, 2015, s. 16-17). Problemen på den marknaden bedöms dock inte påverka den makroekonomiska utvecklingen eller finansmarknadernas funktionssätt mer allmänt.

■ Därmed inte sagt att ramverket för inflationsmålspolitiken kommer att se ut exakt som det gör idag för all framtid. Vi lär oss av tidigare erfarenheter, och världsekonomin förändras ständigt. Därför är det välkommet med en idédiskussion om penningpolitikens utformning och inriktning. Vi på Riksbanken tar förstås till oss de argument och den analys som förs fram, och vi försöker bidra med egen analys i den här diskussionen.<sup>16</sup> Av anförandet idag framgår det förhoppningsvis att jag inte har övertygats av de argument som på senare tid har förts fram för att Riksbanken borde överge eller sänka inflationsmålet, eller visa ännu större tålamod med låg inflation.

---

<sup>16</sup> Även riksdagen bidrar i denna process, både genom egna och externa utvärderingar av penningpolitiken. Just nu pågår en extern utvärdering under ledning av Marvin Goodfriend och Mervyn King (Riksdagen, 2014). Deras slutsatser kommer att presenteras i början av nästa år.

## Referenser

- Andersson, Rune (2015), Det är därför minusräntan är så farligt. Debattartikel, *Dagens Industri*, 12 augusti.
- Armeliuss, Hanna, Paolo Bonomolo, Magnus Lindskog, Julia Rådahl, Ingvar Strid och Karl Walentin (2014), Läggre neutral ränta i Sverige? Ekonomisk kommentar 8, Riksbanken, Stockholm.
- Ball, Laurence M. (2014), The Case for a Long-Run Inflation Target of Four Percent. IMF Working Paper WP/14/92.
- Blanchard, Olivier, Dell’Ariccia, Giovanni och Mauro, Paolo (2010), Rethinking Macro Policy. IMF Staff Position Note SPN/10/03, International Monetary Fund.
- Calmfors, Lars (2013), Våga ompröva Riksbankens mål. Kolumn, *Dagens Nyheter*, 3 april 2013.
- Cervenka, Andreas (2015), Stefan Ingves gör självmål. Krönika, *Svenska Dagbladet*, 3 september.
- Côté, Agathe (2014), Inflation Targeting in the Post-Crisis Era. Remarks at Calgary CFA Society, Calgary, Alberta, 18 November.
- Dagens Industri (2015), Inflationsmålets fader sågar Riksbankens agerande. 1 oktober.
- Dagens Nyheter (2015), Minusräntan bäddar för ny svensk finanskris. 10 september.
- Engzell-Larsson, Lotta (2015), Gör din plikt Ingves, Ledare, *Dagens Industri*, 19 augusti.
- Expressen (2015), Blås av den galna inflationsjakten. Ledare, 4 september.
- Flodén, Martin (2015), Därför är inflationsmålet två procent. *Ekonomisk Debatt* nr 6.
- Fölster, Stefan (2015), Riksbankens lek med elden. Kolumn, *Östgöta Correspondenten*, 19 mars.
- George, Esther (2015), Weighing the Costs of Waiting. Anförande 9 juli. Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Hammond, Gill (2012), State of the Art of Inflation Targeting – 2012. Centre for Central Banking Studies, Handbook – No. 29, Bank of England.
- Heikensten, Lars och Vredin, Anders (1998), Inflationsmålet och den svenska penningpolitiken – erfarenheter och problem. *Ekonomisk Debatt* nr 8.
- Hökmark, Gunnar (2015), Därför har vi hög arbetslöshet. Debattartikel, *Svenska Dagbladet* 31 juli.
- IMF (2015), Monetary Policy and Financial Stability. IMF Staff Report.
- Jakobsson, Ulf (2015), Normer i en onormal tid. Kolumn, *Affärsvärlden*, 16 september.

■ Krugman, Paul (2014), Inflation Targets Reconsidered. Uppsats presenterad vid ECB Sintra conference, maj 2014.

Kryvtsov, Oleksiy och Mendes, Rhys R. (2015), The Optimal Level of the Inflation Target: A Selective Review of the Literature and Outstanding Issues. Discussion Paper 2015-8, Bank of Canada.

Lacker, Jeffrey M. (2015), The Case Against Further Delay. Anförande, 4 september. Federal Reserve Bank of Richmond.

Mitelman, Henrik (2013), Dags sänka inflationsmålet. Kommentar, *Dagens Industri*, 4 december.

Mitelman, Henrik (2015a), Riksbanken gör farligt experiment. Kommentar, *Dagens Industri*, 15 september.

Mitelman, Henrik (2015b), Regeringen måste tygla Ingves. Kommentar, *Dagens Industri*, 8 oktober.

Riksbanken (2010), Riksbanken tar bort toleransintervall vid preciseringen av målet för penningpolitiken. PM beslutsunderlag 2010-05-31, [http://www.riksbank.se/Upload/Dokument\\_riksbank/Kat\\_publicerat/Pressmeddelanden/2010/nr27\\_beslutsunderlag.pdf](http://www.riksbank.se/Upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Pressmeddelanden/2010/nr27_beslutsunderlag.pdf)

Riksbanken (2015), Finansiell Infrastruktur 2015.

Riksdagen (2014), Finansutskottet utser toppnamn för att utvärdera Riksbankens penningpolitik. Pressmeddelande, 17 juni.

Rosengren, Eric S. (2015), Changing Economic Relationships: Implications for Monetary Policy and Simple Monetary Policy Rules. Anförande 16 april. Federal Reserve Bank of Boston.

Schück, Johan (2015), 2 procents inflation är ett orealistiskt mål. Krönika, *Dagens Nyheter*, 8 maj.

Stein, Jeremy C. (2013), Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement and Policy Responses. Anförande 7 februari. Federal Reserve Bank of St. Louis.

Sydsvenskan (2015), Sikta lägre Ingves. Ledare, 4 september.

Williams, John C. (2009), Heeding Daedalus: Optimal Inflation and the Zero Lower Bound. *Brookings Papers on Economic Activity*, nr 2, s. 1–37.

Winsth, Annika och Isaksson, Torbjörn (2015), Låg inflation gynnar Sverige. Debattartikel, *Dagens Industri*, 2 februari.