



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: 2015-05-22
TALARE: Vice riksbankschef Cecilia Skingsley
PLATS: Almega, Stockholm

■ Inflationens målspolitik efter finanskrisen*

På söndag är det som bekant pingstdagen, "hänryckningens dag" för att citera Esaias Tegnér. Och visst är det lätt att ryckas med av årstiden och se gröna skott och resultaten av, som Tegnér diktade, "vårsolens vänliga lågor", till och med i den ekonomiska statistiken. Under en längre tid har vi haft en utveckling där produktionen och arbetsmarknaden varit på uppgående, men där inflationen samtidigt varit alltför låg. Det har också påverkat förväntningarna om inflationen på längre sikt. För att få upp inflationen har Riksbanken sänkt reporäntan och prognosen för räntan till väldigt låga nivåer och vi har köpt statsobligationer för att göra penningpolitiken ännu mer expansiv.

Det verkar som om den här politiken har haft effekt. Men vi är inte på den säkra sidan än, vilket exempelvis det oväntat låga inflationsutfallet i april visar. Det tar tid tills inflationen är tillbaka på en nivå kring inflationsmålet och det finns fortfarande lediga resurser i ekonomin och utrymme att öka aktiviteten ytterligare. Riskerna för bakslag i konjunkturutvecklingen ska inte heller underskattas. Som vi påpekat från Riksbankens direktionens sida är vi hela tiden beredda att göra penningpolitiken ännu mer expansiv om vi bedömer att uppgången i inflationen skulle hotas.

Men även om fokus i debatten i Sverige nu med nödvändighet ligger på den dagsaktuella penningpolitiken får vi inte tappa bort det längre perspektivet. Internationellt förs en livlig debatt om, och i så fall hur, inflationsmålspolitik bör förändras med anledning av finanskrisen och perioden därefter med en utdragen lågkonjunktur, mycket låg inflation och väldigt expansiv penningpolitik. Vad medför de senaste åtta åren för ekonomins funktionssätt och för penningpolitiken? Kommer vi att återgå till hur det såg ut före finanskrisen? Det är viktigt att vi i den svenska debatten också tar oss tid att fokusera på de här principiella frågorna så att diskussionerna om vårt eget penningpolitiska ramverk förblir välinformerade och produktiva. Det är inte minst viktigt inför den externa utvärdering av den svenska penningpolitiken som nu genomförs för finansutskottets räkning.

Det finns många intressanta frågeställningar som förtjänar att lyftas. Ett exempel som inte minst är aktuellt i den svenska debatten är frågan om penningpo-

* Jag vill tacka Björn Andersson och Mikael Apel som hjälpt till med talet.

litiken bör ha ett explicit mål för sysselsättningen utöver inflationsmålet. Det är en fråga som bland annat kommer att tas upp i den externa utvärderingen.

Jag tänkte idag ta upp ett par andra frågor som jag ser som relevanta för debatten både i Sverige och internationellt. Den första frågan är vilken roll penningpolitiken framöver bör spela när det gäller att främja den finansiella stabiliteten. Det är en fråga som fortfarande lyfts som en av de viktigaste i de internationella diskussionerna om tänkbara förändringar av inflationsmålspolitiken, även om den i många länder kommit att överskuggas av låga inflationsciffror den senaste tiden. En andra fråga är en som av naturliga skäl alltid blir aktuell när man diskuterar om inflationsmålspolitiken behöver modifieras, nämligen om nivån på centralbankernas nuvarande inflationsmål – oftast omkring 2 procent – bör ändras. Detta är också något som efter krisen har diskuterats ganska flitigt bland akademiker och i olika policyforum. Internationellt har diskussionerna fokuserat på frågan om nivån på målet bör höjas, medan diskussionerna i Sverige snarare fokuserat på att målet kan vara satt för högt. Jag tänkte ta upp argumenten för båda ståndpunkterna och även ge min egen syn på dem.

Bör penningpolitiken ta hänsyn till finansiella obalanser?

Men låt mig börja med frågan om penningpolitiken och den finansiella stabiliteten. En lärdom från finanskrisen är att prisstabilitet inte är tillräckligt för att det också ska råda finansiell stabilitet i ekonomin. Mer specifikt så visade upprinnelsen till finanskrisen att det även i en relativt lugn ekonomisk miljö kan byggas upp finansiella obalanser och risker som kan göra att störningar sprider sig genom hela det finansiella systemet och medför stora samhällsekonomiska kostnader.

Efter finanskrisen har det runt om i världen pågått ett intensivt arbete med att ta fram verktyg som kan användas för att motverka uppkomsten av sådana systemrisker. Och det har utformats ett till stora delar nytt politikområde, makrotillsynen, som ska ansvara för dessa verktyg. Att ett sådant politikområde behövs är i princip alla överens om, och det har börjat implementeras runt om i världen med lite olika institutionella upplägg. I Sverige har Finansinspektionen som bekant fått ansvaret för makrotillsynsinstrumenten.¹ Däremot delas ansvaret mellan Finansinspektionen, Riksbanken, regeringen och Riksgälden för den övergripande uppgiften att verka för att det finansiella systemet är stabilt och fungerar väl.

