



# ANFÖRANDE

DATUM: 2014-05-14  
TALARE: Vice riksbankschef Martin Flodén  
PLATS: Saco, Stockholm

SVERIGES RIKSBANK  
SE-103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00  
Fax +46 8 21 05 31  
registratorn@riksbank.se  
www.riksbank.se

## ■ Den låga inflationen – ska vi oroas och kan vi göra något åt den?\*

För er som följer debatten om penningpolitiken är det säkert inte förvånande att temat för mitt tal idag är den låga inflationen. Den är den viktigaste frågan för penningpolitiken just nu. Jag har under det senaste året betonat hur viktigt det är att se till att inflationen inte fastnar långt under målet på två procent och att penningpolitiken därför behöver fokusera just på att undvika en sådan situation. Vid det senaste räntebeslutet i början av april reserverade jag mig därför mot beslutet att låta Riksbankens styrränta vara oförändrad. I stället ville jag se en sänkning av reporäntan med 0,25 procentenheter.

Idag vill jag fokusera på två frågor. För det första vill jag utveckla varför jag oroas av den låga inflationen. De orsaker jag tar upp rör lönebildningen, penningpolitikens trovärdighet, en för hög realränta och godtycklig omfördelning från låntagare till långgivare. Dessa problem ser jag som allvarliga. Men jag tycker samtidigt att en del av den senaste tidens diskussion kring problemen med deflation – fallande priser – har varit alltför alarmistisk och fokuserat på fel risker.

För det andra vill jag diskutera penningpolitikens förmåga att motverka att inflationen blir alltför låg. Sverige är en liten öppen ekonomi och påverkas i stor utsträckning av vad som händer internationellt. Detta faktum leder ibland debattörer till att lite uppgivet ifrågasätta hur mycket Riksbanken egentligen kan påverka inflationen. Den inställningen menar jag är fel. Det är penningpolitiken som avgör hur hög den genomsnittliga inflationen blir. Därmed menar jag inte att vi kontrollerar inflationen med precision. Penningpolitiken kan förhindra att inflationen under en utdragen tidsperiod hamnar långt under målet. Däremot är det varken önskvärt eller möjligt för penningpolitiken att hela tiden hålla inflationen stabil väldigt nära inflationsmålets 2 procent.

Men låt mig inledningsvis kommentera var vi kommer ifrån och nuläget. Inflationen har varit i genomsnitt 1 procent i Sverige de senaste tre åren mätt med

---

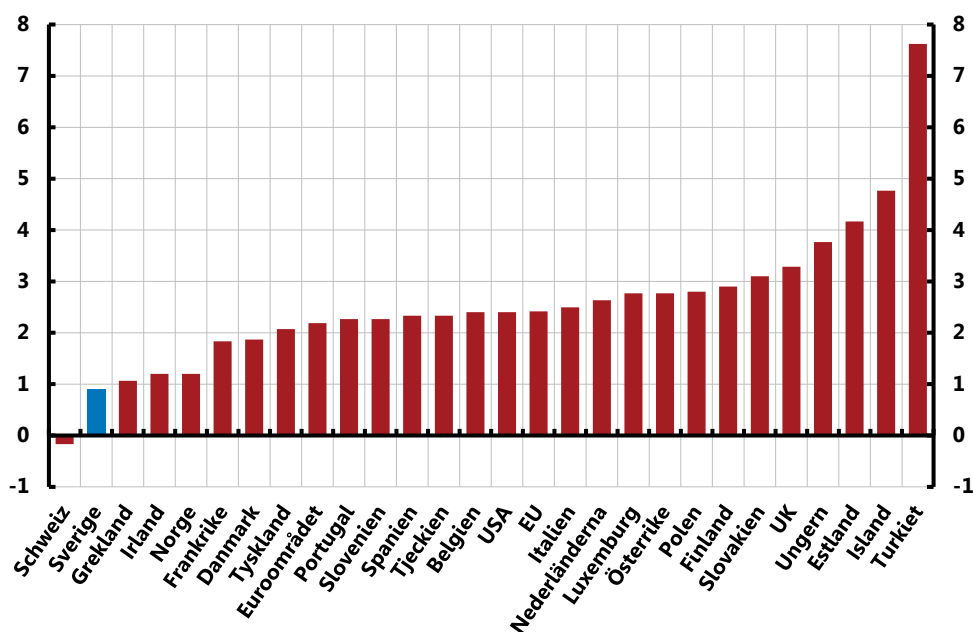
\* Tack till Björn Andersson, Charlotta Edler, Gabriela Guibourg, Kerstin Hallsten, Marianne Sterner, Christina Nyman, Stefan Palmqvist, Ulf Söderström och andra medarbetare på Riksbanken som har bidragit med värdefulla diskussioner och synpunkter på tidigare versioner av texten, och André Reslow för hjälp med dataframtagning. De åsikter jag för fram är mina egna och delas inte nödvändigtvis av övriga direktionens ledamöter.

KPIF.<sup>1</sup> Riksbanken och andra bedömare har haft prognoser som visat att inflationen skulle vara låg under en relativt lång period, men att den så småningom skulle vända uppåt. Tidpunkten för vändningen har dock gång på gång skjutits fram i våra prognoser och inflationen har snarare vänt nedåt. Jag kommer att ge lite perspektiv på varför det har blivit så, och diskutera olika faktorer som eventuellt kan förklara utvecklingen.

### ***Tidigt låg inflation i Sverige, men nu även ett globalt fenomen***

Sverige är inte det enda land där inflationen för närvarande är låg. Ungefär hälften av alla OECD-länder har de senaste två åren haft en inflationstakt som i genomsnitt varit under 2 procent. Trenden verkar också förstärkas. Under förra året var inflationen under 2 procent i ungefär två av tre OECD-länder. Alla dessa länder har visserligen inte ett inflationsmål på just 2 procent och i de länder som har ett inflationsmål kan det vara formulerat på lite olika sätt. Det är ändå tydligt att många centralbanker, förutom Riksbanken, just nu ligger en bit under sina mål.

**Figur 1. HIKP 2011-2013**



Anm. Årlig procentuell förändring  
Källa: OECD

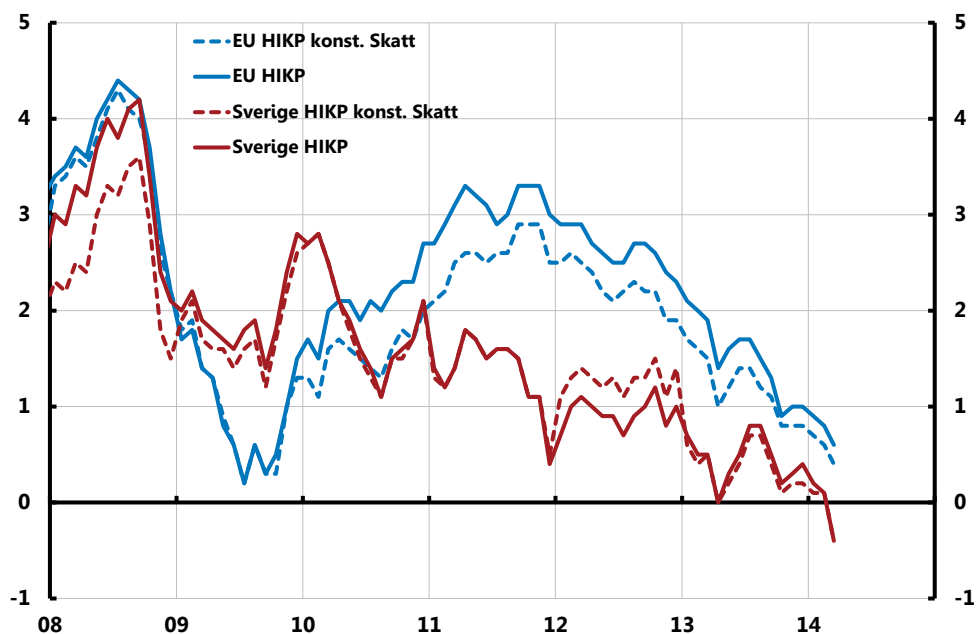
Men inflationen sjönk flera år tidigare i Sverige än i omvärlden och Sverige är ett av de OECD-länder som haft den lägsta inflationen de senaste åren (se figur 1). Detta trots att tillväxten har varit högre och sysselsättningsgraden inte har sjunkit lika mycket som i många andra länder. Detta gäller oavsett om man för Sverige använder inflationen mätt med KPI, KPIF eller det internationellt harmoniserade måttet HIKP.<sup>2</sup> Visserligen har inflationen i flera av krisländerna i Europa pressats upp av de höjningar av indirekta skatter som genomförts för

<sup>1</sup> KPIF är konsumentprisindex (KPI) med fast ränta och syftar till att ta bort den direkta effekten av ändrad reporänta från KPI.

