



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: 2015-12-03
TALARE: Vice riksbankschef Per Jansson
PLATS: Handelsbanken, Stockholm

■ Dags att förbättra inflationsmålet?*

Sedan den globala finansiella krisen har världsekonomin varit inne i en ovanligt osäker och turbulent period. Återhämtningen efter krisen har gått överraskande långsamt på många håll, eurosamarbetet har periodvis varit utsatt för stora påfrestningar och det finns i dagsläget en hel del frågetecken kring den fortsatta utvecklingen i Kina och ett antal andra tillväxtekonomier, för att nämna några exempel.

När det stormar omkring en är det en stor fördel om man färdas i en pålitlig och driftsäker farkost. För en ekonomi kan detta ofta översättas med att det finns väl utformade ekonomisk-politiska ramverk och tydliga och trovärdiga spelregler som ger stadga och stabilitet. Jag menar att den svenska ekonomin sedan ganska lång tid tillbaka varit en sådan pålitlig farkost och att det är något vi har haft stor nytta av, både i ett längre perspektiv och under och efter den finansiella krisen.

Man kan se att den svenska ekonomin idag betraktas som tämligen stabil om man studerar differensen i långa räntor gentemot Tyskland. Sedan knappt tjugo år tillbaka är denna differens liten och har ibland till och med varit negativ (se diagram 1). Skillnaden mot hur läget var tidigare är ganska slående.

Grundläggande reformer efter 1990-talskrisen gav stabilitet

Det här är något vi i mångt och mycket har krisen under början av 1990-talet att tacka för. Den så kallade Lindbeckkommissionen som tillsattes i december 1992 konstaterade att den svenska 1990-talskrisen inte bara var ett resultat av en oturlig kombination av vikande internationell konjunktur, alltför vidlyftig utlåning och enstaka politikmisstag, utan hade betydligt djupare rötter än så.¹ Det var, menade man, i hög grad en "politikens och institutionernas kris" som handlade om svagheter i det politiska systemets sätt att fungera. Vad man avsåg med detta var att det fanns ett underliggande systemfel i svensk ekonomi – en inbyggd tendens mot en systematiskt alltför expansiv ekonomisk politik, som hade gjort att vi sedan ett par decennier hade haft kroniska problem med alltför hög inflation, återkommande kostnadskriser och en växande statskund.

* Jag vill tacka Mikael Apel för hjälp med detta anförande.

¹ Ekonomikommissionen (1993).

■ Lindbeckkommissionen förordade därför i stället en politik som följer vissa i förväg bestämda principer, en så kallad "regelstyrd" politik.²

Flera viktiga institutionella och strukturella förändringar genomfördes i samband med krisen och åren därefter för att skapa mer stadga och långsiktighet i den ekonomiska politiken. En av de mer genomgripande var att penningpolitiken i fortsättningen mer direkt skulle inriktas på att hålla inflationen låg och stabil, i stället för att som tidigare göra detta indirekt genom att upprätthålla en fast växelkurs. Sverige blev därmed ett av de första länderna att börja tillämpa inflationsmålspolitik. Så småningom lagfästes också prisstabilitetsmålet, samtidigt som räntebesluten delegerades till en självständigt arbetande direktion. En annan mycket viktig förändring var att det skapades ett finanspolitiskt ramverk med en förändrad budgetprocess. Ramverket och den nya processen gick ut på att få kontroll över utgiftsutvecklingen samtidigt som det offentliga sparandet i genomsnitt skulle uppvisa ett överskott. Syftet var sammantaget att säkerställa att finanspolitiken fick en mer långsiktigt önskvärd inriktning.

Flexibel inflationsmålspolitik bäst – men utesluter inte förbättringar

Men även om dessa och andra förändringar gjort den svenska ekonomin mer "stöt- och driftsäker" så har givetvis också vi påverkats av det som hänt de senaste åren. Den globala finanskrisen och den överraskande låga inflationen har gjort att en del tidigare etablerade sanningar börjat ifrågasättas och lett till en debatt om huruvida de ekonomisk-politiska ramverk som utformades före finanskrisen bör modifieras eller kanske till och med helt bytas ut.

Min syn är här helt klar: Det är viktigt att vi tänker efter både en och två gånger innan vi gör några mer genomgripande förändringar i de svenska ekonomisk-politiska ramverken. Vi vet än så länge rätt lite om hur världen kommer att se ut framöver, och vi bör akta oss för att alltför lättvindigt överge något som i grunden har fungerat bra. Det är lätt att glömma tidigare problem när tiden går och ta för givet att vissa saker helt enkelt bara fungerar. Men det är en farlig inställning som lätt kan leda till bakslag. Att riva ett ramverk går snabbt men att bygga upp det tar lång tid och är oftast förknippat med betydande anpassningskostnader.