Så makrotillsynen är alltså tänkt att vara den första försvarslinjen för att motverka finansiella obalanser som kan påverka den makroekonomiska och finansiella stabiliteten. Om detta råder det en bred enighet. Det som nu diskuteras intensivt internationellt, och där debatten står och väger, är hur stark den försvarslinjen kan vara och om andra politikområden åtminstone ibland kan behöva bidra för att motverka den här typen av risker. En mer specifik fråga är om penningpolitiken också bör ta hänsyn till risker kopplade till finansiella obalanser.²

¹ Se Förordning om ändring i förordningen (2009:93) med instruktion för Finansinspektionen (SFS 2013:1111) samt Finansdepartementet (2013) där man också tydliggör att "[m]ed en lösning där Finansinspektionen får det huvudsakliga ansvaret för de finansiella stabilitetsinstrumenten är det ytterst regeringen som är ansvarig". Frågor vad gäller Finansinspektionens legala mandat att införa amorteringskrav har visserligen dykt upp under senare tid och det är viktigt att dessa klaras ut skyndsamt.

² Se exempelvis Blanchard (2015). En översikt av debatten finns bland annat i Smets (2013).

■ **Finansiell stabilitet har stor betydelse för penningpolitiken**

Det råder ingen tvekan om att finansiell stabilitet har stor betydelse för penningpolitiken. Penningpolitiken verkar till stora delar via de finansiella marknaderna och om dessa fungerar dåligt får penningpolitiken mindre effekt på ekonomin och på inflationen. Problem i bankerna kan också leda till problem med kreditgivningen generellt i ekonomin och därmed till lägre efterfrågan och ett lägre inflationstryck. Men effekterna på arbetslöshet, tillväxt och annat i ekonomin kan bli stora även om det inte går så långt som till en renodlad finansiell kris. Om det byggs upp obalanser kopplade till kreditgivning och tillgångspriser som inte är hållbara på sikt riskerar konjunkturedgångarna att bli djupare och mer långvariga.³

Givet kopplingarna mellan områdena finns det argument för att penningpolitiken bör ta hänsyn till risker kopplade till finansiella obalanser. Detta är i och för sig inget nytt. Sådana argument fördes fram redan före finanskrisen, även om debatten då handlade om "bubblor" på exempelvis aktie- eller fastighetsmarknaden. Vissa menade att penningpolitiken borde reagera på sådana kraftiga uppgångar i tillgångspriserna, utöver den inverkan uppgångarna har på utsikterna för inflationen och aktiviteten i ekonomin. Men den uppfattning som dominerade var att det inte är något som penningpolitiken borde ägna sig åt. Argumenten var bland annat att det är för svårt att identifiera bubblor och att det i praktiken kan göra saker ännu värre att försöka motverka dem.⁴ Att den tidigare konsensus synen nu åter är uppe till diskussion beror givetvis på erfarenheterna från finanskrisen som visar att de samhällsekonomiska kostnaderna för finansiella obalanser kan bli väldigt stora och att det inte är så lätt för penningpolitiken att "städa upp" efteråt då ekonomin drabbats.

Inflationsmålet fortfarande fundamentet

Det finns olika sätt att motivera varför penningpolitiken bör ta hänsyn till finansiell stabilitet. Olika argument leder fram till lite olika slutsatser om exakt hur inflationsmålpolitiken bör anpassas. Ska exempelvis finansiell stabilitet inkluderas som ett nytt mål för penningpolitiken, tillsammans med prisstabilitet och makroekonomisk stabilitet?⁵ Eller kan målen, precis som tidigare, gälla prisstabilitet och makroekonomisk stabilitet, men där man inkluderar hänsyn till finansiell stabilitet i utsikterna för dessa två storheter på lite längre sikt?⁶

Teoretiskt kan det alltså finnas vissa skillnader mellan olika sätt att inkludera hänsyn till finansiell stabilitet i inflationsmålpolitiken. I praktiken tror jag inte skillnaderna blir så stora – oavsett det underliggande skälet blir resultatet i praktiken att penningpolitiken i någon mån justeras för att motverka eventuella obalanser på den finansiella sidan av ekonomin.⁷ Det kan vara värt att poängtera just detta: en penningpolitik som på det här sättet "lutar sig mot vinden", som det brukar kallas, skrotar alltså inte inflationsmålet och byter ut det mot ett mål för tillgångspriser eller skuldsättning. Inflationsmålet är fortfarande fundamentet. Vad det handlar om är att penningpolitiken i vissa situationer kan anpassas så att det tar något längre tid för inflationen att nå tillbaka till målet

³ Se exempelvis Schularick och Taylor (2012) och Jordà, Schularick och Taylor (2013).

