

FÖRDJUPNING

Ett trovärdigt inflationsmål gagnar företag och löntagare

Riksbanken har under de senaste åren kritiserats av ekonomer och av företrädare för näringslivet som ansett att penningpolitiken varit alltför expansiv. Det historiskt låga ränteläget påstås vara skadligt för ekonomin, och vissa debattörer har dessutom ifrågasatt om den låga inflationen överhuvudtaget utgör ett problem. Företag och löntagare har dock mycket att vinna på att inflationen återförs till inflationsmålet. Riskerna förknippade med låga räntor ska inte avfärdas, men de måste vägas mot de betydande fördelar som kommer med stabila inflationsförväntningar och med ett trovärdigt inflationsmål.

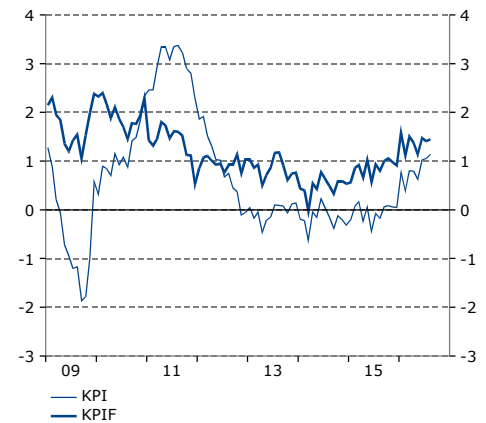
Penningpolitiken i Sverige är sedan ett par år tillbaka helt inriktad på att få upp inflationen till 2 procent. Reporäntan har sänkts till -0,5 procent och Riksbanken har därtill genomfört omfattande köp av svenska statsobligationer. Besluten om dessa åtgärder fattades i ett läge då prisökningstakten under en följd av år legat under målet på 2 procent, och då målets trovärdighet därför hade försvagats. Under hela 2014 var inflationen mätt med KPIF närmare noll än 2 procent, och mot slutet av det året uppmättes en tydlig nedgång i inflationsförväntningarna (se diagram 49 och diagram 50).

När penningpolitiken läggs om i mer expansiv riktning leder det vanligtvis till att resursutnyttjandet börjar stiga och till att priserna ökar i snabbare takt. Det mesta tyder också på att Riksbankens åtgärder har fått ungefär de effekter som man kunde förvänta. De senaste två åren har arbetslösheten fallit med ca 1,5 procentenheter och BNP har vuxit betydligt snabbare än den takt som av Konjunkturinstitutet bedöms vara långsiktigt hållbar. Resursutnyttjandet, mätt med BNP-gapet, bedöms nu vara högre än vid konjunkturell balans (se diagram 51). KPIF-inflationen har under samma period stigit med ungefär en procentenhet, från ca 0,5 till 1,5 procent, och förväntningarna på inflationen om 5 år har åter närmast sig målet på 2 procent. Penningpolitiken är en av flera faktorer som bedöms ha bidragit till denna utveckling.

Framgångarna till trots har flera ekonomer och företrädare för näringslivet kritiserat Riksbanken eftersom de menat att penningpolitiken varit alltför expansiv. Kritiken har bland annat handlat om att de låga räntorna bidragit till de senaste årens kraftiga uppgång i bostadspriserna och att negativa räntor skadar det finansiella systemet. Flera debattörer har också ifrågasatt om den låga inflationen över huvud taget är något att oroas över.

Diagram 49 Konsumentpriser

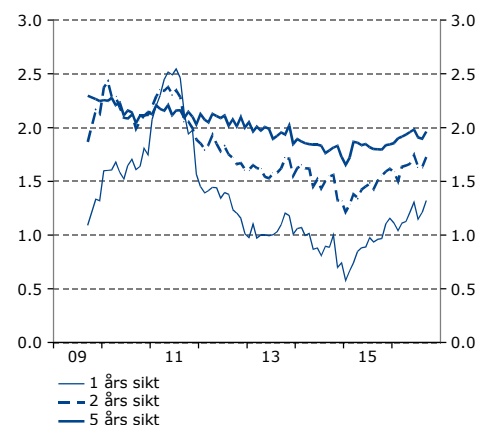
Årlig procentuell förändring, månadsvärden



Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

Diagram 50 Inflationsförväntningar hos penningmarknadens aktörer

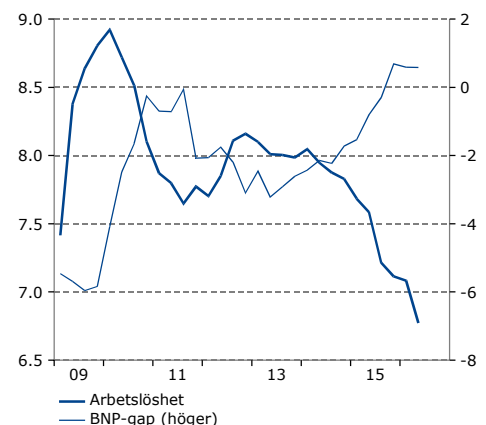
Procent, medelvärde, månadsvärden



Källa: TNS Sifo Prospera.