<sup>2</sup> HIKP beräknas i detalj för länderna inom EU och på aggregerad nivå även för ett par länder utanför EU.

att förbättra statsfinanserna. Så det förklarar en del av skillnaden mot inflationen i Sverige. Även med hänsyn till detta är det dock tydligt att inflationen sedan 2011 varit mer dämpad i Sverige än i Europa generellt (se figur 2).

**Figur 2. HIKP exklusive förändringar av indirekta skatter**



Anm. Årlig procentuell förändring  
Källor: Eurostat, SCB och Riksbanken

### *Inflationsnedgången är bred*

En närmare granskning av utvecklingen i Sverige visar att inflationsnedgången är bred och inte beror på någon enskild komponent. Vi har redan konstaterat att inflationen mätt med KPI, KPIF och HIKP är låg jämfört både med inflationsmålet och med andra länder. Det gäller även mått på underliggande inflation, det vill säga mått där man på olika sätt försöker ta hänsyn till att vissa priser varierar mycket och tillfälligt kan påverka KPI.<sup>3</sup> Oavsett vilket mått man tittar på så är det uppenbart att den underliggande inflationen har sjunkit trendmässigt sedan 2012 eller tidigare.

Prisutvecklingen för undergrupper bakom KPI-måttet ger en liknande bild (se figur 3).<sup>4,5</sup> De senaste två åren har varupriserna fallit något snabbare än normalt. Tjänstepriserna har ökat långsammare sedan början på förra året. Den

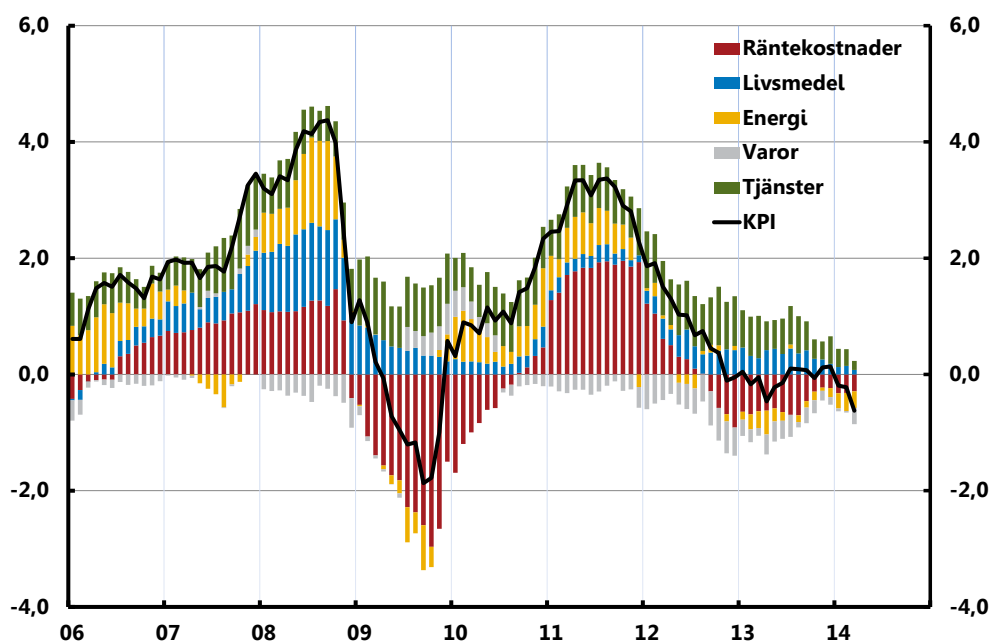
<sup>3</sup> Se figur A1 i appendix. Trim85 är ett mått där de priser som varierat mest och minst exkluderas. UND24 är ett mått som väger ihop de priser som ingår i KPI på ett annat sätt – de priser som varierar mest historiskt sett får lägst vikt och vice versa.

<sup>4</sup> Notera att de figurer jag visar inte har hunnit uppdateras med det inflationsutfall för april som SCB publicerade igår. KPI-inflationen steg då till 0 procent, det vill säga priserna i april var oförändrade jämfört med april förra året.

<sup>5</sup> Vanligtvis delar man in KPI i priser på energi, livsmedel, varor (exklusive energi och livsmedel), tjänster och räntekostnader. En anledning till just denna uppdelning är att energi- och livsmedelspriser i konsumentledet i hög grad påverkas av hur råvarupriserna på världsmarknaden utvecklas. Det kan därför vara intressant att studera de undergrupperna separat. Komponenten i KPI som mäter räntekostnaderna är också speciell eftersom den bland annat påverkas av Riksbankens ändringar av reporäntan. Det är ju av den anledningen Riksbanken, förutom KPI, också tittar på måttet KPIF, där räntorna hålls fasta och inte tillåts variera. Figur A2 och figur A3 i appendix visar de senaste årens prisutveckling för varor, tjänster, energi och livsmedel.

- utvecklingen har rönt en del uppmärksamhet eftersom ökningstakten för tjänstepriserna var relativt stabil under åren dessförinnan. Energipriserna brukar i genomsnitt öka snabbare än inflationstakten och dessutom variera mycket. Men de senaste två åren har energipriserna varit ovanligt stabila. Till sist har vi räntekostnaderna som pressat ned KPI-inflationen via lägre boräntor.

**Figur 3. Bidrag till ökningstakten i KPI**



Anm. KPI uttryckt i årlig procentuell förändring.  
Källor: SCB och Riksbanken

#### *Varför är inflationen låg?*

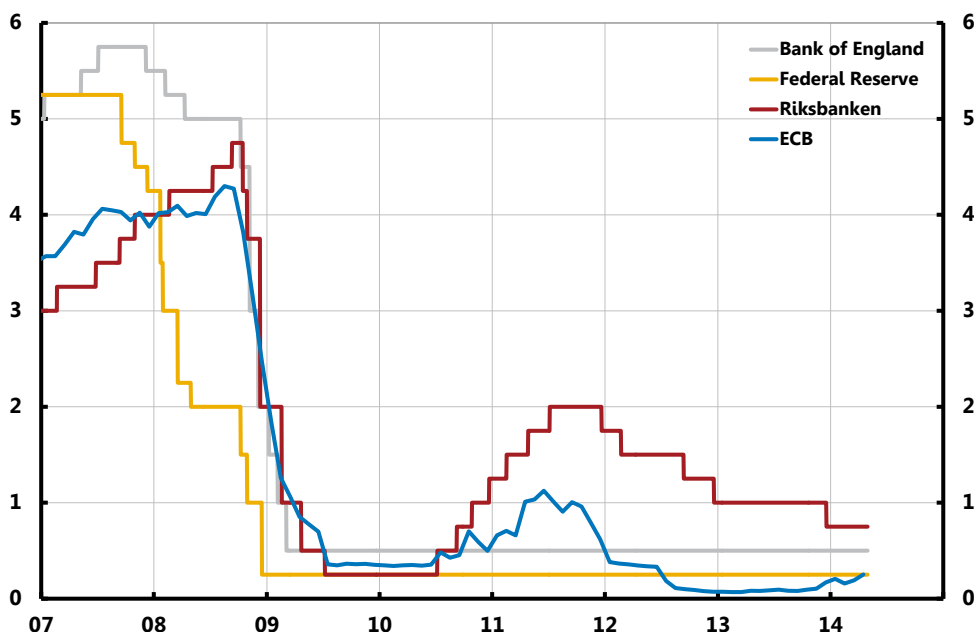
Vår genomgång av prisutvecklingen för undergrupper bakom KPI-måttet visar att inflationsnedgången är bred och inte beror på någon enskild komponent.

Det är också svårt att peka ut en enskild faktor som har gjort att inflationen i Sverige har blivit låg. Det har snarare varit en kombination av faktorer. En viktig faktor som man knappast kan bortse ifrån är penningpolitiken. Av hänsyn till risker förknippade med hushållens skuldsättning har reporäntan hållits högre än om ambitionen endast hade varit att stabilisera inflationen kring två procent. Det var efter att Riksbanken sommaren 2010 började höja reporäntan som den svenska inflationen – till skillnad från omvärldens – började falla (se figur 2 och figur 4). Den penningpolitiska strategin har rimligen bidragit till att inflationen har blivit lägre än den annars skulle ha blivit.