⁴ De argument för och emot som fördes fram i debatten finns sammanfattade i Roubini (2006) respektive Posen (2006).

⁵ Se exempelvis Billi och Vredin (2014) och Woodford (2012).

⁶ Se exempelvis Sveriges riksbank (2013).

⁷ Kommunikationsmässigt kan det dock finnas vissa skillnader som kan ha betydelse i praktiken.

■ än vad det skulle ha gjort om man inte tagit hänsyn till den finansiella stabiliteten.

En förutsättning för att man ska kunna ta den typen av hänsyn är att förtroendet för inflationsmålet är grundmurat och inte riskerar att försämrats av det faktum att det tar något längre tid för inflationen att nå målet. En penningpolitik som lutar mot vinden förutsätter på så vis att inflationsförväntningarna är väl förankrade runt målet. Det underlättar sannolikt också om inflationen i utgångsläget inte ligger alltför långt från målet, eftersom inflationsförväntningarna till viss del påverkas av vad inflationen är för tillfället. En avvikelse från inflationsmålet är i sig också mer kostsam ju större den är.

Brist på praktiska erfarenheter

Så var står den här debatten just nu? Av naturliga skäl är en viktig skiljelinje synen på makrotillsynen och hur väl den kommer att fungera som en första försvarslinje. Klarar den på ett effektivt sätt att motverka uppkomsten av obalanser, eller är det tveksamt om den kommer att klara detta helt på egen hand? Det här är ju i grunden en empirisk fråga, så vilken väg den internationella debatten kommer att ta framöver kommer i mångt och mycket att avgöras av de praktiska erfarenheterna av makrotillsynen och de verktyg denna har tillgängliga. Än så länge är dessa erfarenheter relativt begränsade.

En annan viktig skiljelinje i debatten är synen på penningpolitiken som ett verktyg för att motverka finansiella obalanser. Ett argument som ofta framförs mot penningpolitiken som ett sådant verktyg är att den är alltför trubbig för ändamålet och har begränsade effekter på de risker man vill motverka. En penningpolitik som lutar sig mot vinden ger därför små "intäkter", medan "kostnaderna" i termer av sämre prisstabilitet och makroekonomisk stabilitet är höga. På andra sidan i debatten har man påpekat att det inte nödvändigtvis är en nackdel att penningpolitiken är trubbig, i den meningen att den slår brett i ekonomin, eftersom den då "kryper in i alla sprickor" och är svår att kringgå.⁸

Vilka intäkterna och kostnaderna blir av att använda penningpolitiken för att motverka finansiella obalanser är även det en empirisk fråga. Och även här är problemet att de praktiska erfarenheterna av en penningpolitik som lutar sig mot vinden är fortfarande begränsade.

Bör nivån på inflationsmålet ändras?

En annan fråga som diskuterats är om nivån på centralbankernas inflationsmål bör ändras. Debatten efter finanskrisen har framför allt handlat om huruvida målet borde höjas, men under den allra senaste tiden har även argument förekommit för att inflationsmålet borde sänkas.

⁸ Stein (2013).

■ **Bör centralbankerna sänka sina inflationsmål?**

Det verkar framför allt vara i den svenska debatten som argumenten för att sänka målet har förts fram den senaste tiden.⁹ Men de har i viss mån förekommit även i andra länder.¹⁰

En grundtanke verkar vara att underliggande strukturella trender såsom globaliseringen och digitaliseringen utgör så starka "motvindar" när det gäller att få upp inflationen att det inte är någon större idé att försöka. I stället för att sikta på att få upp inflationen till 2 procent, vilket kommer att bli svårt och riskerar att ställa till med andra problem, borde man därför sänka inflationsmålet, heter det.

Digitalisering och globalisering kan påverka inflationen...

Det verkar rimligt att anta att digitaliseringen – definierad som den digitala tekniska utvecklingen och dess spridning till olika användningsområden i ekonomin – sammantaget verkar dämpande på inflationen, såsom denna vanligtvis mäts.¹¹ Den kanske mest uppenbara och direkta kanalen är prisutvecklingen på vissa produkter i KPI:s varukorg som påverkas av att produktionskostnaderna för dessa produkter faller trendmässigt eftersom den digitala tekniska utvecklingen gör att avancerade elektroniska komponenter blir allt billigare. Det gäller till exempel mobiltelefoner och datorer. Det här är en utveckling som pågått under lång tid och det är möjligt att den kommer att fortsätta ett tag till.¹²