Diagram 51 Arbetslöshet och BNP-gap

Procent av arbetskraften respektive procentuell avvikelse från potentiell BNP, kvartalsvärden



Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

Den låga prisökningstakten har för företagens del kompenseras av förhållandevis låga kostnadsökningar och tillväxten i både BNP och sysselsättning har varit god. På vilket sätt utgör en inflation under målet på 2 procent ett problem som motiverar att räntorna på sparade medel hålls nära noll, eller att de till och med blir negativa, och att Riksbanken köper upp betydande delar av statsskulden?³¹

OVÄNTAT LÅGA INFLATIONSUTFALL GER HÖGA REALLÖNEÖKNINGAR

För att förklara problematiken med en alltför låg inflation kan det vara till hjälp att utgå från ett enkelt exempel som illustrerar hur nivån på inflationen påverkar hushållens köpkraft och företagens reala kostnader. I år väntas den genomsnittliga timlönen i näringslivet öka med knappt 3 procent, jämfört med fjolårets nivå. För en typisk löntagare som arbetar heltid innebär detta att årslönen stiger med ungefär 9 900 kronor. Men hur mycket ökar den anställdes köpkraft? Om den genomsnittliga prisnivån i konsumentledet förblir oförändrad under året, så att inflationen blir 0 procent, då ökar köpkraften också med 9 900 kronor. Om inflationen i stället blir 2 procent, då stiger den köpkraftsjusterade lönen per anställd i stället med knappt 3 300 kronor, mätt med 2015 års prisnivå.³² Det är alltså lätt att förstå varför den förväntade inflationen är en central variabel i löneförhandlingarna. Arbetsinkomsten utgör för många hushåll den dominerande källan till försörjning och exemplet ovan illustrerar att även ganska små överraskningar i prisökningstakten får betydande konsekvenser för köpkraften och därmed för hushållens levnadsstandard.

Under de senaste åren har inflationen upprepade gånger blivit lägre än vad som i genomsnitt förväntats av hushåll, företag och arbetsmarknadens parter. Arbetstagarnas köpkraftsjusterade lön har därmed blivit högre än förväntat och många löntagare har alltså gynnats av den oväntat låga inflationen.

HUR PÅVERKAS FÖRETAGEN?

Men hur har då företagen påverkats? Om ingångna löneavtal baseras på antagandet att inflationen ska hamna nära Riksbankens mål på 2 procent, då leder en inflation under 2 procent till att lönsamheten pressas i många företag. För de företag som är

³¹ Se Isaksson och Winsth (2015), Svenska Dagbladet (2015c), Svenska Dagbladet (2016) och Dagens Industri (2016).

³² Räkneexemplet utgår från en heltidsekvivalent medianlön bland löntagare i privat sektor 2015. Uppgifterna är tagna ur SCB:s strukturlönestatistik och avser löntagare i åldrarna 18–66 år.

verksamma på hemmamarknaden uppstår då en obalans mellan de prisökningar som företagen kan ta ut och de kostnadsökningar som de accepterat via avtalen. Något förenklat kan man säga att den oväntat höga köpkraft som har kommit löntagarna till del, den har företagen på hemmamarknaden förlorat. Efter flera år med låg inflation har företrädarna för dessa företag därför haft starka skäl att ifrågasätta inflationsmålets trovärdighet, och att argumentera för att parterna i löneförhandlingarna borde utgå från att inflationen de kommande åren blir lägre.