När det gäller det penningpolitiska ramverket är jag övertygad om att den typ av flexibel inflationsmålspolitik som Riksbanken och de flesta andra centralbanker idag bedriver är det som i grunden kommer att fungera bäst även inom en överblickbar framtid. Men detta innebär inte att jag är motståndare till alla former av förändring och menar att allt nödvändigtvis bör förbli exakt som det är idag. Det vi vill ska bestå måste vi också vara beredda att förändra, som det brukar heta. För att fortsätta på liknelsen jag använde inledningsvis: Det är viktigt att vi hela tiden underhåller farkosten och gör de anpassningar och förbättringar som krävs för att den ska fortsätta att fungera bra även under nya förhållanden.³

² En debatt om detta hade vid det laget pågått en tid. Bland annat hade SNS Konjunkturråd förespråkat en så kallad normbaserad stabiliseringspolitik sedan 1985, se Heikensten och Vredin (2012) för en översikt.

³ I Kanada har man formaliserat detta arbete på så sätt att det penningpolitiska ramverket ses över vart femte år. Detta mynnar ut i en så kallad Inflation-Control Agreement mellan Bank of Canada och regeringen.

Jag vill idag peka på några delar av det svenska penningpolitiska ramverket som det kan finnas skäl att börja diskutera utifrån de erfarenheter som vi samlat på oss under ungefär tjugo år med inflationsmålspolitik.⁴ Det är kanske framför allt erfarenheterna från åren efter finanskrisen som har gjort att behovet av en seriös diskussion har ökat. Om den diskussionen så småningom skulle landa i att det är lämpligt att göra vissa förändringar inom de områden jag tar upp så skulle detta dock inte ha några helt omvälvande konsekvenser för det penningpolitiska ramverket som sådant. Det skulle snarare handla om anpassningar och förbättringar som väl ryms inom ramen för den flexibla inflationsmålpolitiken.

Innan jag fortsätter vill jag påminna om en viktig sak: I våra tal ger vi alltid vår egen syn. De funderingar jag kommer att ge uttryck för här är alltså helt och hållet mina egna. De frågor jag tar upp är visserligen sådana som vi i direktionen diskuterar från och till, men det är en diskussion som pågår och vi har än så länge inte dragit några slutsatser. Det jag säger ska alltså inte tolkas som Riksbankens officiella syn i de här frågorna.

Jag tänkte ta upp två aspekter av det penningpolitiska ramverket – målvariabeln och ett eventuellt intervall kring målet.

Viktigt att följa den internationella debatten

En aspekt som debatterats en hel del både i Sverige och internationellt som jag däremot *inte* har för avsikt att ta upp här är nivån på inflationsmålet. Den frågan har nyligen diskuterats ganska ingående av några av mina kollegor och jag har inte mycket ytterligare att tillföra.⁵ Jag vill bara kort säga att i den mån man ska diskutera en ändring av nivån på målet har jag, liksom mina kollegor, större förståelse för argumentet i den internationella debatten att centralbankerna bör *höja* sina inflationsmål, än för argumentet i den svenska debatten att inflationsmålet bör *sänkas*. Det främsta skälet är det som brukar anföras som huvudmotiveringen för en höjning, det vill säga att om målet är för lågt, eller om inflationsförväntningarna av något annat skäl permanentas på en alltför låg nivå, så kommer styrräntan att slå i sin nedre gräns oftare och under längre perioder.⁶ Detta innebär att penningpolitiken i framtiden får svårare att motverka lågkonjunkturer. Men det är idag för tidigt att dra slutsatsen att 2 procent är en för låg nivå på inflationsmålet och diskussionen behöver fortsätta.⁷

Jag har heller inte för avsikt att säga något om den både i Sverige och internationellt debatterade frågan om huruvida penningpolitiken bör användas för att aktivt försöka motverka uppbyggnaden av finansiella obalanser. Inte heller tänker jag ge mig in i den debatt som framför allt förs internationellt om huruvida

⁴ Även den utvärdering av penningpolitiken som Marvin Goodfriend och Mervyn King gör på Finansutskottets uppdrag (Riksdagen, 2014), och som har i uppdrag att behandla olika delar av det penningpolitiska ramverket, kommer med säkerhet att stimulera diskussionen. Denna utvärdering kommer att presenteras i januari.

⁵ Se till exempel Skingsley (2015) och Flodén (2015).

⁶ Med ett mycket lågt inflationsmål, säg, 1 eller 0 procent, kommer inflationen att variera kring den nivån. Även den nominella räntan kommer i genomsnitt att bli lägre med ett lägre mål. 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. Ett ytterligare problem med permanent mycket låg inflation är att eftersom det i praktiken visat sig svårt att sänka nominella löner kan det vara svårt att anpassa reallönerna mellan individerna i ett företag och mellan olika branscher.

⁷ Simuleringar av Dorich, Labelle, Lepetyuk och Mendes (2015) med en modell för den kanadensiska ekonomin indikerar exempelvis att ett mål på 2 procent ger ett nästan lika bra resultat som att höja målet till 3 eller 4 procent, givet att styrräntan kan kompletteras med kvantitativa lättnader och aktiv och trovärdigt understödande kommunikation.

inflationens målpolitik verkligen är det bästa penningpolitiska ramverket eller om exempelvis ett mål för nominell BNP vore att föredra. Som redan framgått anser jag att den flexibla inflationens målpolitiken bör vara grundfundamentet även fortsättningsvis.

