

Penningpolitiska utmaningar – att väga i dag mot i morgon

nr 6 2017 årgång 45

Peter Englund

Välkomna till Nationalekonomiska Föreningen! Jag heter Peter Englund och är styrelseordförande. Vi har två gamla fina traditioner. En gång om året har vi finansministern här, en gång om året riksbankschefen. I dag är det alltså riksbankschefens tur. Det är tolfte gången i rad Stefan Ingves är här och det är lika spännande varje gång att se vart det ska leda. Vi har också en kommentator, Hilde Bjørnland från BI, Norwegian Business School i Oslo. Hon är inte bara en kunnig makroekonom i största allmänhet utan är också ledamot av Finanspolitiska rådet i Sverige och därför väl ägnad att kommentera svensk penningpolitik från ett norskt perspektiv. Stefan har 40 minuters talartid.

Stefan Ingves

Tack för det! Vi får se om det tar 40 minuter eller om det blir längre eller kortare. Det beror lite på. Jag är här för tolfte gången. Det är ett privilegium att vara här – jag pratar i en rad olika andra sammanhang, men då åläggs mig alla möjliga tidsrestriktioner, såsom 30 sekunder, tre minuter eller tio minuter. När det gäller att prata om svensk penningpolitik är det här den gång på året då det i stort sett inte finns någon tidsrestriktion alls ur mitt perspektiv sett och det är ganska unikt. Det ser jag normalt sett fram emot. Ibland pratar jag dagsaktuella frågor, ibland pratar jag mer långsiktiga frågor. I dag är det väl en blandning. De bilder som jag kommer att prata till täcker inte riktigt allt som finns i själva talet – det finns ett skrivet 20–25-sidigt tal på Riksbankens hem-

sida där det finns mycket mer detaljer.

Utöver penningpolitiken, så som jag redogör för den i talet, ska jag också mot slutet säga några ord om en helt annan fråga. I morse publicerade vi en liten promemoria som handlar om målvariabel och variationsband och hur vi tänker hantera dessa båda frågor framöver. Men jag återkommer alltså till detta i slutet av talet.

Jag ska i dag ta upp några frågeställningar som penningpolitiken i många länder brottas med på ett eller annat sätt, inte minst i de stora ekonomierna. Det har ganska stor betydelse för Sveriges del hur man ser på penningpolitiken i de stora ekonomierna. Det är egentligen inte några nya frågor, utan jag har pratat om dem i lite olika sammanhang tidigare, även i detta forum. Men det är ju med penningpolitiken som med så mycket annat när det gäller ekonomisk politik. Ekonomiska ting är ju i någon mening eviga och jag sysslar i stort sett med samma sak hela tiden, så det är inte så konstigt att en del av de här sakerna så att säga går igen.

Jag ska säga en del om de globala förutsättningarna för penningpolitiken i en liten och öppen ekonomi. Med de stora kapitalflödena och med export och import som utgör 50 procent av BNP påverkas vi naturligtvis en hel del av vad som händer runt omkring oss. Jag kommer också att ta upp den fallande trenden i realräntorna de senaste decennierna och vilka drivkrafterna kan vara bakom den utvecklingen. Jag ska prata lite grann om internationella kapitalrörelser och vad de har för betydelse i en liten och öppen ekonomi som den svenska.

Ett sätt att sammanfatta vad det låga ränteläget i dagsläget beror på är att säga att det är ett lågt ränteläge globalt, det är alltså inte enbart ett svenskt fenomen. Det är också realräntorna som är låga på olika håll i världen, vilket betyder att det är svårt att hävda att det enbart är penningpolitiken som ensam skulle ha ge-

NATIONAL- EKONOMISKA FÖRENINGENS FÖRHANDLINGAR

2017-05-16

Manuset är sammanställt av Karin Sirén, Johan Olofsson och Elisabeth Gustafsson

Ordförande:

Peter Englund

Inledare: Stefan

Ingves, riksbankschef

Kommentator: Hilde

C Bjørnland, profes-

sor, BI Norwegian

Business School, Oslo

Övriga talare:

Torbjörn Becker,

Lars Feste, Hubert

Fromlet, Lars E O

Svensson och Marian

Radetzki

nererat de låga räntorna. Om vi har stora internationella kapitalrörelser påverkar det naturligtvis en liten och öppen ekonomi som den svenska, både när det gäller realräntan och när det gäller penningpolitiken i vid mening.