För exportföretagen är situationen något annorlunda. För produkter som produceras i Sverige men säljs i utlandet finns ingen direkt koppling mellan inflationen i det svenska konsumentledet och de producerande företagens lönsamhet. Inom euroområdet, som är Sveriges viktigaste exportmarknad, har den mångåriga och djupa lågkonjunkturen bidragit till att dämpa efterfrågan på svenska exportprodukter, samtidigt som löneökningarna i många länder inom valutaområdet har blivit förhållandevis låga. Företrädare för svenska exportföretag har därför oroat sig för att den jämförelsevis höga löneökningstakten i Sverige ska skada deras konkurrenskraft. Liksom företagen på hemmamarknaden har exportföretagen alltså funnit skäl att ifrågasätta inflationsmålets roll som riktmärke i de svenska avtalsförhandlingarna.³³

RIKSBANKEN HADE KUNNAT AGERA TIDIGARE FÖR ATT STABILISERA INFLATIONEN

Bakom företagarsidans kritik av inflationsmålet ligger alltså ett par olika, grundläggande argument. Företrädare för exportföretagen har menat, för det första, att pris- och kostnadsutvecklingen i vår omvärld måste ges större vikt i avtalsförhandlingarna, och att ett inhemskt bestämt inflationsmål inte är särskilt relevant i en liten och öppen ekonomi som den svenska. Andra företrädare för arbetsgivarna har i stället fokuserat på det faktum att inflationen under en lång rad av år har blivit lägre än 2 procent och att inflationsmålet därför inte är trovärdigt. En gemensam nämnare i kritiken har dock varit uppfattningen att Riksbanken haft svårt att påverka prisökningstakten, inte minst på grund av starka negativa prisimpulser från omvärlden.

En svag konjunkturutveckling i omvärlden och fallande råvarupriser var utan tvekan viktiga drivkrafter bakom de senaste årens låga inflation. Ett lågt resursutnyttjande bland våra handelspartner höll tillbaka efterfrågan på svenska exportprodukter och bidrog på så sätt till att resursutnyttjandet var lågt även i

³³ Se Dagens Industri (2015), Hidesten m.fl. (2015), Svenska Dagbladet (2015a) och Svenska Dagbladet (2015b).

Sverige. Det låga inhemska resursutnyttjandet dämpade i sin tur näringslivets efterfrågan på arbetskraft och höll tillbaka löneökningstakten. Prisutvecklingen i Sverige påverkades dessutom, via importen, av den låga inflationen i omvärlden och av de kraftiga prisfall på viktiga råvaror som inträffade under 2014 och 2015.

Men en svag internationell konjunkturutveckling och låga importpriser innebär inte att centralbanken förlorar kontrollen över den allmänna prisökningstakten. Via den inhemska efterfrågan och växelkursen har penningpolitiken möjlighet att återföra inflationen till målet. Giltigheten i dessa grundläggande makroekonomiska samband illustreras av den omläggning av penningpolitiken i mer expansiv riktning som skedde 2014, och de konsekvenser som detta fått på resursutnyttjandet och på inflationen. I sin utvärdering av penningpolitiken för perioden 2010 till 2015 drog också Goodfriend och King (2016) slutsatsen att Riksbanken tidvis underskattade problemen i euroområdet och att reporäntan borde ha sänkts tidigare.³⁴

NYTTAN AV ETT TROVÄRDIGT INFLATIONSMÅL

Varför är det då så viktigt att stabilisera inflationen runt målet på 2 procent? Om låg omvärldsefterfrågan och låg importerad inflation dämpar den svenska prisökningstakten, kan inte centralbanken då tolerera att inflationen under en period hamnar under inflationsmålet? Problemet med en sådan strategi är att målets trovärdighet då kan komma att ifrågasättas och försvagas. Den oenighet om inflationsmålets roll i löneförhandlingarna som uppstått de senaste åren är ett tecken på just detta.³⁵ När företag och hushåll börjar tvivla på att inflationen ska återgå till inflationsmålet, då uppkommer samhällsekonomiska kostnader. Ett exempel är just oenigheten om vilka inflationsprognoser som bör ligga till grund för löneförhandlingarna. Osäkerheten om den framtida prisökningstakten gör det svårare för arbetsmarknadens parter att komma överens om nya löneavtal, och det blir svårare för både företag och hushåll att bedöma innebörden av ingångna avtal. Exemplet ovan om inflationens påverkan på den köpkraftsjusterade lönen hos en typisk löntagare i privat sektor illustrerar just detta.

³⁴ Konjunkturinstitutet (2016) visar att Riksbanken, i sina prognoser från perioden 2011–2015, gjorde systematiska överskattningar av inflationen för nästkommande år och att dessa fel var större än ett genomsnitt av svenska prognosinstitut. Prognosfelen kan ha bidragit till att styrräntan inte sänktes tidigare och mer. Chefen för den amerikanska centralbanken, Janet Yellen, har å sin sida antytt att Riksbanken kan ha missbedömt nivån på den så kallade reala jämviktsräntan, även kallad den naturliga räntan, och att detta kan ha bidragit till de senaste årens svårigheter att stabilisera inflationen runt inflationsmålet. Se Yellen (2015).