Överlag är det dock viktigt att vi följer den just nu ganska intensiva internationella diskussionen om hur penningpolitik bäst bör utformas. Vi vill undvika att landa i förhastade och alltför hemsnickrade lösningar som vi efter en tid ångrar och får svårt att ändra. De områden jag kommer att fokusera på – målvariabeln och ett eventuellt intervall – har dock främst bäring på den svenska debatten och är saker som vi borde kunna ändra, om vi så skulle vilja, utan risk för stora negativa konsekvenser.

Målvariabeln

Låt mig alltså börja med att diskutera målvariabeln. Ända sedan inflationens mål infördes i januari 1993 har målet varit formulerat i termer av konsumentprisindex, KPI. Att KPI valdes som målvariabel berodde framför allt på att detta var, och alltså är, det mest kända måttet på prisutvecklingen i Sverige. KPI har också fördelarna att det omfattar en stor del av hushållens konsumtion, att det publiceras regelbundet och att det har statistiska egenskaper som är väl kända.

Men att använda KPI som målvariabel har ibland inneburit en del pedagogiska svårigheter, inte minst under senare tid. Anledningen till det är att hushållens bostadsräntor ingår i KPI. När Riksbanken exempelvis sänker räntan för att få upp inflationen kommer bostadsräntorna att falla. Den kortsiktiga effekten på KPI går således åt "fel håll", det vill säga räntesänkningen gör att inflationen sjunker ytterligare (se diagram 2).

Stort direkt genomslag av ränteändringar gör svensk KPI unik

Det här direkta genomslaget som ränteändringarna får på inflationen är på många sätt unikt för Sverige. Anledningen till effekten är att vi tar in hushållens boendekostnader i KPI på ett lite annat sätt än de flesta andra länder med inflationens mål. Mer specifikt försöker vi med hjälp av en kostnadsräkyl mäta hushållens kostnader för att bo i ett egenägt hus, där räntekostnaderna är en viktig komponent.⁸ På papperet beräknas KPI visserligen enligt ungefär samma principer i exempelvis Kanada, men i praktiken får ränteändringar där ett väsentligt mindre genomslag på KPI än hos oss.⁹ Även i Australien och Nya Zeeland fick ränteförändringar tidigare ett stort direkt genomslag i KPI, men i båda länderna ändrades beräkningssättet för KPI i slutet av 1990-talet på ett sätt som eliminerade sådana effekter.¹⁰ Man tillämpar idag en metod som huvudsakligen bygger på att man följer prisutvecklingen på nya hus, en så kallad nettoanskaffningsansats. I andra länder, som exempelvis USA och Norge, approximeras boendekostnaderna för egenägda hus med kostnaden för att hyra ett jämförbart hus – och denna påverkas betydligt mindre av ränteförändringar. I euroområdet och Storbritannien är målet formulerat i indexet HIKP (harmoniserat index

⁸ Se Johansson (2015) för en beskrivning av hur ränteförändringar får genomslag på svensk KPI och en genomgång av metoder för att mäta boendekostnaderna för egna hus i olika länder.

⁹ Se Palmqvist (2013).

¹⁰ Se Reserve Bank of Australia (1998) och Reserve Bank of New Zealand (1999).

■ för konsumentpriser) som inte innehåller några boendekostnader för egenägda hus, utan bara driftskostnader.¹¹

Eftersom KPI-inflationen har den här egenskapen har Riksbanken, i princip ända sedan inflationsmålet infördes, beräknat flera olika mått på inflationen och också regelmässigt låtit andra inflationsindex än KPI vägleda räntebesluten. Det prisindex som spelat den största rollen under senare år är det som kallas KPIF, KPI med fast ränta. Till skillnad från KPI påverkas inte KPIF direkt av förändringar i bostadsräntorna. KPIF-inflationen, ibland med även energipriser borträknade, har fungerat som styrvariabel på så sätt att Riksbanken normalt siktat på att den ska vara nära 2 procent inom prognoshorisonten.

Stora ränteändringar ger kraftiga och långvariga effekter på KPI

Men trots detta har målet hela tiden varit formulerat i termer av KPI. Tanken här har varit att eftersom räntor går upp ibland och ned ibland så kommer skillnaderna mellan inflationen enligt KPI och KPIF att jämna ut sig över tiden. Sett som genomsnitt över en längre period borde de båda inflationsmåttens alltså ligga på samma nivå, och om Riksbanken siktar på att stabilisera KPIF-inflationen kring 2 procent så kommer också KPI-inflationen att i genomsnitt hamna på målet. Avvikelsena mellan de båda måtten har heller inte antagits bli särskilt stora och varaktiga, och om de under perioder ändå skulle komma att skilja sig åt, och KPI-inflationen ligga långt från målet, skulle detta vara ett problem som skulle kunna lösas med tydlig kommunikation från Riksbankens sida. Så har i varje fall varit tanken.

Men även om "den långa sikten" i det här fallet inte är så lång så att vi alla är döda, för att travestera Keynes, så är den i alla fall tillräckligt lång för att skillnaden mellan KPI och KPIF inte ska vara oproblematisk. Ränteutvecklingen har de senaste åren varit sådan att avvikelserna mellan KPI och KPIF varit stora, både uppåt och nedåt (se diagram 3). Den period med sänkningar som påbörjades i december 2011, och som faktiskt vid det här laget är den längsta sammanhängande räntesänkingsperioden sedan inflationsmålet infördes, har exempelvis bidragit till att KPI-inflationen understigit KPIF-inflationen relativt mycket och legat nära noll i tre års tid.