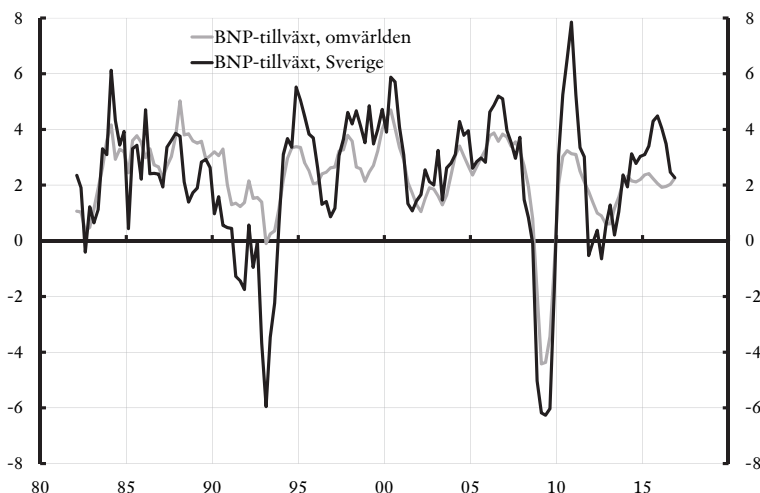
Vad har man då att fundera kring i dagsläget? Det ser helt annorlunda ut än för tio år sedan eller för 20 år sedan. Vi har och har haft ett lågt inflationstryck, vi har låga styrräntor och vi har en stark konjunktur. För 20 år sedan tror jag att de flesta hade sagt att det är en sifferkombination som är svår att föreställa sig. Men i den verkliga världen kan man få alla möjliga olika sifferkombinationer och då är det som det är.

Varaktigt låga globala realräntor och stora internationella kapitalrörelser påverkar många små och öppna ekonomier. Det innebär risker för den finansiella stabiliteten. Det kan också innebära ett begränsat utrymme för penningpolitiken i en liten och öppen ekonomi. Det väcker lite annorlunda frågeställningar än tidigare. Ska man då använda andra penningpolitiska verktyg? Vad menas med penningpolitik

överhuvudtaget? Betyder det att smådutta med räntebanan och flytta den lite fram och tillbaka, eller innebär det att göra någonting annat, dvs använda centralbankens balansräkning? Det väcker frågor kring makrotillsyn. Hur ska vi kombinera penningpolitik med olika typer av tillsynsåtgärder, så att inte riskerna i systemet blir för höga? Jag ska säga en del om behovet av att förtydliga Riksbankens ansvar för finansiell stabilitet. Sedan kommer jag att säga lite grann om behovet av en valutareserv.

Låt mig börja med den allmänna konjunkturutvecklingen och hur det har sett ut i Sverige. Vi har en stark svensk konjunktur i dag, se figur 1. Tillväxten har varit god under ganska många år. Vi har de senaste fem åren haft en ekonomisk tillväxt på 2,2 procent. Det är högre än i omvärlden, naturligtvis lite beroende på hur man mäter. Under de senaste 20 åren har tillväxten varit 2,6 procent. Om man tittar framåt – nu har jag inte med prognoserna här – ser det ut på ungefär samma sätt; vi förväntar oss de kommande åren en tillväxt på drygt 2 procent. I allmän mening kan man alltså

Figur 1
Stark svensk konjunktur



Ann: Årlig procentuell förändring. Omvärldens BNP är viktad med KIX.