³⁵ Att ekonomer och företrädare för parterna ifrågasätter Riksbankens förmåga att stabilisera inflationen runt målet är ett annat sådant tecken. En tredje indikation på försvagad trovärdighet är den nedgång i de långsiktiga inflationsförväntningarna som uppmättes kring årsskiftet 2014/2015 (se diagram 50).

Förväntningar om framtida inflation är viktiga även på andra marknader, vid sidan om arbetsmarknaden. Det gäller inte minst de finansiella marknaderna, där den framtida, reala avkastningen på olika tillgångar ofta är helt avhängig av framtida inflationsutfall. Resultat från forskning om terminspremier indikerar exempelvis att graden av osäkerhet om den framtida inflationen är en viktig bestämningsfaktor för storleken på den så kallade löptidspremien på obligationer. Större osäkerhet om den framtida prisutvecklingen innebär en större osäkerhet om den reala avkastningen på obligationer. Som kompensation för denna risk kräver investerare en högre förväntad avkastning, eller ränta. För företagen innebär högre räntor att det blir mindre lönsamt att investera.³⁶

BEHOVET AV ETT NOMINELLT ANKARE

Om centralbanken inte reagerar på tecken på försvagad trovärdighet för inflationsmålet, då finns det en risk att problemen eskalerar. Anledningen är att värdet på moderna valutor i grund och botten inte är annat än en överenskommelse mellan de olika aktörer som använder valutan. Centralbanken har visserligen starka medel till sitt förfogande för att upprätthålla denna överenskommelse, men om styrmedlen inte används kan förtroendet för valutans värde komma i gungning. Ett enkelt men avslöjande tankeexperiment kan klargöra denna poäng. Låt oss anta att alla svenska företag, hushåll och myndigheter kom överens om att konvertera värdet på den svenska valutan: på ett förutbestämt datum halverades alla löner och priser, och vid samma tillfälle växlade Riksbanken in alla existerande sedlar till nya sedlar med halva den ursprungliga valören. Alla banker halverade samtidigt alla tillgångar på alla konton och beloppet på alla lån och andra kontrakt multiplicerades med 0,5. En sådan konvertering av kronans värde skulle innebära att inflationen just den dagen uppgick till –50 procent, men alla relativa priser skulle förbli oförändrade och den köpkraftsjusterade lönen skulle för alla löntagare förbli densamma. Tankeexperimentet kan i förstone

³⁶ Se Wright (2011). För en kritisk diskussion av dessa resultat, se även Bauer m.fl. (2014).

Diagram 52 Konsumentpriser sedan 1981

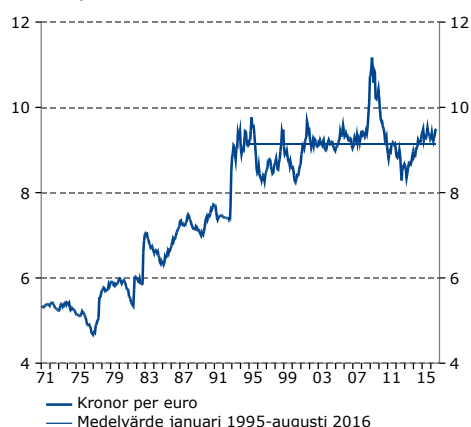
Årlig procentuell förändring, månadsvärden



Källa: SCB.

Diagram 53 Kronans växelkurs gentemot euron

Kronor per euro, månadsvärden



Anm. För perioden före den 1 januari 1999 har euroväxelkursen beräknats som ett vägt genomsnitt (ECU) av växelkurserna för valutorna i de länder som senare blev en del av euroområdet.

Källor: Macrobond, Riksbanken och Konjunkturinstitutet.

verka konstlat, men en liknande konvertering av värdet på den franska francen genomfördes den 1 januari 1960.³⁷

Det genomsnittliga priset på varor, tjänster och arbetskraft, uttryckt i en modern valuta som kronor eller euro, är alltså ingenting annat än en överenskommelse. Det är just av denna anledning som moderna valutor behöver ett nominellt ankare, det vill säga ett trovärdigt riktmärke för den allmänna prisökningstakten. Med ett sådant trovärdigt riktmärke att förhålla sig till blir det möjligt för tusentals olika företag och miljontals löntagare att förhålla sig till de relativa prisförändringar som hela tiden uppstår, och att tolka löne- och prisförändringar på ett meningsfullt sätt. Sedan mitten av 1990-talet har Riksbankens inflationsmål fungerat som ett trovärdigt nominellt ankare i Sverige. Inflationsmålet har tjänat sitt syfte att stabilisera inflationen och inflationsförväntningarna (se diagram 52). Genom att prisutvecklingen stabiliserats har inflationsmålet även bidragit till en förhållandevis hög stabilitet och förutsägbarhet i kronans växelkurs gentemot valutorna hos flera av våra viktigaste handelspartner, exempelvis euroområdet (se diagram 53).