En annan viktig förklaring till den låga inflationen är den svaga ekonomiska utvecklingen i vår omvärld. Sverige är en liten öppen ekonomi som påverkas av vad som händer internationellt. Priserna på de varor svenska företag importerar påverkas dels av världsmarknadspriserna på handlade varor och tjänster, dels av växelkursen.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Det mått Riksbanken använder för världsmarknadspriser på handlade varor och tjänster beräknas genom att man väger samman prisutvecklingen på exporten i länder som är viktiga för svensk import.

Figur 4. Styrrentor



Anm. ECBs styrrenta avser månadsmedelvärden av EONIA o/n. Övriga avser dagsdata.  
 Källor: Respektive centralbank

Världsmarknadspriserna visar sig följa den internationella konjunkturutvecklingen relativt nära. Liksom BNP i omvärlden föll priserna på handlade varor och tjänster i samband med finanskrisen 2008. Då den internationella återhämtningen inleddes 2010 började också dessa priser att stiga. Men de senaste åren har den globala konjunkturen som bekant mattats av igen och samtidigt har ökningstakten i världsmarknadspriserna på handlade varor och tjänster sjunkit. Det senaste året var priserna i princip oförändrade.

Vad svenska företag betalar i kronor för importen påverkas också av hur kronan utvecklas. I samband med finanskrisen försvagades kronan kraftigt mot andra valutor, vilket gjorde att importpriserna på konsumtionsvaror i producentledet faktiskt ökade rätt kraftigt mätt i kronor trots att de internationella priserna föll. Sedan mitten av 2012 har importpriserna fallit. En bidragande orsak till det var den snabba förstärkningen av kronan sommaren 2012. Under 2013 varierade kronan en del, men i genomsnitt var den starkare än under 2012. Detta har, tillsammans med att världsmarknadspriserna i princip varit oförändrade, fortsatt att dämpa importprisernas utveckling även om dessa inte längre faller i någon större omfattning.<sup>7</sup>

Ibland framställs den internationella konjunktur- och prisutvecklingens genomslag på den inhemska inflationen som frikopplad från den svenska penningpolitiken. Det menar jag är ett felaktigt synsätt. Men innan jag återkommer till den frågan vill jag utveckla varför jag oroas av att inflationen har blivit så låg.

<sup>7</sup> Figur A4 i appendix visar utvecklingen för världsmarknadspriserna ("globala exportpriser"), den nominella växelkursen och importpriserna.

## ■ **Varför ska vi oroas av låg inflation?**

Vi har alltså konstaterat att inflationen under de senaste åren har blivit lägre än inflationsmålets två procent, och även lägre än vad Riksbanken och andra bedömare hade förväntat. Men är den låga inflationen verkligen något vi behöver bli bekymrade av? Mitt svar är jakande. Låt mig förklara varför.

### *Överraskande låg inflation medför godtyckliga omfördelningar*

Vissa av problemen med den låga inflationen uppstår om inflationen blir *överraskande* låg. Till exempel uppstår då godtyckliga omfördelningar från låntagare till långivare. Den reala kostnaden för ett lån, det vill säga räntekostnaden justerad för inflationsutvecklingen, blir ju högre om inflationen blir överraskande låg. Ett annat sätt att beskriva denna så kallade *debt deflation* är att överraskande låg inflation medför att det reala värdet på skulder stiger. Det blir då svårare för låntagarna att betala av skulderna, i varje fall om inte de reala inkomsterna också stiger.<sup>8</sup>

Man kan förvänta sig att problemen blir särskilt omfattande om inflationen blir överraskande låg under en konjunkturedgång som sammanfaller med hög privat eller offentlig skuldsättning. Detta eftersom de som försöker minska sin skuldsättning gör det genom att minska sina utgifter, vilket reducerar efterfrågan i ekonomin.<sup>9</sup> Och detta förstärker då konjunkturedgången.

I Sverige ser vi inget sådant scenario just nu. Hushållens skuldsättning är visserligen hög, men konjunkturen håller på att ta fart och hushållens konsumtion har utvecklats relativt väl under senare år.<sup>10</sup> Den risk som många ser med hushållens höga skuldsättning är snarare att en *framtida* konjunkturedgång ska förstärkas av att hushållen snabbt minskar sin konsumtion. En relevant fråga – utan uppenbart svar – är om en sådan oro bör mötas av en stram penningpolitik som dämpar hushållens benägenhet att öka sina nominella skulder, eller av en expansiv penningpolitik som ser till att inflationen inte blir överraskande låg. Tanken med den senare strategin skulle vara att begränsa tillväxten i hushållens reala skulder.<sup>11</sup>

Den låga inflationen kan alltså förvärra situationen för högt skuldsatta hushåll. Men även om vi bortser från problematiken med *debt deflation* är det problematiskt om inflationen varierar på ett oväntat sätt. Med en stabil och förutsägbar prisutveckling får vi en mer välfungerande ekonomi där det är enklare att fatta välgrundade långsiktiga ekonomiska beslut.

### *Lönebildningen försämras när inflationen är för låg*

Ett annat område där det kan uppstå problem om inflationen blir för låg är lönebildningen. Överraskande låg inflation medför att reallönerna i efterhand visar sig ha blivit högre än vad som planerades när de nominella lönekontrak-

<sup>8</sup> Resonemanget om *debt deflation* går tillbaka till Fisher (1933).

<sup>9</sup> Varje skuld är naturligtvis någon annans tillgång, så man kanske kan tycka att efterfrågefallet borde kompenseras av en ökad efterfrågan från de långivare som gynnas av att de reala skuldvärdena stiger. Men tillgångar kan hållas utomlands eller vara koncentrerade till ett fåtal individer vars efterfrågan inte är särskilt känslig för förändringar i förmögenheten. Se Eggertsson och Krugman (2012) för en analys av sådana mekanismer.

<sup>10</sup> I euroområdet är däremot hög skuldsättning ett centralt inslag i konjunkturedgången. Som Moghadam med flera (2014) noterar är risken påtaglig att låg inflation i dessa länder medför att skuldbördan blir större och konjunkturedgången djupare.

<sup>11</sup> Lars E.O. Svensson har i flera uppsatser och debattinlägg argumenterat för detta synsätt (till exempel Svensson 2013a).

ten avtalades. En sådan löneutveckling kommer att göra företagen mindre benägna att anställa och i förlängningen bidra till högre arbetslöshet.<sup>12</sup>

Men förmodligen försämras lönebildningen även om den låga inflationen är helt förutsedd. Detta eftersom det är svårt att sänka nominella löner. Om inflationen är låg blir det svårare att anpassa reallönerna mellan olika branscher och mellan individerna i ett företag. Detta kan också, särskilt om inflationstakten är väldigt låg eller negativ, medföra att de genomsnittliga reallönerna ökar snabbare än vad som motiveras av produktivitetstillväxten. Såväl problem att anpassa relativlöner som omotiverat höga reallöner skulle medföra att arbetslösheten stiger.

#### *Reporäntan har en nedre gräns*

En låg inflationstakt kan också göra det svårare för penningpolitiken att vara tillräckligt expansiv. Ekonomins realränta utgörs ju av den nominella räntan minus (den förväntade) inflationstakten. Eftersom den nominella räntan har ett naturligt golv någonstans kring noll procent kommer en lägre (förväntad) inflationstakt att höja den lägsta nivån som kan uppnås för realräntan. Efter finanskrisen har många centralbanker under lång tid begränsats av den nedre gränsen för sina styrräntor.<sup>13</sup> Problemet har dock inte varit lika tydligt i Sverige. Visserligen sänktes reporäntan till 0,25 procent under 2009, men från sommaren 2010 har ju reporäntan varit högre än så. Problemet är snarare om det i framtiden blir önskvärt att stimulera ekonomin ytterligare, till exempel om konjunkturåterhämtningen stannar av. Utrymmet för ytterligare sänkningar av reporäntan kan då vara begränsat.