På motsvarande sätt kommer KPI-inflationen att pressas upp och överstiga målet när reporäntan framöver närmar sig historiskt mer normala nivåer. En extremt låg ökningstakt i KPI-inflationen tenderar således att förr eller senare åtföljas av en osedvanligt hög ökningstakt, och dessa perioder kan bli ganska utdragna. Det skulle exempelvis kunna se ut som i diagram 4. Man skulle kunna uttrycka det som att stora utdragna ränterörelser skickar kraftiga och långvariga svallvågor in i KPI-inflationen – kraftigare och mer långvariga än vi tidigare trodde skulle bli fallet.

¹¹ I Storbritannien övergick man 2003 till att benämna HIKP (på engelska HICP) KPI (CPI). EU:s statistikmyndighet Eurostat undersöker för närvarande möjligheten att inkludera en boendepost enligt nettoanskaaffningsmetoden i HIKP, men det är oklart om och när detta kommer att ske. Det är värt att påpeka – mot bakgrund av de förslag som ibland framförs om att inflationsmättet borde ta mer hänsyn till stigande bostadspriser – att förändringar i bostadspriserna i samtliga metoder slår igenom på indexet endast i mycket begränsad omfattning eller inte alls. Hur penningpolitiken bör påverkas av förändringar i bostadspriser (eller andra tillgångspriser) är därför en fråga som i huvudsak måste hanteras utanför själva inflationsmättet.

■ ***Risk för missvisande bild och osäkerhet om inflationsmålet***

Det här är något som har orsakat en del svårigheter, och sannolikt kommer att fortsätta att göra det framöver, inte minst när det gäller den penningpolitiska kommunikationen. Ett problem är att fokuseringen på KPI-inflationen – som i och för sig inte är helt onaturlig – har gjort att det, under senare år, med jämna mellanrum dykt upp braskande rubriker i medierna om att Sverige befinner sig i deflation. När KPI-inflationen är negativ är detta givetvis korrekt i rent teknisk mening, men ofta avstår man från att förklara att det i hög grad är ett resultat av att Riksbanken har sänkt räntan, och att KPIF-inflationen är avsevärt högre. I synnerhet utländska bedömare har därför ofta dragit slutsatsen att läget i den svenska ekonomin är mycket kritiskt och att även tillståndet i realekonomin är deflationistiskt med en mycket svag utveckling av produktionen och sysselsättningen. Det kan inte heller uteslutas att en sådan medierapportering i sig åtminstone på marginalen kan påverka stämningläget i ekonomin. Det är förstås olyckligt om en sådan missvisande bild får spridning enbart därför att svensk KPI beräknas på det sätt det gör.

Ett kanske allvarigare problem är att även om KPIF-inflationen skulle ligga hyggligt nära 2 procent så skulle den formella målvariabeln, KPI-inflationen, kunna ligga relativt långt från målet under ganska långa perioder. Även om avvikelser uppåt och nedåt skulle jämna ut sig på *riktigt* lång sikt, kan de perioder då KPI-inflationen avviker från målet vara långa – tillräckligt långa för att det ska finnas en risk för att förtroendet för inflationsmålet ska börja sättas på prov. Annorlunda uttryckt kan aktörerna i ekonomin börja ifrågasätta om Riksbanken verkligen genom att stabilisera KPIF-inflationen kring 2 procent också stabiliserar KPI-inflationen kring målet. Och de skulle ha ganska goda skäl att göra det, inte bara om man blickar bakåt utan även framåt. Om man i diagram 4 skulle anta att KPIF-inflationen efter 2018 fortsätter att ligga på ungefär 2 procent så skulle KPI-inflationen skjuta över målet under lång tid, givet rimliga antaganden om utvecklingen av reporäntan. Även om reporäntan inte skulle fortsätta att stiga mot nivåer som före krisen betraktades som normala, utan bromsa in på genomsnittet för perioden 1998-2015 på 2,3 procent, skulle KPI-inflationen skjuta över målet i sammanlagt ungefär fem år. Om reporäntan skulle fortsätta att stiga skulle det, allt annat lika, ta ännu längre tid för KPI-inflationen att återgå till 2 procent.¹² Det är förstås problematiskt om den formella målvariabeln under så långa perioder avviker från målet, även om detta är ett resultat av en medveten politik.

Dags att inleda diskussion om målvariabeln

Jag menar att det mot den här bakgrunden kan vara dags att återigen ta upp en diskussion om målvariabeln. En möjlighet, som jag personligen finner tilltalande och ganska naturlig, är att vi tar steget fullt ut och låter ett inflationsmått där ränteförändringar inte har så stort direkt genomslag inte bara utgöra styrvariabel utan även målvariabel. De index som i så fall ligger närmast till hands är KPIF och HIKP. För det senare indexet talar att det är ett internationellt jämförbart mått, men skillnaderna jämfört med KPIF är rent siffermässigt inte särskilt stora.