FRAMTIDA HANDLINGSUTRYMME

De ekonomiska fördelarna med en inflationsmålsregim är alltså avsevärda och de utgör ett tungt vägande skäl för den expansiva penningpolitik som förts de senaste åren. Men även andra argument talar för att hålla ränteläget lågt i syfte att pressa upp inflationen. Ett sådant argument handlar om att skapa utrymme att stabilisera konjunkturen om ekonomin i framtiden skulle drabbas av oväntade, negativa störningar, exempelvis från utlandet. Riksbankens möjlighet att stimulera konsumtion och investeringar beror av dess makt att styra den reala avkastningen på lån, den så kallade realräntan. Realräntan bestämmer den faktiska, ekonomiska avkastningen på sparande och är, något förenklat, lika med skillnaden mellan den nominella räntan och inflationen. Eftersom inflationen är en förhållandevis trögrörlig variabel, kan centralbanken ändra den reala avkastningen på sparande genom att höja och sänka den nominella räntan. En lägre realränta innebär alltså en lägre real avkastning på sparande, och på motsva-

³⁷ Under andra halvan av 1950-talet genomlevde Frankrike en period av politiska och ekonomiska påfrestningar, delvis förorsakade av kriget i Algeriet. Åren 1956 och 1957 finansierades betydande underskott i den offentliga budgeten delvis via lån i centralbanken. Redan 1957 tvingades regeringen att be IMF om nödlån och både finans- och penningpolitiken lades om i mer stram riktning. Som ett led i arbetet med att återbygga förtroendet för den ekonomiska politiken fattades ett beslut om att införa en ny monetär enhet, den nya francen. I förordningen från 1958 stadgas bland annat att en ny franc ska vara värd 100 (gamla) franc, att växelkurserna för utländska valutor ska tolkas som hundradelar av den nya francen och att tidigare ingångna avtal ska konverteras till nya franc. År 1960 började centralbanken, Banque de France, att sätta de nya mynten och sedlarna i omlopp. Se Patat och Lutfalla (1990) samt Journal officiel (1958).

rande sätt att den faktiska ekonomiska kostnaden för att låna pengar blir lägre.

Antag nu att de internationella konjunkturutsikterna skulle försvagas avsevärt och att Riksbanken därför vill hålla realräntan låg i syfte att stimulera konsumtion och investeringar. Centralbankens möjlighet att i ett sådant läge hålla realräntan låg avgörs av nivån på inflationen i utgångsläget. Om prisökningstakten är ungefär 2 procent, då innebär en nominell styrränta på $-0,5$ procent att den reala styrräntan blir $-2,5$ procent. Men om inflationen i utgångsläget är 0 procent, då betyder samma nominella styrränta på $-0,5$ procent att även den reala styrräntan är $-0,5$ procent. Genom att pressa upp inflationen mot målet på 2 procent ökar alltså penningpolitikens stimulerande verkan på konjunkturen, för en given nivå på den nominella styrräntan.³⁸

RISKERNA MED LÅGA RÄNTOR

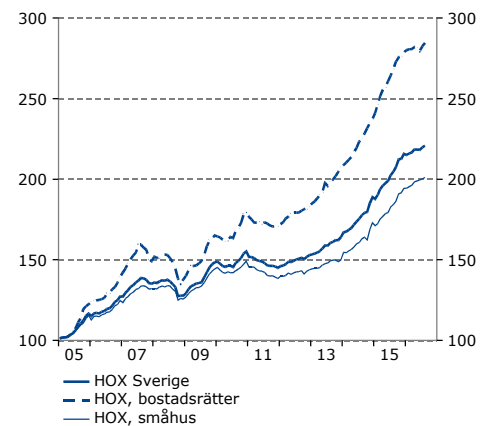
Vilka argument talar då emot den penningpolitik som Riksbanken nu för, med negativ reporänta och omfattande tillgångsköp? Ett argument som ofta förs fram, i Sverige och utomlands, är att låga räntor bidrar till att driva upp tillgångspriser och skuldnivåer och att riskerna därmed ökar för kraftiga framtida prisfall och för makroekonomisk instabilitet. De senaste åren har svenska bostadspriser också stigit i en anmärkningsvärt snabb takt, och de låga räntorna är utan tvekan en av flera drivkrafter bakom denna utveckling (se diagram 54 och diagram 55). Att låga räntor innebär stigande tillgångspriser är i och för sig förenligt med ett rationellt beteende hos hushåll och andra investerare. Det är exempelvis billigare att äga en bostad om räntorna är låga än om de är höga. Därför är det naturligt att hushållen är beredda att betala ett högre pris för en bostad med en viss given standard. Men prisutvecklingen kan utgöra ett problem, till exempel om många hushåll underskattar sannolikheten för framtida räntepågångar. Om räntorna då stiger snabbare än förväntat kan följden bli en plötslig korrigerings nedåt av bostadspriserna. I ett sådant läge kan en del låntagare få svårt att betala igen sina skulder, och många hushåll med stora bostadslån kan tvingas att kraftigt dra ner sin konsumtion. Snabbt sjunkande tillgångspriser innebär samtidigt snabbt krympande förmögenheter hos många hushåll, något som ytterligare kan dämpa konsumtionsbenägenheten.³⁹