#### *Förtroendet för inflationsmålet kan skadas*

Avslutningsvis är det problematiskt om förtroendet för penningpolitiken och Riksbanken försämras. Penningvärdet bygger i moderna ekonomier helt på förväntningar. Förankrade inflationsförväntningar och ett förtroende för centralbankens agerande utgör därför grunden för penningpolitiken. Inflationsmålspolitiken har framgångsrikt byggt ett sådant förtroende genom att kommunicera ett tydligt överordnat mål – en viss inflationsnivå. I takt med att förtroendet har stärkts har också större hänsyn kunnat tas till önskan att stabilisera konjunkturutvecklingen trots att det överordnade målet genom denna flexibla inflationsmålspolitik har blivit något mindre tydligt.

<sup>12</sup> Det är svårt att kvantifiera hur mycket högre arbetslösheten blir när inflationen är låg. Enligt Svensson (2013b) har arbetslösheten under 1997-2011 i genomsnitt varit 0,8 procentenheter högre än om inflationen i genomsnitt hade blivit två procent under den perioden. Och enligt Svensson (2013c) är nu 60 000 fler personer arbetslösa än om reporäntan inte hade höjts sedan 2010.

Det behöver knappast påpekas att sådana beräkningar är förknippade med stor osäkerhet. Jag har tidigare kritiserat Svensson (2013b) för att fokusera på ett specifikt mått på inflationsförväntningarna. Om man istället använder ett annat, mer träffsäkert, mått på förväntningarna försvinner nästan hela den arbetslöshetseffekt Svensson har beräknat (Flodén, 2012). Söderström och Vredin (2013) belyser dessutom problem med hur orsakssambanden tolkas i Svenssons skattade Phillipskurva.

Att arbetslösheten idag hade varit lägre om en mer expansiv penningpolitik hade förts sedan 2010 förefaller däremot sannolikt. Men det finns invändningar även mot den slutsatsen. För det första förutsätter resonemanget att en mer expansiv penningpolitik inte hade orsakat det krissscenario som en majoritet i Riksbankens direktion fört fram som en risk som motiverar högre ränta (se fördjupning i Penningpolitisk Rapport februari 2014). För det andra kan en högre arbetslöshet nu uppvägas av en lägre arbetslöshet i framtiden, eftersom låg inflation och låga inflationsförväntningar medger en mer expansiv penningpolitik i framtiden. Frågan är alltså om den låga inflationen påverkar den genomsnittliga nivån på arbetslösheten, eller endast hur arbetslösheten varierar över konjunkturcykeln.

<sup>13</sup> Exempel är amerikanska *Federal Reserve*, *Bank of England* och den europeiska centralbanken (ECB). De två förstnämnda bankerna har kompletterat låga styrräntor med kvantitativa lättnader för att på så sätt försöka göra penningpolitiken mer expansiv.

Men förtroendet för penningpolitiken kommer knappast att bestå om inflationstakten avviker från målet under alltför lång tid. En fråga som diskuteras flitigt efter de senaste årens finanskris är om centralbanker med hjälp av styrräntan ska försöka bidra till att dämpa svängningarna i kredityckler.<sup>14</sup> Möjligen kan penningpolitiken bidra till en sådan stabilisering under en kort tid innan andra åtgärder inom makrotillsynen har kommit på plats. Men studier visar att typiska kredityckler är betydligt mer utdragna än vanliga konjunkturcykler.<sup>15</sup> Att föra en penningpolitik som "lutar mot vinden" – det vill säga som medför en inflation under målet – under många år för att dämpa en uppgång i kredityckeln skulle förmodligen medföra att inflationsmålets status börjar ifrågasättas.

Dessa resonemang blir allt viktigare ju lägre inflationen och styrräntan är. Om inflationsförväntningarna faller krävs allt kraftfullare penningpolitik för att få upp inflationen mot målet.<sup>16</sup> Och eftersom styrräntan har en nedre gräns kan det bli svårt att göra penningpolitiken tillräckligt kraftfull när denna gräns har nåtts. En slutsats av dessa insikter kan vara att penningpolitiken bör reagera asymmetriskt när inflationen är låg. Penningpolitiken skulle då motverka fallande inflation extra kraftfullt om det är risk att styrräntan annars når sin nedre gräns.<sup>17</sup>

#### *Men faran med deflation ska inte överdrivas*

Den låga inflationen i Sverige och euroområdet har under den senaste tiden lett till att riskerna med *deflation*, det vill säga en fallande allmän prisnivå, har diskuterats ganska flitigt.<sup>18</sup> Även om jag oroas av att den svenska inflationen under flera år har varit alltför låg tycker jag att deflationsdebatten ibland är väl alarmistisk och att den ofta fokuserar på fel risker.

Till att börja med ser jag inte en utdragen period med fallande priser som ett sannolikt scenario för Sverige. Tillväxten är relativt god vilket bör bidra till att priserna stiger. Vi har dessutom utrymme att motverka fallande priser genom att föra en mer expansiv penningpolitik. Reporäntan kan sänkas med åtminstone 50 punkter innan den nedre gränsen nås. Om det inte skulle vara tillräckligt kan vi utforma andra penningpolitiska åtgärder som bidrar till stigande inflation.

Dessutom sker inget magiskt just när inflationen passerar nollstrecket och blir svagt negativ snarare än svagt positiv. De problem med låg inflation som jag har listat ovan blir gradvis större ju lägre inflationen är och detta fortsätter givetvis att gälla även när inflationen blir negativ. Men ofta sägs problemet med fallande priser vara att efterfrågan då kollapsar eftersom hushållen skjuter upp sin konsumtion i avvaktan på att inköpen ska bli billigare när priserna har fallit.<sup>19</sup> Resonemanget är inte nödvändigtvis felaktigt, men det är egentligen endast en omformulering av de problem som jag nämnde ovan: att låg inflation

<sup>14</sup> Se Smets (2013) för en genomgång av olika synsätt i denna fråga.

<sup>15</sup> Enligt Drehmann med flera (2012) är en genomsnittlig finansiell cykel, där kredityckeln är ett centralt inslag, 16 år lång. Längden för en genomsnittlig konjunkturcykel är betydligt kortare, kanske fem år.

<sup>16</sup> Inflationsförväntningarna har under de senaste åren fallit i Konjunkturinstitutets och Prosperas enkätundersökningar. De kortsiktiga förväntningarna ligger nu strax under en procent men de långsiktiga förväntningarna ligger fortfarande nära inflationsmålets två procent.

<sup>17</sup> Se resonemang kring detta i Williams (2009) och Bayoumi med flera (2014).

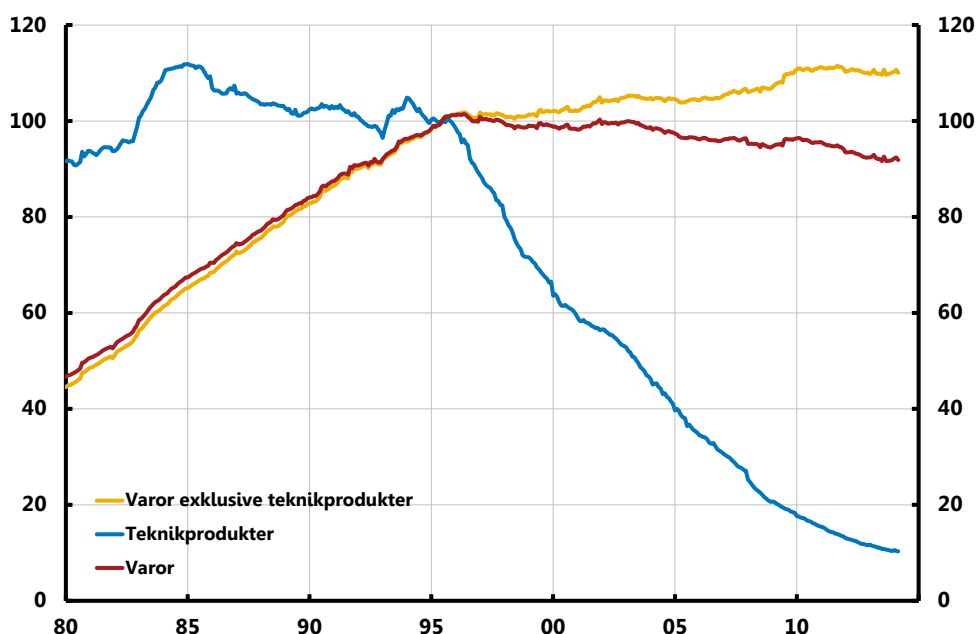
<sup>18</sup> Se till exempel Krugman (2014) och Pettersson (2014).