¹² Det exakta utseendet på räntebanan har givetvis betydelse för hur mycket och hur länge KPI-inflationen avviker från KPIF-inflationen. En räntehöjning som genomförs snabbare ger, allt annat lika, en större men mer kortvarig avvikelse än en lika stor men mer utdragen räntehöjning.

■ Det är värt att poängtera att detta inte skulle innebära någon särskilt stor förändring för penningpolitiken i praktiken. Redan idag siktar ju Riksbanken normalt på att KPIF-inflationen ska vara nära 2 procent inom prognoshorizonten.

Det är också värt att understryka att syftet med ett byte av målvariabel inte skulle vara att Riksbanken därigenom skulle få lättare att uppnå inflationsmålet. Det skulle förhoppningsvis vara en positiv bieffekt, men det huvudsakliga syftet skulle alltså vara att komma till rätta med problemen med KPI som målvariabel som efter hand blivit allt mer uppenbara.

Ett eventuellt byte av målvariabel måste givetvis föregås av en gedigen analys av hur och när bytet skulle kunna ske och vilka konsekvenser det kan tänkas få. Mitt syfte här är bara att lyfta frågan och initiera en diskussion.

Det är förstås inte heller så att en ny målvariabel skulle lösa alla problem och vara det enda som Riksbanken skulle behöva titta på. Även i fortsättningen skulle vi behöva analysera många olika mått på inflationen för att få en så fullständig bild som möjligt. Eftersom oljepriset, och energipriser i stort, ofta varierar kraftigt finns det exempelvis i många lägen skäl att studera inflationsmått där dessa priser exkluderats. Men jag menar att det största problemet ändå skulle försvinna om räntekostnaderna exkluderades från målvariabeln en gång för alla.

Innan jag fortsätter skulle jag vilja göra en anmärkning om målvariabeln och lönebildningen. Den hänger samman med mitt konstaterande nyss att räntekostnadernas betydelse för KPI medför att en extremt låg ökningstakt i KPI-inflationen tenderar att förr eller senare åtföljas av en osedvanligt hög ökningstakt. Som vi sett kan dessa perioder dessutom bli ganska utdragna. Om lönebildningen lägger stort fokus på den KPI-inflation som råkar råda för tillfället ser jag en risk att detta kan skapa instabilitet i lönebildningssystemet. I förlängningen skulle det kunna uppstå ett läge liknande det på 1970- och 80-talen, då löneutvecklingen varierade kraftigt från år till år beroende på den lika kraftigt varierande inflationen. Det är därför bättre om lönebildningen utgår från ett mindre volatilt inflationsmått än KPI-inflationen.¹³ Förhoppningsvis skulle en ny penningpolitisk målvariabel kunna få den rollen.

Intervall kring målet

Samtidigt som riksbanksfullmäktige i januari 1993 beslutade att införa ett inflationsmål på 2 procent, beslutade man också att det kring detta mål skulle finnas ett toleransintervall på 1 procentenhet uppåt och nedåt.¹⁴ 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 – att den har för avsikt att inte "tolerera" avvikelser som är större än 1 procentenhet. Storleken på intervallet bestämdes utifrån vad som intuitivt verkade rimligt. Det fanns inga erfarenheter att luta sig mot eftersom den penningpolitiska regimen var helt ny och inflationen hade varierat mycket kraftigt

¹³ Man kan argumentera för att lönebildningen bör utgå från att inflationen alltid är 2 procent eftersom perioder under och över målet bör ta ut varandra på sikt. Men om inflationen avviker mycket och länge från målet kan det bli svårt för lönesättarna att hålla fast vid detta. På så vis skulle lönebildningen underlättas om inflationsmålet är formulerat i termer av KPIF- eller HIKP-inflationen snarare än i termer av KPI-inflationen.

¹⁴ Fram till 1999, då direktionen inrättades, fattades de penningpolitiska besluten av riksbanksfullmäktige.

under den gamla regimen med fast växelkurs. Man räknade med att inflationen nu skulle variera mindre, men var osäker på hur mycket.

Intervall fanns länge kvar som en del av det penningpolitiska ramverket, men avskaffades slutligen 2010. Skälet var att Riksbanken vid den tiden bedömde att det hade spelat ut sin roll och inte fyllde någon praktisk funktion. 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."¹⁵

Så här efter några år kan det finnas skäl att utvärdera tiden utan intervall. Jag är personligen inte helt säker på att den blivit så friktionsfri som Riksbanken räknade med, trots att även jag tyckte att beslutet att ta bort intervall var naturligt när det fattades.

Debatt om intervall – men av en annan typ än det tidigare?

Frågan om huruvida inflationsmålet borde omgärdas av ett intervall har under senare tid åter aktualiserats i den svenska debatten. Det verkar dock finnas lite olika syn på vilken funktion ett intervall skulle fylla. Det tidigare toleransintervallet var alltså i första hand ett pedagogiskt redskap avsett att illustrera att man måste acceptera vissa, men inte alltför stora, avvikelser från inflationsmålet på 2 procent, det punktmål som Riksbanken hela tiden siktar på.