³⁸ En ytterligare fördel med att få upp inflationen närmare målet på 2 procent är att reallönerna då lättare kan anpassas till rådande konjunkturläge. Löntagarna och deras företrädare har ofta starkt motsatt sig att de nominella lönerna sänks. Men om inflationen är positiv kan en sänkning av reallönerna ändå åstadkommas, för en given nivå på de nominella lönerna. I en kraftig lågkonjunktur kan reallönen behöva sänkas temporärt, för att på så sätt dämpa uppgången i arbetslösheten.

³⁹ Se Konjunkturinstitutet (2015).

Diagram 54 Bostadspriser

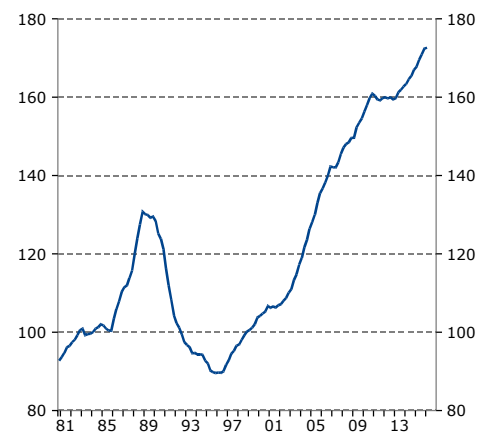
HOX prisindex, index januari 2005=100, säsongsrensade månadsvärden



Källor: Valueguard, Macrobond och Konjunkturinstitutet.

Diagram 55 Hushållens låneskulder

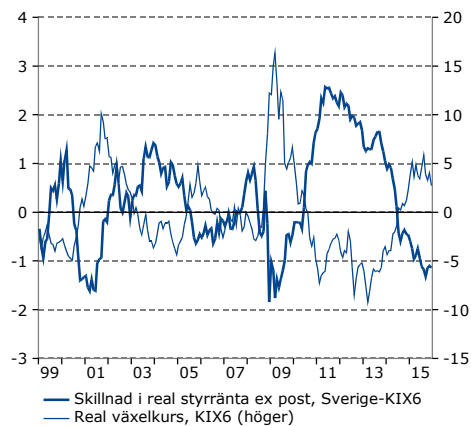
Procent av årlig disponibel inkomst, kvartalsvärden



Anm. Inklusive hushållens icke vinstdrivande organisationer.

Källa: SCB.

Diagram 56 Ränteskillnad mot omvärlden och real växelkurs
Procentenheter respektive procentuell avvikelse från medelvärde, månadsvärden



Anm. Den reala växelkursen (KIX6) visas som procentuell avvikelse från medelvärdet under perioden januari 1999 till december 2015. För information om hur serierna beräknats, se fotnot 41.

Källor: Macrobond, Riksbanken, SCB och Konjunkturinstitutet.

De senaste årens snabba prisuppgångar och den snabbt ökande skuldsättningen kan utgöra en risk för de framtida konjunkturutsikterna. Samtidigt är det viktigt att komma ihåg att flera olika åtgärder, vid sidan av styrräntan, står till buds om ansvariga myndigheter önskar att dämpa uppgången i tillgångspriserna. Det kan exempelvis handla om åtgärder som direkt dämpar hushållens efterfrågan på lån, som nedtrappade ränteavdrag, eller åtgärder som ökar bankernas kostnader för att låna ut pengar, som kontracykliska kapitalkrav. Flera nyligen publicerade resultat från olika forskningsstudier indikerar att sådana alternativa åtgärder är mer effektiva än penningpolitiken för detta syfte.⁴⁰