<sup>19</sup> Bordo och Filardo (2005) konstaterar att deflationsepisoder har varit vanliga genom historien och ofta har varit oproblematiske. Men de noterar även att sådana oproblematiske episoder ofta inträffade under guldstandarden och att de långsiktiga inflationsförväntningarna då var väl förankrade. Mekanismer som bygger på förväntningar om lägre priser i framtiden uppstår då inte lika lätt.

- begränsar penningpolitikens handlingsutrymme. Det finns en risk att hushållen skjuter upp sin konsumtion – det vill säga att de ökar sitt sparande – om realräntan är omotiverat hög. Här måste dock prisutvecklingen sättas i relation till löneutvecklingen och den avkastning man får på sparandet, så det finns knappast anledning att tro att något dramatiskt börjar ske just när den allmänna inflationstakten blir negativ.

Man ska dessutom komma ihåg att det göms stora skillnader i pristrender för olika varugrupper bakom den allmänna inflationstakten. Ett exempel är prisutvecklingen för teknikintensiva varor såsom tv-apparater, datorer och mobiltelefoner. Prisnivån för sådana varor har, på grund av snabb produktivitetstillväxt, fallit ganska snabbt även under perioder när den allmänna inflationstakten har varit klart positiv (se figur 5). Men trots de fallande priserna har efterfrågan på sådana varor inte kollapsat utan snarare ökat över tiden.

**Figur 5. Stora skillnader i pristrender för olika varugrupper**



Anm. Index 1995=100. Teknikprodukter avser en sammanvägning av grupperna radio, tv, video, kameror inkl. färgfilm och musikinstrument, cd, dvd i KPI.  
Källor: SCB och Riksbanken

Sammanfattningsvis är jag alltså oroad av den låga inflationen i Sverige under de senaste åren. Jag ser det som särskilt problematiskt att den låga inflationen riskerar att försämra lönebildningen och bidra till onödigt hög arbetslöshet. Det finns också en risk att penningpolitikens trovärdighet och effektivitet försämras och att det sker godtyckliga omfördelningar mellan långgivare och låntagare.

Men jag tycker samtidigt att en del farhågor och problem har blivit förstörade i debatten. Risken för att Sverige ska drabbas av en utdragen period med fallande priser ser jag som liten, och om det trots allt sker blir konsekvenserna förmodligen endast en gradvis förstärkning av de problem jag redan ser med den låga inflationen.

Risken att vi ska drabbas av en utdragen deflationsperiod hänger delvis samman med synen på vad penningpolitiken kan uppnå. Jag tycker mig ibland se

en alltför pessimistisk inställning till Riksbankens förmåga att påverka den svenska inflationstakten. Låt mig avslutningsvis diskutera den frågan.

### ***Inflationstakten bestäms av penningpolitiken***

Centralbanker talar ofta om den så kallade *transmissionsmekanismen*, det vill säga hur en förändring i styrräntan påverkar olika aspekter av ekonomin och i förlängningen inflationstakten. Men hur väl fungerar egentligen den här transmissionen? Måste en liten öppen ekonomi som den svenska anpassa sig till omvärldens penningpolitik och pristrender? Har transmissionsmekanismen skadats eller försvagats efter finanskrisen?

Min syn på de här frågorna är kanske något kluven. Det är – och har länge varit – tydligt att vi inte fullt ut förstår hur transmissionsmekanismen fungerar. Den beskrivning vi ger är förenklad och bygger delvis på teorier och hypoteser som inte helt har kunnat verifieras i data. Men samtidigt visar empiriska studier och praktisk erfarenhet att styrräntan är ett användbart redskap för att påverka konjunktur- och inflationsutvecklingen.

Det stämmer visserligen att en liten öppen ekonomi som den svenska är beroende av utvecklingen i omvärlden. Låg efterfrågan i omvärlden bidrar till låg efterfrågan även i Sverige. Och låga prisökningar i omvärlden bidrar till låga importpriser vid en given växelkurs. Men därmed inte sagt att penningpolitiken saknar förmåga att motverka sådana utvecklingar. Jag brukar tänka på det som en roddbåt i strömt vatten. Om vi inte ror avgör strömmarna (omvärlden) vart båten tar vägen. Men om vi ror har vi bättre förmåga att ta oss ungefär dit vi vill, särskilt om vi försöker hålla oss borta från de delar av vattnet där strömmen är som starkast.

Penningpolitikens transmissionsmekanism brukar delas upp i olika kanaler (se figur 6).<sup>20</sup> Den oftast nämnda av dessa kanaler är förmodligen *räntekanal*en. En lägre ränta gör att det blir mer attraktivt att konsumera och investera. På så sätt ökar efterfrågan i ekonomin. Och på sikt medför den högre efterfrågan att priser och löner stiger, det vill säga att inflationen ökar.

I en omvärldsberoende ekonomi som den svenska är *växelkurskanalen* förmodligen viktigare, åtminstone för inflationens utveckling. En (oväntad) räntesänkning medför att kronan försvagas. Den svagare kronan gör att efterfrågan på svenska varor gynnas på bekostnad av utländska varor. Till detta kommer en direkt inflationseffekt som uppstår då importen blir dyrare på grund av den svagare växelkursen.

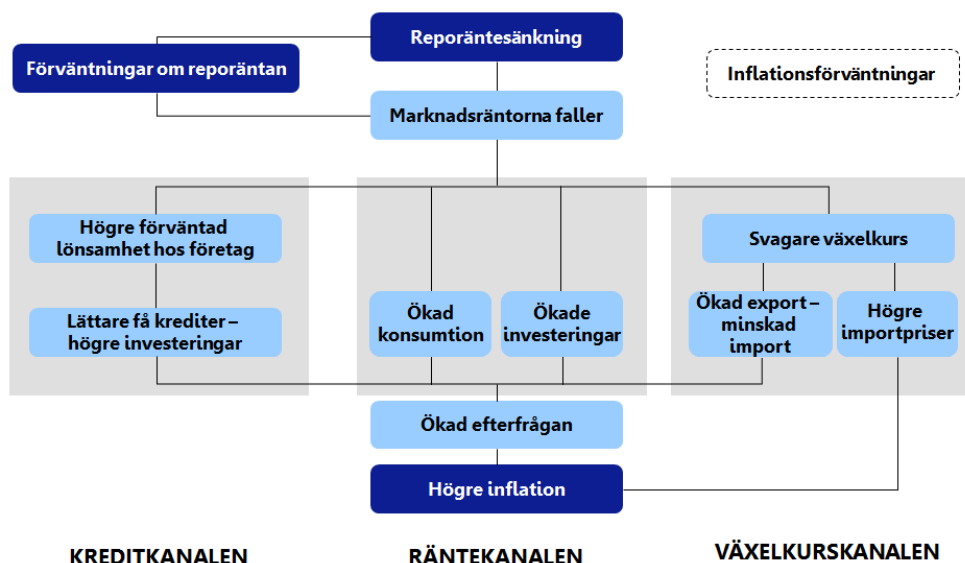
Att den direkta inflationseffekten är viktig bekräftas av empiriska studier på svenska data (Hopkins med flera, 2009); Den svenska inflationen påverkas nästan omedelbart när reporäntan ändras, och merparten av inflationseffekten uppstår via växelkurskanalen.<sup>21</sup>

I linje med detta resonemang noterar jag att kronan förstärktes efter att Riksbanken började höja reporäntan sommaren 2010. Och, som jag har påpekat tidigare, var det efter dessa räntehöjningar som den svenska inflationen – till skillnad från omvärldens – började falla.

<sup>20</sup> Se Hopkins med flera (2009) för en beskrivning av transmissionsmekanismen och empiriska studier av hur den fungerar i Sverige.

<sup>21</sup> De största effekterna på inflationen mellan två kvartal uppstår under det första kvartalet efter en ränteförändring, men det tar ett år tills de största effekterna uppnås för inflationens tolv månaderstal.

**Figur 6. Transmissionsmekanismen. Hur påverkar penningpolitiken inflationen?**



De kortsiktiga *inflationsförväntningarna* är en komponent i transmissionsmekanismen som jag tycker uppmärksammas allt för lite som tänkbar förklaring till den låga inflationen. När företagen sätter sina priser spelar det roll hur de tror att andra företag kommer att sätta sina priser, och hur de tror att deras kunder kommer att reagera på prisförändringar. På samma sätt är det när arbetsgivare och arbetstagare förhandlar om lönerna. Om man tror att andra företag kommer att hålla priser och löner oförändrade blir det svårare att själv höja priser och löner. Eftersom inflationsförväntningarna verkar hänga nära samman med de senaste inflationsutfallen är det därför risk att låg inflation blir självuppfyllande.