En annan kanal verkar via internet och matchningen och samspelet mellan producenter och konsumenter. Ökad konkurrens via e-handel och större möjligheter för konsumenterna att jämföra produkter gör det svårare för företagen att höja sina priser. En tredje tänkbar kanal hänger samman med att ny teknik kan användas för att ersätta arbetskraft. Farhågor om att "tekniken ska ta jobben" har visserligen funnits ända sedan den industriella revolutionen på 1700-talet utan att besannas. Men det är ändå inte nödvändigtvis en naturlag att tekniska framsteg alltid skapar minst lika många arbeten som de slår ut. Den digitala tekniska utvecklingen har gjort det allt mer lönsamt, och i ökande grad tekniskt möjligt, att ersätta mänsklig arbetskraft med maskiner. Det är sannolikt att "teknologisk arbetslöshet" till följd av automatisering och robotisering blir ett vanligare fenomen framöver än det varit hittills, även om detta förstås är något som återstår att se. Om så skulle bli fallet kan betydligt fler grupper i ekonomin än hittills komma att uppleva en press nedåt på sin löneutveckling. Detta kan i sin tur komma att hålla tillbaka inflationen.

⁹ Se till exempel Mitelman (2013) och Schüch (2015).

¹⁰ Bland annat tycks det finnas en debatt i Nya Zeeland om huruvida Reserve Bank of New Zealand's försök att uppnå inflationsmålet på 2 procent riskerar att överhettas ekonomin, se New Zealand Herald (2015). Chefen för Bank of England, Mark Carney, har vid en utfrågning i the House of Lords framhållit att det vid långvariga positiva utbudsstörningar kan finnas skäl att justera ned inflationsmålet, men underströk samtidigt att detta i dagsläget bara är ett rent hypotetiskt resonemang, se House of Lords (2015). Bank of Canada utredde 2011 bland annat huruvida inflationsmålet borde sänkas, bland annat utifrån utgångspunkten att problemen med ofullständig indexering av nominella kontrakt skulle kunna minskas ytterligare, se Côté (2014). Man avfärdade dock detta med motiveringen att problemen med att styrräntan oftare skulle slå i sin nedre gräns skulle bli för stora.

¹¹ För mer utförlig genomgång av digitaliseringens effekter på inflationen, se "Digitaliseringen och inflationen" fördjupning i *Penningpolitisk rapport*, februari 2015.

¹² Digitaliseringsrelaterade produkter har under en längre tid bidragit till hålla nere KPI-inflationen, men effekten har varit relativt sett mindre de senaste åren än tidigare.

Globaliseringen, accelerationen av internationell handel och integrationen av Kina och andra utvecklingsländer i världsekonomin, har varit en viktig underliggande trend i världsekonomin och kommer sannolikt att fortsätta vara det framöver. Liksom digitaliseringen påverkar globaliseringen ekonomin via många olika kanaler. Den som kanske mest varit i fokus i diskussionerna om inflationen är den nedpressande effekten som blir resultatet då man i industrialiserade länder i allt större utsträckning importerar billigare varor från exempelvis Kina.¹³ Detta handlar i grunden om en sänkning av priset på importvaror *relativt* priser på inhemskt producerade varor, medan inflationen är en förändring av den allmänna prisnivån som beror på *alla* priser. Sänkningar av priset på en viss vara kan dock slå igenom och påverka genomsnittet av konsumentpriserna under en period, på samma sätt som när utvecklingen av den digitala tekniken gör vissa produkter billigare. I det perspektivet kan ökad import från Kina och andra lågkostnadsländer ha en direkt dämpande påverkan på inflationen på kort och medellång sikt.¹⁴

Att det framför allt är i den svenska debatten som tanken på att sänka inflationsmålet har förts fram har förmodligen sina förklaringar. I Sverige föll inflationen till låga nivåer lite tidigare än den gjorde på många andra håll. En viktig pusselbit är nog också att den låga inflationen inte upplevs avspegla en särskilt dålig utveckling av den svenska ekonomin. Det ligger därför nära till hands att börja leta efter andra förklaringar till att inflationen är låg. Och om man då landar i förklaringen att det i mångt och mycket handlar om strukturella trender och att en inflation som varaktigt ligger under 2 procent går att förena med en hygglig realekonomisk utveckling, så framstår det som både möjligt och logiskt att sänka målet. Ungefär så tror jag att resonemangen går.