LÅGA RÄNTOR I OMVÄRLDEN GER LÅGA RÄNTOR I SVERIGE

För att diskussionen om penningpolitiken ska vara konstruktiv är det viktigt att inte bara diskutera den ekonomiska politikens mål, utan även dess begränsningar. Ibland beskrivs de ekonomiska sambanden så att Riksbanken kan bestämma räntan i Sverige oberoende av ränteläget i omvärlden. Men Sveriges kapitalmarknader är öppna mot omvärlden och finansiella tillgångar kan fritt flyttas mellan olika länder och valutaområden. Den genomsnittliga realräntan i Sverige kan därför inte under längre tidsperioder avvika avsevärt från den realränta som råder hos våra viktigaste handelspartners. Stora skillnader i real avkastning gentemot dessa länder skulle implicera stora förändringar i kronans växelkurs i förhållande till samma länder. Ju mer bestående sådana ränteskillnader väntades vara, ju större skulle också de motsvarande förändringarna i växelkursen bli. Diagram 56 illustrerar sambandet mellan den reala styrräntan som rått i Sverige och i utlandet, å ena sidan, och kronans handelsviktade, reala växelkurs å den andra.⁴¹ Att ränteläget i Sverige är lågt beror därför till stor del på att räntorna i omvärlden är låga. Mycket

⁴⁰ Se Alpanda och Zubairy (2014), Laséen m.fl. (2015) och Svensson (2016) för resultat som talar emot att använda penningpolitiken i syfte att dämpa tillgångspriser och/eller hushållens skuldsättning. För en mer positiv syn på penningpolitikens möjligheter att motverka att finansiella obalanser byggs upp, se Borio (2014). Laséen och Strid (2013) använder en Bayesiansk vektorautoregressiv modell (BVAR) för att empiriskt skatta effekten av en oväntad höjning av reporäntan på svensk BNP, inflation och hushållens reala skulder. Resultaten från skattningen ger en fingervisning om de kostnader som uppkommer, i termer av lägre inflation och BNP, om penningpolitiken används för att dämpa hushållens skulder. Se även Sveriges riksbank (2014).

⁴¹ Den reala växelkursen avser kronans reala, handelsviktade växelkurs gentemot Danmark, euroområdet, Japan, Norge, Storbritannien och USA (KIX6). Diagram 56 visar den reala växelkursens procentuella avvikelse från medelvärdet under perioden januari 1999 till december 2015. Ränteskillnaden mot omvärlden avser skillnaden *ex post* mellan den reala styrräntan i Sverige och den reala, handelsviktade styrräntan, KIX6. De reala styrräntorna är i sin tur beräknade som skillnaden mellan respektive nominella styrränta och ett centrerat, glidande medelvärde av den månadsvisa förändringen i respektive konsumentprisindex, uppräknad till årstakt (KPIF för Sverige, KPI för övriga länder).

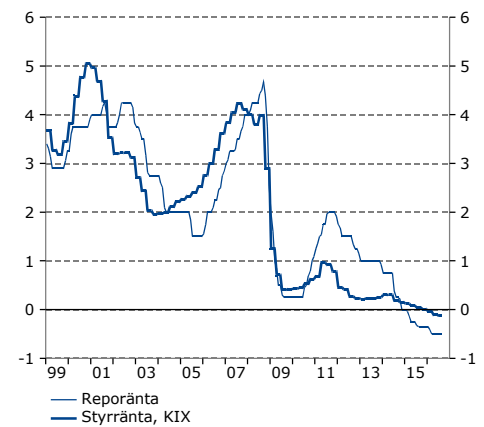
förenklat skulle man kunna säga att svensk penningpolitik handlar om att avgöra om räntan i Sverige ska vara lite högre, ungefär lika med, eller något lägre än den handelsviktade räntan i omvärlden (se diagram 57).

PARTERNA PÅVERKAR PENNINGPOLITIKENS REALEKONIMSKA HANDLINGSUTRYMME

Arbetsmarknadens parter har, sammanfattningsvis, mycket att vinna på att trovärdigheten för inflationsmålet återställs. Med en återvunnen trovärdighet undanröjs en stor del av den osäkerhet som på senare år rått om inflationsutsikterna och därmed förenklas kommande års lönerörelser. Det är också angeläget att parterna fullt ut beaktar den växelverkan som råder mellan utfallen i lönerörelserna och penningpolitikens betingelser. På kort sikt kan Riksbanken påverka den inhemska prisnivån via växelkursen och då framför allt via dess effekter på importpriserna. På längre sikt är det i stället främst de realekonomiska kanalerna som måste användas: om inflationsutsikterna av någon anledning inte är förenliga med inflationsmålet, då måste resursutnyttjandet i allmänhet användas för att påverka företagets kostnader och prissättning. Men inflationsutsikterna avgörs delvis av utfallen i avtalsrörelserna. Om parterna gemensamt väljer att lita på inflationsmålet och att sluta avtal som är förenliga med målet, då minskar sannolikheten att centralbanken tvingas att driva resursutnyttjandet över eller under en normal nivå i syfte att pressa inflationen tillbaka mot målet. I ett sådant scenario får Riksbanken ett större utrymme att använda penningpolitiken för att stabilisera den reala ekonomin.⁴²