En konsekvens av sådana resonemang är att det är viktigt att penningpolitiken reagerar tidigt när inflationen börjar falla. Ju senare man tar tag i problemen desto kraftfullare penningpolitik kommer att behövas för att få upp inflationen till den målsatta nivån. Eller för att återkomma till liknelsen med roddbåten: när man kommit ut på riktigt strömt vatten behövs krafttag för att ta sig tillbaka.

Notera att de två transmissionskanaler jag har fokuserat på, växelkurskanalen och förväntningskanalen, inte nödvändigtvis verkar via ekonomins reala sida. Det är därför fullt möjligt att penningpolitiken har stor förmåga att påverka inflationsutvecklingen även om reala variabler som arbetslöshet och BNP-tillväxt inte påverkas lika tydligt.

Baserat på de här resonemangen är min utgångspunkt alltså att den svenska penningpolitiken har stora möjligheter att föra tillbaka inflationen mot målet på två procent. Men jag tycker mig ofta stöta på argument som motsäger denna slutsats. Låt mig avslutningsvis ge min tolkning av dessa argument och förklara varför jag inte har övertygats av dem.

*Feltolkat: Reporäntans genomslag på andra räntor har försvagats*

Efter finanskrisen sänktes reporäntan med nästan fem procentenheter. Men de räntor hushåll och företag kunde låna till föll mindre eftersom risk- och likvidi-

tetspremier samtidigt ökade. Dessa observationer betyder dock inte att effekterna av förändringar i reporäntan har förändrats. En rimligare tolkning är att sänkningarna av reporäntan har motverkats av, och ibland kanske drunknat i, andra krafter.<sup>22</sup> Om reporäntan inte hade sänkts så kraftigt hade hushållens och företagets räntor med all sannolikhet blivit högre.

*Feltolkat: Penningpolitiken i små ekonomier bestäms i omvärlden*

En traditionell läroboksframställning skulle säga att ett land som har flytande växelkurs och tillåter fri kapitalrörlighet över gränserna fritt kan utforma sin penningpolitik för att uppnå ett inhemskt inflationsmål. Men i en uppmärksam uppsats menade Rey (2013) nyligen att denna slutsats inte längre är giltig. Hon menade att globaliseringen och de allt större internationella kapitalflödena gör att penningpolitiken runt om i världen måste anpassas till penningpolitiken i de dominerande ekonomierna, främst USA.

Reys tes är att stora mängder kapital kommer att flöda in i ett land som försöker bedriva en stramare penningpolitik. Kapitalinflödet kommer antingen att medföra en oönskad förstärkning av landets valuta eller att tillgångspriser ökar alltför snabbt i landet. Denna tes, som Rey formulerade med tillväxtekonomier i åtanke, kan mycket väl vara korrekt och relevant även för mer utvecklade ekonomier som den svenska. Men jag menar att slutsatsen av sådana insikter då måste bli att den svenska penningpolitiken inte kan avvika för mycket från penningpolitiken i USA och euroområdet utan att ge upphov till en omotiverat stark krona.<sup>23</sup>

*Feltolkat: Inflationen är låg även i länder med mer expansiv penningpolitik*

Inflationen faller nu även i länder och valutaområden där centralbankerna har fört en mer, ibland betydligt mer, expansiv penningpolitik än Riksbanken. Ibland har jag hört dessa observationer föras fram som argument som visar att en mer expansiv penningpolitik inte skulle få någon större effekt. En sådan slutsats är inte övertygande.

Till exempel är det bara något år sedan som det diskuterades flitigt på den internationella agendan varför inflationen var så överraskande *hög*.<sup>24</sup> Bakgrunden till den diskussionen var att den svaga ekonomiska utvecklingen på många håll i världen inte verkade ha någon större effekt på inflationen. Trots låg efterfrågan i ekonomin och hög arbetslöshet höll sig inflationen uppe på nivåer som inte verkade stämma med historiska mönster.<sup>25</sup>

<sup>22</sup> I linje med denna tolkning finner Karlsson och Fredriksson (2013) att reporäntan har haft samma kortsiktiga genomslag på bolåneräntorna före och efter finanskrisen.

<sup>23</sup> Den slutsats Rey betonar är att penningpolitiken måste kompletteras av andra verktyg; antingen makrotillsynsåtgärder som kan motverka oönskade svängningar i tillgångspriser, eller begränsningar av den internationella kapitalrörligheten för att helt enkelt strypa den mekanism hon oroas av.

<sup>24</sup> Se till exempel Ball och Mazumder (2011), Coibon och Gorodnichenko (2013) och IMF (2013).

<sup>25</sup> En av de oftast framförda förklaringarna till att inflationen inledningsvis hölls uppe är att inflationsförväntningarna hade blivit förankrade vid inflationsmålens nivåer och att detta bidrog till att tillfälligt hålla uppe inflationen på ett annat sätt än i tidigare konjunkturedgångar. Den förklaringen är också, åtminstone delvis, konsistent med de slutsatser jag dragit om penningpolitikens förmåga att påverka inflationen även om effekterna på konjunkturutvecklingen är mindre påtagliga. En annan, närbesläktad, förklaring som förts fram är att länken mellan efterfrågeläget och inflationen helt enkelt är svagare då inflationen är låg i utgångsläget. De senaste ett eller två decennierna har inflationen varit låg jämfört med de nivåer som var vanliga på 1970- och 1980-talen. Då finanskrisen inleddes var inflationen därför redan låg. Och då inflationen är låg finns det faktorer som håller emot ytterligare fall. Lönestelheter kan vara en sådan faktor. I tider med hög arbetslöshet är det inte ovanligt att löneökningar uteblir. Däremot är det ovanligare att lönerna faktiskt sänks och det har i sin tur betydelse för hur låga prisökningarna blir.

I viss mån kan man nog säga att penningpolitiken i omvärlden, åtminstone för en tid, var mer framgångsrik i att stabilisera inflationen än konjunkturen. Utan de kraftiga penningpolitiska stimulanserna hade inflationen förmodligen blivit betydligt lägre. Och i de länder som kanske har fört den mest expansiva penningpolitiken, USA och Storbritannien, verkar inflationen inte falla till lika låga nivåer som i till exempel Sverige och euroområdet.

#### *Feltolkat: Snabb teknologisk utveckling medför fallande priser*

Den allra vanligaste missuppfattning som jag hör gäller fallande internationella varupriser. Till exempel brukar man notera att svenska varupriser har fallit de senaste åren och kanske noterar man även att priset på teknikintensiva varor faller snabbt.<sup>26</sup>

Men här blandar man samman relativpriser med den allmänna inflationsnivån. Att varupriserna ökar långsammare än tjänstepriserna är inget nytt fenomen.<sup>27</sup> Fenomenet är inte heller överraskande. Löneökningarna är visserligen ungefär desamma i varu- och tjänstebranscherna, men produktivetsökningarna är högre i varubranscherna. Det gör att arbetskostnaderna per producerad enhet ökar långsammare där, vilket i sin tur gör att prisökningarna på varor alltid tenderar att vara lägre än på tjänster. Och för de varubranscher som har snabbast produktivitetstillväxt blir prisökningarna ännu lägre.

Dessa insikter säger dock inget om de genomsnittliga prisförändringarna – inflationen – utan endast något om hur prisutvecklingen för olika varor och tjänster förhåller sig till varandra. Som ett exempel kan nämnas att priserna på teknikintensiva varor steg betydligt långsammare än priserna på tjänster även när inflationen var hög i Sverige under 1980-talet. Och inflationen är idag betydligt högre i många länder runt om i världen trots att de möter samma utveckling som Sverige för de internationella priserna på teknikintensiva varor.

Kopplat till den här diskussionen vill jag förtydliga att ett inflationsmål på två procent inte innebär att priserna i var och en av undergrupperna bakom KPI kommer att öka med två procent i genomsnitt. Eftersom varupriserna förväntas öka långsammare än tjänstepriserna måste de senare förmodligen öka snabbare än två procent i genomsnitt för att inflationsmålet ska uppfyllas.<sup>28</sup> Figur A2 visar att så inte har varit fallet.