Det intervall som en del debattörer förespråkade under senare tid verkar dock vara av ett annat slag. Här handlar det snarare om vad som skulle kunna benämnas *målintervall*, det vill säga att själva *målet* är 2 procentenheter brett och inte en punkt.¹⁶ Ett målintervall implicerar att penningpolitiken inriktas på att inflationen på ett par års sikt ska ligga inom intervallet 1–3 procent, men det finns inget krav på att den ska nå just mittpunkten i intervallet. En inflation på strax över 1 procent eller marginellt under 3 procent är likvärdig med en inflation på 2 procent. Med ett *toleransintervall* skulle i stället en inflation på strax över 1 procent, eller under 3 procent, visserligen vara "tolererbar" om oförutsedda händelser skulle göra att utfallet hamnade där, men inget som det vore önskvärt att medvetet sikta på.

Den tanke som många debattörer verkar ha är att ett målintervall skulle göra att Riksbanken känner sig mindre tvingad att få upp inflationen till 2 procent. Därmed skulle penningpolitiken inte behöva vara lika expansiv och riskerna med en sådan politik kunna undvikas.

Svårt bedriva annan politik även med intervall

Här vill jag, utan att uttala mig om för- och nackdelar med ett målintervall rent generellt, inflika att denna tanke delvis verkar bygga på ett missförstånd om vad som legat bakom Riksbankens politik. Att Riksbanken är angelägen om att få inflationen att stiga handlar inte om en stelbent fixering vid att i alla lägen pricka inflationsmålet på 2 procent. Det handlar om att perioden med en inflation under målet efter hand har blivit allt längre och att de långsiktiga infla-

¹⁵ Riksbanken (2010).

¹⁶ Se till exempel Fromlet (2015) och Lars Jonung i Svenska Dagbladet (2015).

■ tionsförväntningarna fallit trendmässigt och alltså understiger målet. Av de skäl jag nämnde nyss när jag diskuterade nivån på inflationsmålet – det vill säga att räntan lättare slår i sin nedre gräns och får svårt att motverka lågkonjunkturer – är det viktigt att undvika att inflationen och inflationsförväntningarna faller alltför mycket och permanentas på en för låg nivå.

Detta gäller även om vi skulle ha haft ett målintervall på 1–3 procent. Inflation och inflationsförväntningar som kryper nedåt och permanentas vid nedre gränsen av ett sådant intervall kan vara lika problematiska som om inflationsmålet i sig hade sänkts. Det är därför svårt att se att Riksbanken skulle ha bedrivit en särskilt mycket annorlunda politik även om det funnits ett målintervall. Eller att den skulle ha skäl att lägga om den nuvarande politiken om ett målintervall introducerades imorgon.¹⁷

Detta är sannolikt också anledningen till att centralbankerna i länder som formellt har ett målintervall, som Kanada och Nya Zeeland, vanligen siktar på mitten av intervallet.¹⁸ När allt kommer omkring är det säkraste sättet att förhindra att inflationen och inflationsförväntningarna börjar glida utanför intervallet att försöka hålla dem i mitten av det. Skillnaden mellan ett målintervall och ett punktmål med toleransintervall är därmed i praktiken inte så stor.

Intervall bra för att illustrera osäkerheten

Jag menar att det ändå finns skäl att diskutera om det svenska penningpolitiska ramverket återigen bör kompletteras med någon form av intervall. Den främsta anledningen skulle, som jag ser det, vara att påminna om att penningpolitiken bedrivs under betydande osäkerhet och att Riksbanken inte kan finjustera ekonomin och inflationen. Att det skulle behövas kan tyckas vara paradoxalt, eftersom motiveringen till att intervallet tidigare togs bort var att det fanns en stor förståelse för att så är fallet. Men mitt intryck är att det ändå dröjer sig kvar en uppfattning om att penningpolitiken är ett verktyg med ganska hög precision, där man med väl kalibrerade ränteändringar kan hantera det mesta. I diskussionen om penningpolitiken tycks många utgå från att det finns ganska precisa samband mellan räntan, inflationen och arbetslösheten, ett synsätt som knappast får stöd av empiriska skattningar.

Det här är något som Riksbanken nog själv delvis har bidragit till, eftersom vissa analyser i våra rapporter kan ha gett ett sådant intryck. Vi presenterade exempelvis tidigare regelbundet olika räntescenarier i de penningpolitiska rapporterna som byggde på att effekter på ekonomin och inflationen av ränteändringar kunde beräknas tämligen mekaniskt och med till synes god precision. Att penningpolitikens effekter omgärdas av stor osäkerhet och inte låter sig beräknas med hög precision behöver man förmodligen påminna om mer eller mindre hela tiden, och då kan ett intervall vara en bra hjälp.

¹⁷ En möjlighet skulle i och för sig kunna vara att de långsiktiga inflationsförväntningarna skulle ha varit bättre förankrade om det hade funnits ett intervall. Exempelvis skulle debatten om målavvikelser då möjligen ha blivit mindre intensiv och det skulle i sin tur ha kunnat innebära att fallet i förväntningarna hade blivit mindre. Detta är dock långtifrån säkert. För ett målintervall utgör 2 procent inte något tydligt riktmärke och oavsett om intervallet är ett mål- eller toleransintervall har inflationen nu legat så långt nedanför den nedre gränsen under så lång tid att förväntningarna sannolikt i vilket fall som helst skulle ha påverkats påtagligt.