... men de bestämmer inte inflationen

Det här sättet att resonera kan verka intuitivt rimligt, men jag tycker att det förbiser ett par viktiga omständigheter. Både globaliseringen och digitaliseringen är visserligen underliggande strukturella trender som kan verka dämpande på inflationen. Men även om effekten kan pågå under lång tid så är den i grunden temporär. Man kan säga att de här trenderna i princip fungerar som utdragna positiva utbudsstörningar som påverkar ekonomin under en i och för sig lång, men ändå begränsad period. Men inflationen beror i längden inte på den här typen av trender eller störningar utan på hur expansiv penningpolitiken är, sett som genomsnitt över en längre period. Inflationen är, som det brukar heta, ett monetärt fenomen. Anta det hypotetiska fallet med två länder – det ena fullt ut digitaliserat och det andra utan någon egentlig digital teknik, låt oss säga som Sverige i mitten på förra seklet. Om centralbanken i de båda länderna bedriver samma politik finns det inget skäl att anta att inflationen systematiskt skulle vara lägre i den helt digitaliserade ekonomin. Däremot kan det mycket väl vara så att det kan finnas ett tryck nedåt på inflationen under själva processen när ett land blir allt mer digitaliserat. Men att anpassa nivån på inflationsmålet efter de strukturella underliggande trender som för tillfället råkar påverka ekonomin förefaller inte vara någon bra idé.

¹³ Frågan om globaliseringens effekter på inflationen och penningpolitiken diskuterades mycket åren före finanskrisen. Se exempelvis IMF (2006) och Mishkin (2009) för översikter.

¹⁴ I vilken utsträckning inflationen i de industrialiserade länderna faktiskt påverkats av sådana effekter är dock fortfarande en öppen fråga. Enligt empiriska studier verkar effekterna vara relativt begränsade, se exempelvis IMF (2006).

■ En relaterad och minst lika viktig omständighet är att även om globaliseringen och digitaliseringen kan dämpa inflationen innebär detta inte att de *bestämmer* inflationen – och förvandlar centralbankerna till passiva åskådare, utan någon möjlighet att påverka vad inflationen över tiden blir. I praktiken har centralbanken möjlighet att försöka uppskatta hur mycket digitaliseringen och globaliseringen kommer att dämpa inflationen och kompensera för detta. Det är också vad centralbanker med inflationsmål idag gör. Detta är inte alltid lätt, ska erkännas, eftersom kunskapsläget om i synnerhet de kvantitativa effekterna av digitaliseringen och globaliseringen än så länge är ganska begränsat. Det innebär också att en penningpolitik som försöker kompensera för effekterna på inflationen av dessa trender inte alltid kommer att hamna rätt, utan ibland kompensera för mycket och ibland för lite. Men digitaliseringen och globaliseringen är i det avseendet inte annorlunda än några andra faktorer som påverkar ekonomin och som centralbanken måste försöka ta hänsyn till.

Min poäng är att strukturella trender som under en period har en nedåtpressande effekt på inflationen inte nödvändigtvis innebär att den faktiska inflationen blir permanent lägre än vad statsmakterna avser att den i genomsnitt ska bli. Om man hävdar detta säger man också underförstått att centralbanker och regeringar inte har möjlighet att välja nivån på inflationsmålet, utan att detta är något som bestäms av strukturella förhållanden i ekonomin. Man säger därmed också i förlängningen att inflation inte är ett monetärt fenomen, vilket inte överensstämmer med vad som idag är allmänt accepterat.

Viktigt att upprätthålla förtroendet för målet

En lite mildare tolkning är att man inte bokstavligen menar att inflationsmålet bör sänkas utan snarare att Riksbanken, och alla övriga aktörer i den svenska ekonomin, bör acceptera att inflationen fortsätter att understiga målet under lång tid framöver – trots att den redan legat under målet i flera år. Det främsta skälet skulle vara att den expansiva penningpolitik som krävs för att få upp inflationen till målet också bidrar till att bostadspriserna och hushållens skulder ökar ytterligare. Jag har förståelse för de här tankegångarna, men jag menar att även de bortser från en del viktiga omständigheter. Jag tror framför allt att man underskattar hur viktigt det är att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet och de problem som kan uppstå om detta förtroende går förlorat.

Vi har levt med ett inflationsmål på 2 procent i mer än tjugo år och få skulle nog påstå annat än att det har varit en bra ordning med goda resultat för svensk ekonomi. Riksbanken är den enda instans som har som uttrycklig uppgift att försöka se till att inflationsmålet uppnås. Riksbanken har visserligen också som uppgift att "främja ett säkert och effektivt betalningsväsende", vilket ska tolkas som att den på olika sätt ska verka för att det finansiella systemet ska vara stabilt och fungera väl. Men, som jag redan framhållit, är det senare en uppgift som Riksbanken delar med regeringen, Finansinspektionen och Riksgälden. Finansinspektionen har ansvaret för makrotillsynsverktygen, som utgör den främsta försvarslinjen när det gäller att motverka uppkomsten av finansiella obalanser. Som jag precis har gått igenom finns det en internationell diskussion om huruvida penningpolitiken i vissa lägen kan behöva ge understöd till makrotillsynen. Men jag har också argumenterat för att en förutsättning för detta är att det finns ett väl etablerat förtroende för inflationsmålet. Det är detta förtroende som skapar utrymme för penningpolitiken att ta andra hänsyn.