## **Avslutande kommentarer**

Idag har jag försökt förklara varför jag oroas av att inflationen har legat klart under inflationsmålet nivå under de senaste tre åren. Det beror främst på att en låg inflation kan försämra lönebildningen och därmed arbetsmarknadens funktionssätt, samt att förtroendet för penningpolitiken kan skadas vilket både kan medföra att framtida penningpolitik blir mindre effektiv och att ekonomiskt planerande försvåras då det skapas onödigt osäkerhet om den framtida prisutvecklingen.

Jag har också försökt förmedla att penningpolitiken har stora möjligheter att påverka inflationsutvecklingen, men att en sådan påverkan inte nödvändigtvis

<sup>26</sup> Att varupriserna har fallit syns i figur A2 medan det snabba fallet i priset på teknikintensiva varor syns i figur 5.

<sup>27</sup> Figur A5 i appendix visar att tjänstepriserna har ökat snabbare än varupriserna åtminstone sedan början av 1980-talet.

<sup>28</sup> Denna slutsats förutsätter att de genomsnittliga ökningstakterna för energi- och livsmedelspriser inte är klart högre än två procent.

■ förutsätter att penningpolitiken har stora effekter även på konjunkturutvecklingen. Det sätts ibland alltför liten tilltro till Riksbankens förmåga att uppfylla inflationsmålet men alltför stor tilltro till vår möjlighet att sänka den genomsnittliga arbetslösheten. Det är penningpolitiken som avgör hur hög den genomsnittliga inflationen blir. Den genomsnittliga nivån på arbetslösheten bestäms däremot huvudsakligen av faktorer utanför Riksbankens kontroll.

Till sist vill jag upprepa vad jag sade i början av anförandet. Jag försöker inte säga att Riksbanken kan kontrollera inflationen med precision. Det är varken önskvärt eller möjligt för penningpolitiken att hela tiden hålla inflationen stabil nära inflationsmålet 2 procent. Men penningpolitiken kan förhindra att inflationen under en utdragen tidsperiod hamnar långt under målet.

## Referenser

Ball, Laurence och Sandeep Mazumder (2011), "Inflation Dynamics and the Great Recession", *Brookings Papers on Economic Activity* Spring 2011 42(1), 337-405.

Bayoumi, Tamim, Giovanni Dell'Ariccia, Karl Habermeier, Tomaso Mancini-Griffoli och Fabian Valencia (2014), "Monetary Policy in the New Normal", IMF Staff Discussion Note 14/3.

Bordo, Michael och Andrew Filardo (2005), "Deflation in a Historical Perspective", Bank for International Settlements Working Papers No. 186.

Coibon, Olivier och Yuriy Gorodnichenko (2013), "Is the Phillips Curve Alive and Well After All? Inflation Expectations and the Missing Disinflation", NBER Working Papers No. 19598.

Drehmann, Mathias, Claudio Borio och Kostas Tsatsaronis (2012), "Characterising the Financial Cycle: Don't Lose Sight of the Medium Term!", Bank for International Settlements Working Papers No. 380.

Eggertsson, Gauti och Paul Krugman (2012), "Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach", *Quarterly Journal of Economics*, 1469-1513.

Fisher, Irving (1933), "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica* 1(4), 337-357.

Flodén, Martin (2012), "A Note on Swedish Inflation and Inflation Expectations", manuskript, Stockholms universitet.

Hopkins, Elisabeth, Jesper Lindé och Ulf Söderström (2009), "Den penningpolitiska transmissionsmekanismen", Penning- och valutapolitik 2009 (2), Riksbanken.

IMF (2013), Chapter 3 – the Dog that Didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled Or Was It Just Sleeping? *World Economic Outlook*, April 2013. International Monetary Fund.

Karlsson, Olov och Richard Fredriksson (2013), "Hur har genomslaget från reporäntan till bolåneräntorna påverkats till följd av finanskrisen?", kandidatuppsats i nationalekonomi, Stockholms universitet.

Krugman, Paul (2014), "Sweden Turns Japanese", *New York Times*, 20 april.

■ Moghadam, Reza, Ranjit Teja och Pelin Berkmen (2014), "Euro Area – 'Deflation' Versus 'Lowflation'", iMFdirect, 4 mars 2014.

Pettersson, Ola (2014), "Riksbanken klarar inte sitt uppdrag", Expressen, 6 maj.

Rey, Helene (2013), "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", 25<sup>th</sup> Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Smets, Frank (2013), "Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Inter-linked?", Penning- och valutapolitik 2013:3, Riksbanken.

Svensson, Lars E.O. (2013a), "Leaning Against the Wind Leads to a Higher (Not Lower) Household Debt-to-GDP Ratio", manuscript, SIFR, Swedish House of Finance.

Svensson, Lars E.O. (2013b), "The Possible Unemployment Cost of Average Inflation below a Credible Target", under utgivning i *American Economic Journal: Macroeconomics*.

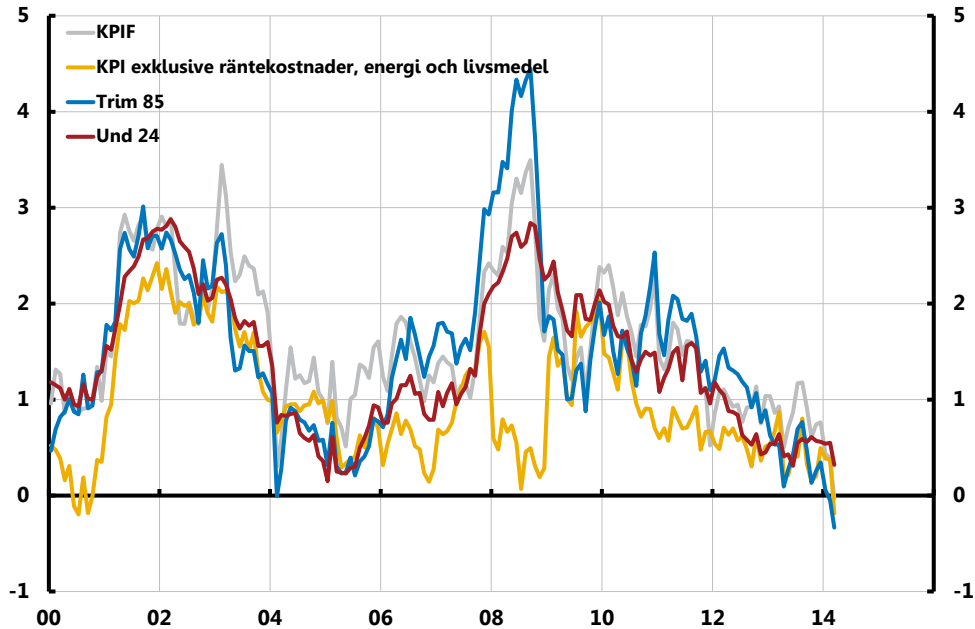
Svensson, Lars E.O. (2013c), "Reservation mot Redogörelse för penningpolitiken 2012", Protokollsbilaga B till Direktionens protokoll nr 7, 2013-03-19, Riksbanken.

Söderström, Ulf och Anders Vredin (2013), "Inflationen, arbetslösheten och penningpolitiken", Ekonomisk kommentar nr 1 2013, Riksbanken.