Diagram 57 Styrräntor i Sverige och i omvärlden

Procent, månadsvärden



Källor: Riksbanken och Konjunkturinstitutet.

⁴² Svensson (2003) diskuterar förutsättningarna för att använda penningpolitiken i syfte att stabilisera den reala ekonomin. Särskilt intressant, mot bakgrund av den rådande makroekonomiska situationen i Sverige, framstår avsnittet om kopplingen mellan, å ena sidan, inflationsmålets trovärdighet och, å den andra, avvägningen mellan stabilisering av prisutvecklingen och stabilisering av resursutnyttjandet.

Referenser

- Alpanda, S. och S. Zubairy (2014), "Addressing household indebtedness: monetary, fiscal or macroprudential policy?", Bank of Canada Staff Working Paper No. 2014-58.
- Bauer, M., G. Rudebusch och J. Wu (2014), "Term premia and inflation uncertainty: empirical evidence from an international panel data set: comment", *American Economic Review*, 104(1), sid. 323–337.
- Borio, C. (2014), "The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?", *Journal of Banking and Finance*, 45, sid. 182–198.
- Dagens Industri (2015), "Teknikföretagen vill se lönesänkningar", 11 februari 2015.
- Dagens Industri (2016), "Topparna dömer ut minusräntan", 9 maj 2016.
- Goodfriend, M. och M. King (2016), "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015", Rapport från riksdagen 2015/16:RFR6.
- Hidesten, P., K. Johansson, P. Jeppsson, J. Milton, O. Månsson och Å. Svensson (2015), "Inflationsmålet ska inte vara grunden i avtalsrörelsen", *Dagens Industri*, 15 juni 2015.
- Isaksson, T. och A. Winsth (2015), "Låg inflation gynnar Sverige", *Dagens Industri*, 3 februari 2015.
- Journal officiel (1958), "Ordonnance No. 58-1341 du 27 décembre 1958 instituant une nouvelle unité monétaire", *Journal officiel de la République française*, 28 december 1958.
- Konjunkturinstitutet (2015), "Bostadspriser och ränteutveckling", fördjupning i *Konjunkturläget*, december 2015.
- Konjunkturinstitutet (2016), "Utvärdering av makroekonomiska prognoser", Specialstudie nr 48.
- Laséen, S., A. Pescatori och J. Turunen (2015), "Systemic risk: a new trade-off for monetary policy?", IMF working Paper 15/142.
- Laséen, S. och I. Strid (2013), "Debt dynamics and monetary policy: a note", Sveriges Riksbank Working Paper Nr. 283.
- Patat, J.-P. och M. Lutfalla (1990), *A monetary history of France in the twentieth century*, övers. av P. Martindale och D. Cobham, Macmillian press, Hong Kong.
- Svenska Dagbladet (2015a), "Inget löneutrymme i avtalsrörelsen", 25 januari 2015.
- Svenska Dagbladet (2015b), "Ödesfrågan som får fart på avtalsrörelsen", 27 mars 2015.
- Svenska Dagbladet (2015c), "Tung professor: ekonomin är drogad med låga räntor", 17 november 2015.
- Svenska Dagbladet (2016), "Varnar för bubbla: svensk ekonomi dopad med steroider", 18 februari 2016.
- Sveriges riksbank (2014), "Penningpolitikens effekt på hushållens skuldsättning", fördjupning i *Penningpolitisk rapport*, februari 2014.

- Svensson, L. E. O. (2003), "Monetary policy and real stabilization", National Bureau of Economic Research Working Paper Nr. 9486.
- Svensson, L. E. O. (2016), "Cost-benefit analysis of leaning against the wind: Are costs larger also with less effective macroprudential policy", National Bureau of Economic Research Working Paper Nr. 21902.
- Wright, J. (2011), "Term premia and inflation uncertainty: empirical evidence from an international panel dataset", *American Economic Review*, 101(4), sid. 1514–1534.
- Yellen, J. (2015), "Normalizing monetary policy: prospects and perspectives", tal framfört i San Francisco, USA, 27 mars 2015.