Förtroendet för Riksbankens inflationsmål har länge varit tämligen grundmurat. Men vad som har skett de senaste åren är att inflationen har fallit till mycket låga nivåer, i stället för att börja stiga mot målet såsom Riksbanken och andra bedömare räknat med. Perioden med en inflation under målet har därmed efter hand blivit allt längre. Parallellt med denna utveckling har också de långsiktiga inflationsförväntningarna hos ekonomins aktörer sjunkit. Det började med andra ord efter hand 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.

Vissa menar alltså att Riksbanken inte borde fästa någon vikt vid detta utan i stället hålla räntan högre. Det är dock, menar jag, svårt att se hur Riksbanken medvetet skulle kunna bortse från risken att förtroendet för inflationsmålet, grundbulten i inflationsmålspolitiken, börjar urholkas – något som Riksbanken ensam har som uttrycklig uppgift att förhindra – för att i stället fortsätta att försöka motverka att finansiella obalanser byggs upp – något som andra delar ansvaret för och har fler verktyg för att hantera.

Bör centralbankerna höja sina inflationsmål?

Det mesta av debatten efter finanskrisen om nivån på centralbankernas inflationsmål har, som jag redan varit inne på, byggt på lite andra tankegångar. Här har utgångspunkten i stället varit att problem kan uppstå om inflationen och inflationsförväntningarna varaktigt parkerar sig på en alltför låg nivå. Många ekonomer och debattörer har därför börjat ställa frågan om inte centralbankernas nuvarande inflationsmål borde höjas.¹⁵

Tanken bakom förslaget kan beskrivas på följande sätt. När en ekonomi hamnar i en lågkonjunktur sänker centralbanken styrräntan för att få fart på efterfrågan och höja en för låg inflation. Om lågkonjunkturen är riktigt djup, som under finanskrisen, kan styrräntan behöva sänkas rejält. Den genomsnittliga nivån på styrräntan beror i hög grad på hur högt inflationsmålet är. Om inflationsmålet är lågt så är också den genomsnittliga nominella styrräntan låg. Det innebär att med ett lågt inflationsmål finns det inte så mycket utrymme att sänka räntan innan den slår i sin nedre gräns. Ju lägre inflationsmålet är, desto oftare kan man därför räkna med att styrräntan slår i denna gräns. Tidigare antog man att den nedre gränsen för den nominella räntan var noll, men under senare tid har det visat sig att det är möjligt att ha något negativa styrräntor.

Mindre risk att slå i "nära-noll-gränsen"

Ju högre inflationsmålet är, desto större "buffert" har alltså penningpolitiken att vid behov stimulera ekonomin – den nominella "nära-noll-räntan" motsvarar en lägre real ränta. När inflationsmålspolitiken introducerades i början av 1990-talet kom ett mål på 2 procent att utvecklas till något av en standard. Skälet till att det blev just 2 procent var inte att forskningen hade kommit fram till att det var den absolut mest lämpliga nivån, utan hade nog främst att göra med att inflationen var ungefär så hög i de länder som började införa inflationsmål och att det verkade vara en allmänt rimlig siffra. Fram till finanskrisen fanns heller

¹⁵ Exempel är Blanchard med flera (2010), Ball (2014) och Krugman (2014). Även centralbanksföreträdare har under den senaste tiden tagit upp frågan, se till exempel Rosengren (2015).

ingen större anledning att ifrågasätta om ett inflationsmål på 2 procent innebar en tillräcklig buffert för penningpolitiken.

Men sedan krisen har som bekant många länder sänkt styrräntan till "nära-noll-gränsen" och tvingats övergå till andra, mer okonventionella sätt att bedriva penningpolitik, inte sällan i flera års tid. Om inflationsmålen från början satts högre hade möjligheterna att stimulera ekonomin på vanligt sätt, via lägre realräntor, varit större. Måhända hade effekterna av krisen då blivit mindre och det hade kanske gått snabbare att ta sig ur den och återgå till ett mer normalt läge, resonerar vissa.

Många menar att motiven för högre inflationsmål under senare tid har stärkts ytterligare och inte bara hänger samman med att det skulle göra det lättare att ta sig ur kriser. Det är inte bara så, menar man, att världen råkat ut för en ovanligt stor finansiell kris och nu dras med efterverkningarna av den. Det finns dessutom en bakomliggande strukturell utveckling som inneburit att stora delar av världen hamnat i ett tillstånd av så kallad sekulär stagnation. Med detta menas vanligen, förenklat uttryckt, att den neutrala, eller naturliga, räntan – den ränta som varken har en expansiv eller åtstramande effekt på ekonomin – har fallit och blivit mycket låg, kanske till och med negativ. Det kan i ett sådant läge vara svårt för penningpolitiken att stimulera ekonomin i tillräcklig utsträckning eftersom detta kräver att den reala räntan – den nominella räntan minus inflationen – understiger den neutrala. Att åstadkomma detta försvåras av "nära-noll-gränsen" för den nominella räntan och av låg och fallande inflation, som håller realräntan uppe.¹⁶ Om den neutrala räntan varaktigt är låg kommer penningpolitiken att oftare slå i "nära-noll-gränsen".¹⁷ Det är dock en öppen fråga om huruvida världen lider av de utdragna men ändå övergående sviterna av en ovanligt omfattande kris eller är fången i ett mer varaktigt tillstånd av sekulär stagnation.¹⁸