¹⁸ Bank of Canada strävar efter att inflationen ska vara "at the 2 per cent midpoint of a target range of 1 to 3 per cent over the medium term", medan Reserve Bank of New Zealand försöker få inflationen att i genomsnitt ligga nära "the 2 percent target midpoint".

■ Det mest näraliggande skulle kanske i så fall vara att återinföra ett toleransintervall kring inflationsmålet. Det är då förstås viktigt att det, till skillnad från det intervall som togs bort 2010, får en praktisk betydelse och fyller någon form av funktion. En möjlighet kan vara att Riksbanken åtar sig att i en särskild rapport förklara varför inflationen hamnat utanför intervallet, när så sker – ungefär på motsvarande sätt som Bank of England skriver ett öppet brev till den brittiske finansministern. Detta skulle å ena sidan måhända göra att avvikelser utanför intervallet uppfattas som lite dramatiska, men det skulle å andra sidan förmodligen också avdramatisera avvikelser inom intervallet. Det senare tror jag är en fördel mot bakgrund av det jag sa nyss om att penningpolitiken inte kan finjustera inflationen.

Det är förstås också viktigt att bredden på ett eventuellt intervall matchar variationerna i inflationen på ett bra sätt. Det kan ifrågasättas om så var fallet för det tidigare toleransintervallet. Det är värt att understryka att valet av målvariabel har betydelse för bredden på intervallet. En reflektion utifrån diagram 3 är att intervallet 1-3 procent hade passat betydligt bättre för en målvariabel där ränteändringar inte får ett direkt genomslag – det vill säga KPIF- eller HIKP-inflationen – än vad det passade för KPI-inflationen. Perioderna utanför intervallet är för dessa mått mer kortvariga och avvikelserna mindre. Ett antal rapporter skulle fortfarande ha behövt skrivas, men de skulle ha varit färre än med KPI och de skulle framför allt ha innehållit mer meningsfulla förklaringar till att inflationen ligger utanför toleransintervallet än att hushållens räntekostnader i KPI har påverkats av att Riksbanken ändrat reporäntan.

Men återigen – mitt syfte här är främst att bidra till en diskussion. Hur ett intervall skulle kunna vara utformat, och om vi över huvud taget bör ha ett sådant, är givetvis något som nogga behöver utredas. Men även detta menar jag är en förändring som vi skulle kunna göra utan att vända ut och in på det penningpolitiska ramverket som sådant.

Inflationsmålpolitiken behöver inte lagas men kan kanske förbättras

Låt mig kort sammanfatta vad jag har sagt här idag. Ett av mina viktigaste budskap är "if it's not broken, don't try to fix it!". I iveren att vilja åstadkomma förändring gör man ofta mer skada än nytta. Det jag i det här fallet menar inte är trasigt och därför inte behöver lagas är den flexibla inflationsmålpolitik som under de senaste decennierna kommit att utvecklas till något av en internationell standard. Därmed inte sagt att jag tycker att den är helt utan problem och inte kan förbättras. Jag har här pekat på ett par områden som jag menar att det för svenskt vidkommande finns anledning att fundera kring. Ett är målvariabeln där jag anser att vi bör överväga att byta till ett index där ränteändringar inte får ett så stort direkt genomslag som i KPI. Ett annat är ett intervall kring målet. Det främsta skälet till att fundera på att återinföra ett sådant är behovet av att ständigt påminna om att penningpolitiken bedrivs under betydande osäkerhet och att Riksbanken inte kan finjustera ekonomin och inflationen. Jag ser fram mot en fortsatt diskussion om dessa frågor.

■ Referenser

Dorich, José, Nicholas Labelle, Vadym Lepetyuk och Rhys Mendes (2015), Assessing the Benefits of a Higher Inflation Target. Under publicering i Staff Discussion Papers, Bank of Canada.

Ekonomikommisionen (1993), Nya villkor för ekonomi och politik. Ekonomikommisionens förslag, SOU 1993:16.

Flodén, Martin (2015), Sverige behöver sitt inflationsmål. Anförande vid Fores, 13 oktober.

Fromlet, Hubert (2015), Så kan Riksbanken fungera bättre. Svenska Dagbladet Debatt, 13 november, <http://www.svd.se/ekonom-sa-kan-riksbanken-fungera-bättre>.

Heikensten, Lars och Anders Vredin (2012), Akademikerna och penningpolitiken. I Per Molander (red.), Kunskapen och makten – om det offentliga beslutsfattandets kunskapsförsörjning. Atlantis, Stockholm.

Johansson, Jesper (2015), Hur mäts inflationen? Ekonomiska kommentarer Nr 5, 2015.

Palmqvist, Stefan (2013), Konsumentprisindex i Sverige och Kanada är inte så lika. Blogginlägg på Ekonomistas, <http://ekonomistas.se/2013/11/20/konsumentprisindex-i-sverige-och-kanada-ar-inte-sa-lika/>.

Reserve Bank of Australia (1998), The Implications of Recent Changes to the Consumer Price Index for Monetary Policy and the Inflation Target. Reserve Bank of Australia Bulletin, oktober.

Reserve Bank of New Zealand (1999), Minor Technical Change to Inflation Target. Pressmeddelande, 28 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.