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

## Appendix

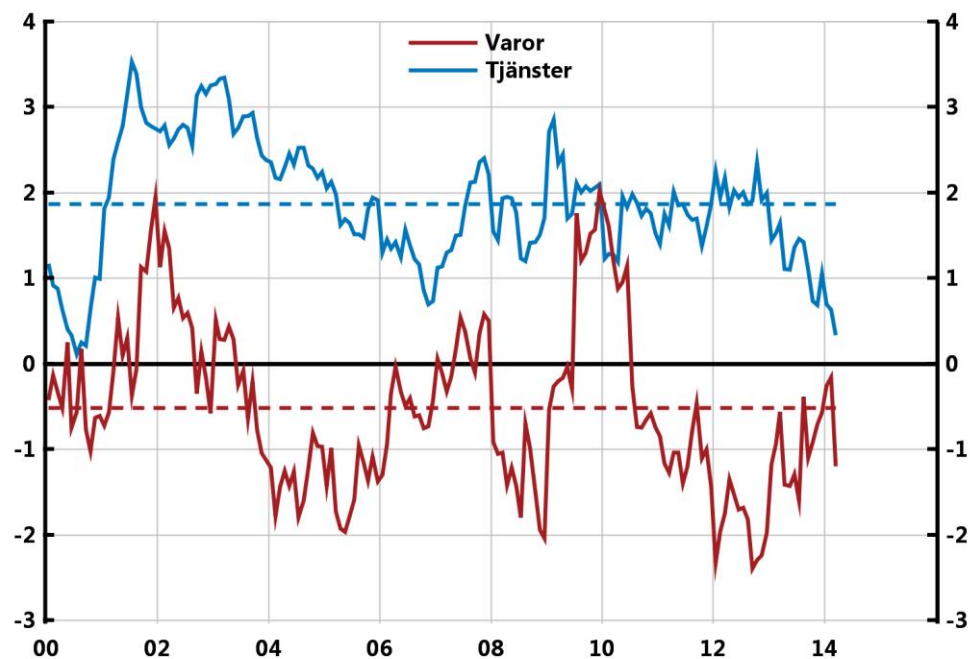
### Figur A1. Mått på underliggande inflation



Anm. Und 24 och Trim 85 är statistiska mått beräknade utifrån KPI uppdelat på cirka 70 undergrupper. Und 24 är sammanvägd med vikter justerade för den historiska standardavvikelsen. I Trim 85 har de 7,5 procent högsta och de 7,5 procent lägsta årliga prisförändringarna exkluderats. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

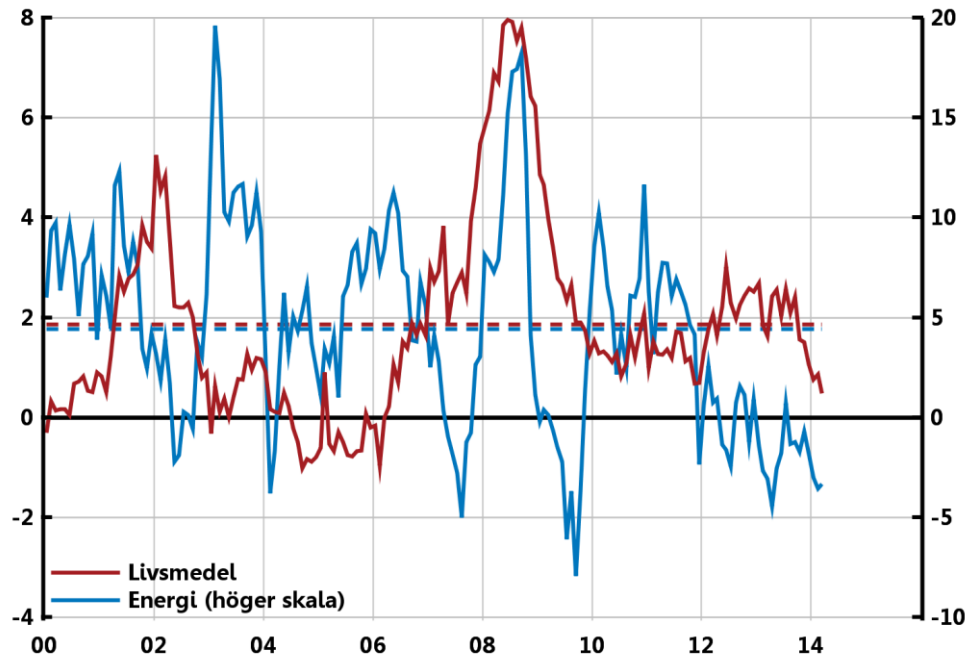
### Figur A2. Varu- och tjänstepriser



Anm. Varupriser och tjänstepriser enligt KPI, årlig procentuell förändring. Streckade linjer avser medel sedan år 2000.

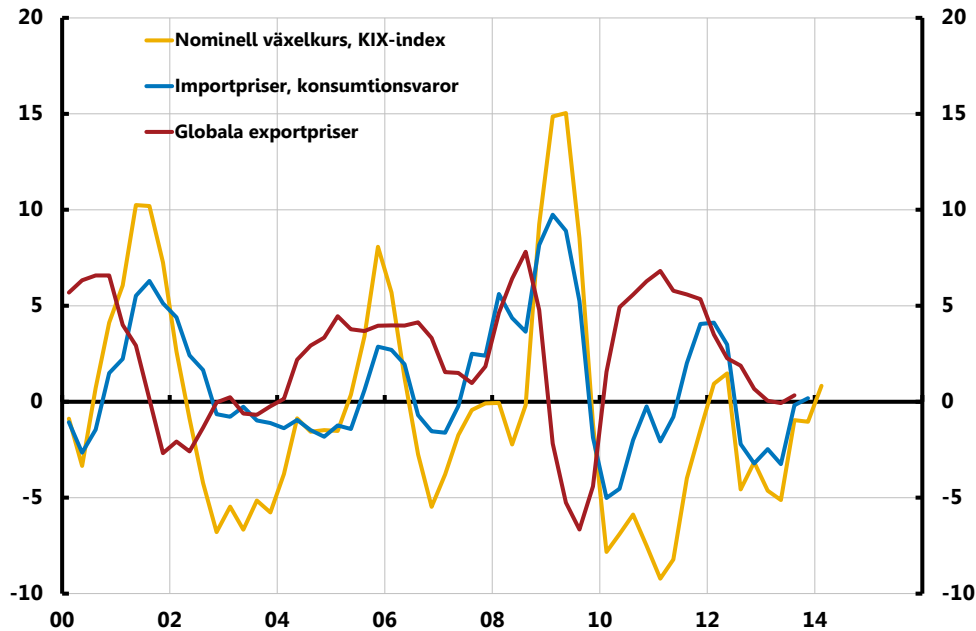
Källa: SCB

■ **Figur A3. Livsmedels- och energipriser**



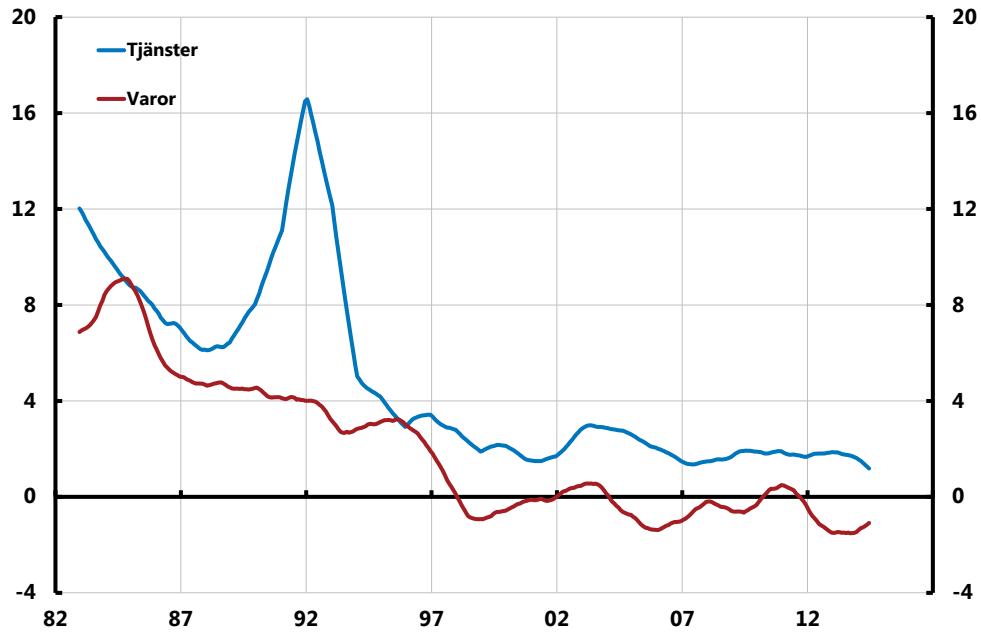
Anm. Livsmedelspriser och energipriser enligt KPI, årlig procentuell förändring. Streckade linjer avser medel sedan år 2000.  
Källa: SCB

**Figur A4. Nominell växelkurs, import- och exportpriser**



Anm. Årlig procentuell förändring. Globala exportpriser är en sammanvägning av exportdeflatorer (i lokala valutor) där Sveriges importandelar använts som vikt. KIX är en sammanvägning av de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.  
Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

Figur A5. Varu- och tjänstepriser, glidande medelvärden



Anm. 24 månaders glidande medelvärden.  
Källor: SCB och Riksbanken