Skillnad på att införa ett mål och att ändra det

Argumenten för att höja inflationsmålet kan kanske förefalla ganska övertygande på papperet. Men det finns betydande praktiska invändningar. Den känsla man får är att utgångspunkten för analysen ofta är: "Anta att världen hade sett annorlunda ut än vad den faktiskt gör – det vill säga att inflationsmålen hade varit högre". Då, konstaterar man, hade utvecklingen troligen blivit mer gynnsam än den nu blev. Men i det här fallet består utmaningen framför allt i hur *övergången* från den ena världen till den andra ska åstadkommas. Att sätta ett inflationsmål för första gången är en sak men att ändra ett redan inarbetat mål är en annan.

Om man ska ändra nivån på ett inflationsmål tror jag att det är enklast och smidigast att göra det i en någorlunda normal situation – när inflationen inte ligger alltför långt från det ursprungliga målet och ekonomin inte befinner sig i kris eller i ett på annat sätt besvärligt läge. Om man till exempel höjer inflationsmålet i ett läge då inflationen är betydligt högre än målet finns en risk att detta uppfattas som att man fallit till föga och "tagit den lätta vägen ut" och kommer att fortsätta att göra det när läget blir problematiskt nästa gång. Mot-

¹⁶ För en definition av sekulär stagnation samt en sammanfattning av empirisk evidens och policyimplikationer, se Rawdanowicz med flera (2014).

¹⁷ Se till exempel Krugman (2014).

¹⁸ Se till exempel Hamilton med flera (2015) och Rogoff (2015), som menar att världen befinner sig i anpassningsfasen av en ovanligt stor skuldcykel, en "debt supercycle". Se även debatten mellan Bernanke (2015) och Summers (2015).

■ svarande risk finns om man sänker målet när inflationen skjuter under målet mycket, även om det givetvis finns begränsningar nedåt för hur lågt målet kan sättas. Förr eller senare skulle förväntningarna visserligen ställa in sig på det nya målet men anpassningsperioden skulle kunna bli kostsam.

Jag tror också att det kan vara svårt att höja målet i ett läge då inflationen skjuter under målet kraftigt, i synnerhet om centralbanken sänkt räntan till "näronn-gränsen", det vill säga det läge många länder befinner sig i idag. Här är risken snarare att höjningen uppfattas som en mer eller mindre desperat och i värsta fall inte särskilt trovärdig åtgärd för att få lite extrahjälp att ta sig ur en svår situation. Förutom att en ändring av inflationsmålet förmodligen bäst genomförs i ett någorlunda normalt läge kan jag också tänka mig att det underlättar om den görs av flera centralbanker samtidigt.

Finanskrisen har påverkat centralbankernas operativa arbete

Jag har här gett några exempel på frågor som sannolikt kommer att fortsätta att dryftas i den internationella diskussionen om hur inflationsmålpolitiken kan behöva anpassas och modifieras. Den här typen av grundläggande principiella frågor är centrala för penningpolitiken och med tanke på att det nuvarande ramverket för inflationsmålpolitiken fungerat väl under lång tid bör eventuella förändringar ske långsamt och försiktigt – de ligger därför knappast i pipeline inom den närmaste tiden. Man får helt enkelt se vad som efter hand utkristalliserar från den internationella diskussionen. I den svenska debatten har vi till att börja med att ta ställning till slutsatserna från den externa utvärderingen av Riksbankens penningpolitik som publiceras nästa år.¹⁹

Men även om erfarenheterna från de senaste åtta åren alltså satt begränsade avtryck i penningpolitiska strategier än så länge har finanskrisen ändå haft tydliga effekter på det operativa arbetet i centralbankerna. Om jag utgår från Riksbanken så har exempelvis de finansiella förhållandenas betydelse för makroekonomins utveckling och för penningpolitiken fått ett betydligt större fokus än tidigare, liksom finans- och bankfrågor överlag. Det ser man i den forskning som bedrivs på banken, där dessa områden idag är centrala. De förändringar av vår penningpolitiska rapport som vi nyligen genomfört präglas också av behovet att på ett bättre sätt lyfta fram kopplingarna mellan finansiella förhållanden, makroekonomin och penningpolitiken. Den låga inflationen de senaste åren har naturligtvis också satt avtryck i vårt interna arbete och vi har lagt ned mycket resurser på att försöka förstå vilka faktorer som drivit utvecklingen – både i ett kort perspektiv och mer strukturellt.