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

Skingsley, Cecilia (2015), Inflationsmålspolitik efter finanskrisen. Anförande vid Omega, 22 maj.

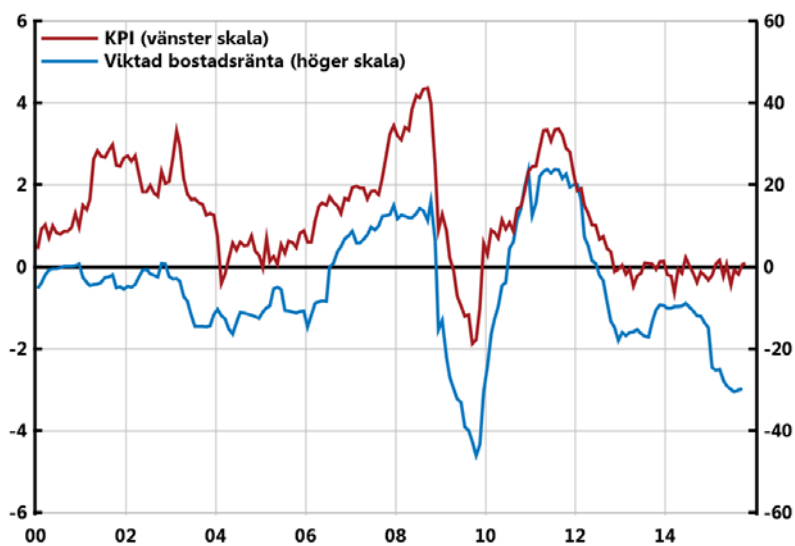
Svenska Dagbladet (2015), Professorn varnar för låga räntan. 18 november.

■ Diagram 1. Stabil svensk ekonomi



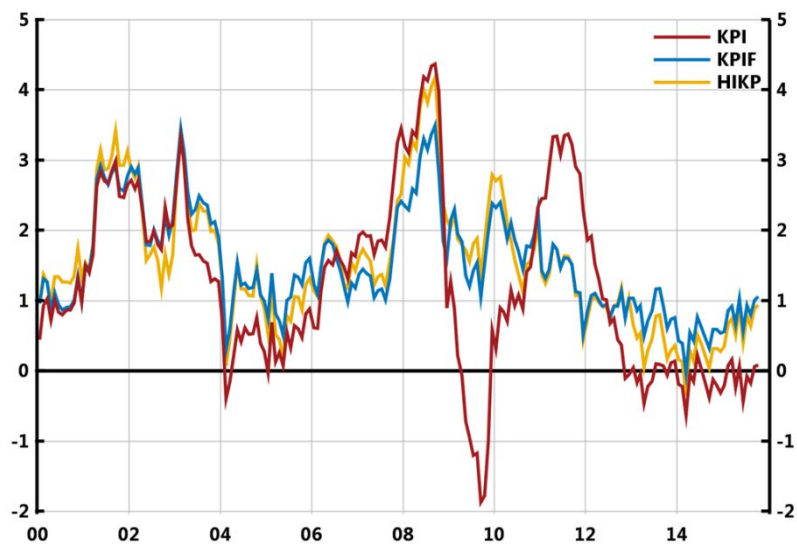
Anm. Ränteskillnaden avser 10-åriga statsobligationer, månadsdata.
Källor: Thomson Reuters och Riksbanken

Diagram 2. Stor direkt effekt av ränteförändringar på KPI-inflationen



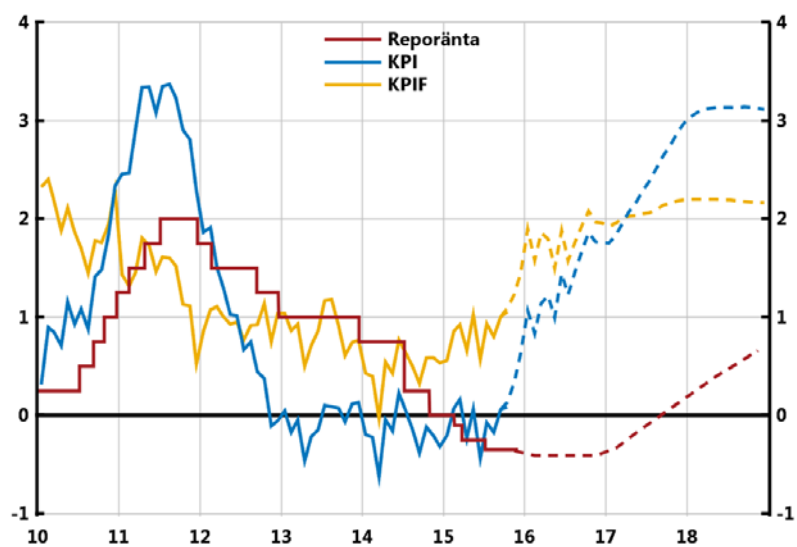
Anm. Viktad bostadsränta är skarvad i december 2014 på grund av förändrad mätmetod.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3. KPI-inflationen varierar mycket mer än KPIF- och HIKP-inflationen



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta. HIKP avser EU-harmoniserat index för konsumentpriser.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4. KPI-inflationen avviker mycket och länge från inflationsmålet



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