Så för att avslutningsvis återknyta till frågan om allt kommer att bli som före finanskrisen tycker jag att svaret beror lite på vad man talar om. När det gäller analys och arbetssätt är svaret otvetydigt: de måste anpassas till nya erfarenheter och ändrade förutsättningar för att vara fortsätta vara relevanta. Den typen av förändringar kan vara svåra att se för utomstående, men jag kan försäkra att de äger rum. När det gäller större förändringar av själva inflationsmålpolitiken är svaret inte lika självklart. Det förblir en öppen fråga som kommer att spänna över lagstiftning, forskning och alla som är verksamma inom penningpolitiken.

¹⁹ Finansutskottets externa utvärdering av penningpolitiken i Sverige 2010–2014 blir klar mot slutet av året och behandlas av utskottet och riksdagen under 2016. Se vidare Finansutskottet (2014a,b).

■ Referenser

- Ball, Laurence M. (2014), The Case for a Long-Run Inflation Target of Four Percent. IMF Working Paper WP/14/92.
- Bernanke, Ben S. (2015), Why are interest rates so low, part 2: Secular stagnation. Ben Bernanke's blog, Brookings, 31 mars.
- Billi, Roberto och Vredin, Anders (2014), Penningpolitik och finansiell stabilitet – en enkel historia. *Penning- och valutapolitik*, 2014:2, Sveriges riksbank.
- Blanchard, Olivier (2015), Contours of Macroeconomic Policy in the Future. Blogginlägg på IMFdirect 2 april 2015, <http://blog-imfdirect.imf.org/>.
- Blanchard, Olivier, Dell'Ariccia, Giovanni och Mauro, Paolo (2010), Rethinking Macro Policy. IMF Staff Position Note SPN/10/03, International Monetary Fund.
- Côté, Agathe (2014), Inflation Targeting in the Post-Crisis Era. Anförande 18 november. Bank of Canada.
- Finansdepartementet (2013), Ett förstärkt ramverk för finansiell stabilitet, promemoria, 26 augusti. Regeringskansliet.
- Finansutskottet (2014a), Direktiv för utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2014.
- Finansutskottet (2014b), Finansutskottet utser toppnamn för att utvärdera Riksbankens penningpolitik. Pressmeddelande 17 juni.
- Hamilton, James, Harris, Ethan, Hatzius, Jan och West, Kenneth, (2015), The Equilibrium Real Funds Rate: Past, Present and Future. University of California at San Diego Working Paper.
- House of Lords (2015), Unrevised transcript of evidence taken before The Select Committee on Economic Affairs. Annual evidence session with the Governor of the Bank of England. House of Lords.
- IMF (2006), How has globalization affected inflation? Kapitel 3 i *World Economic Outlook* 2006.
- Jordà, Òscar, Schularick, Moritz och Taylor, Alan M. (2013), When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles, and Crises. *Journal of Money, Credit and Banking* 45(s2), s 3-28.
- Krugman, P. (2014), Inflation Targets Reconsidered. Uppsats presenterad vid ECB sintra conference, maj 2014.
- Mishkin, Frederic S. (2009), Globalization, Macroeconomic Performance and Monetary Policy. *Journal of Money, Credit and Banking*, 41 (1) supplement, s 187-196.
- Mitelman, Henrik (2013), Dags sänka inflationsmålet. Kommentar, *Dagens Industri*, 4 december.
- New Zealand Herald (2015), Inflation target risks overheated economy: RZB. Artikel 27 mars.
- Posen, Adam (2006), Why Central Banks Should Not Burst Bubbles. *International Finance* 9 (1), s 109-124.

■ Rawdanowicz, Łukasz, Bouis, Romain, Inaba, Kei-Ichiro och Christensen, Ane K. (2014), Secular Stagnation: Evidence and Implications for Economic Policy. OECD Economics Department Working Papers No. 1169.

Rogoff, Kenneth (2015), Debt supercycle, not secular stagnation. Column voxEU, 22 april.

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

Roubini, Nouriel (2006), Why Central Banks Should Burst Bubbles. *International Finance* 9 (1), s 87-107.

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

Schularick, Moritz och Taylor Alan M. (2012), Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008. *American Economic Review* 102(2), s 1029-1061.

Smets, Frank (2013), Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?" *Penning- och valutapolitik* 2013:3. Sveriges riksbank.

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

Summers, Lawrence, (2015), On secular stagnation: Larry Summers responds to Ben Bernanke. Ben Bernanke's blog, Brookings, 1 april.

Sveriges riksbank (2013), Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen. Fördjupning i *Penningpolitisk rapport* juli 2013.

Woodford, Michael (2012), Inflation Targeting and Financial Stability, *Penning- och valutapolitik*, 2012:1, Sveriges riksbank.