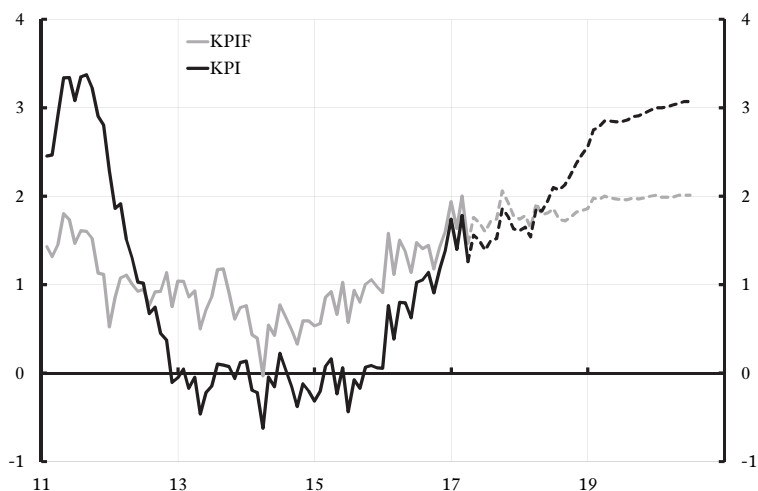
Källa: Nationella källor, SCB och Riksbanken.

säga att det med denna beskrivning är svårt att hävda att det inte skulle gå bra för Sverige.

Tillväxten har alltså varit god ganska länge, men å andra sidan har det tagit väldigt lång tid att få upp inflationstakten efter den globala finanskrisen. Detta gäller också för en del andra länder. I figur 2 kan vi se att KPI, konsumentprisindex, varierat kring noll procent under en period. Det är i allt väsentligt en konsekvens av de räntesänkningar som Riksbanken gjort, eftersom ränteförändringar har en direkt effekt på KPI. Plockar man bort ränteförändringarna ser ni att inflationen ändå har legat en bra bit under inflationsmålet på 2 procent ett tag men att den varit stigande den senaste tiden. Inflationen har med andra ord stigit trendmässigt under ett antal år. Vi som dagligen arbetar med penningpolitik vill naturligtvis påtala att det är minusräntan som ligger bakom denna utveckling. Men jag utgår ifrån att många forskare kommer att analysera detta i framtiden. Vår bedömning i dagsläget är att inflationen i långsam takt är på väg upp mot 2 procent,

även om den det närmaste året kommer att röra sig ungefär sidledes. Vi har lyckats vända en period med låg inflation under målet och är nu i en period där inflationen närmar sig målet. Den låga inflationen har inte på något sätt varit unik för Sverige.

För att åstadkomma detta har vi gjort två saker. Vi har en minusränta och enligt räntebanan kommer det att ta ytterligare ett litet tag innan räntan börjar stiga, se figur 3. Minusräntan sker i kombination med att vi också köper statsobligationer i stor omfattning, se figur 4. Framåt årsskiftet har vi köpt ungefär 290 miljarder i statsobligationer och varje gång vi köper en statsobligation betalar vi med nya färskas riksbankspengar. Nu har jag inte de exakta siffrorna i huvudet, men vi hade ett likviditetsöverskott redan innan vi började med obligationsköp i stor omfattning. Det finns för närvarande ett likviditetsöverskott i det finansiella systemet på ungefär 350 miljarder. Dessa medel kommer tillbaka varje natt som inlåning i Riksbanken. Det får bankerna betala för när de sätter in pengarna i Riksbanken.

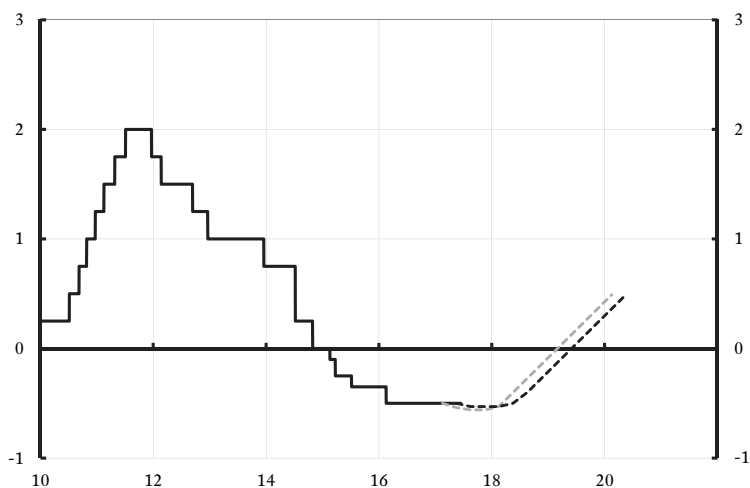


Figur 2
Långsam inflationsuppgång

Ann: Årlig procentuell förändring. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

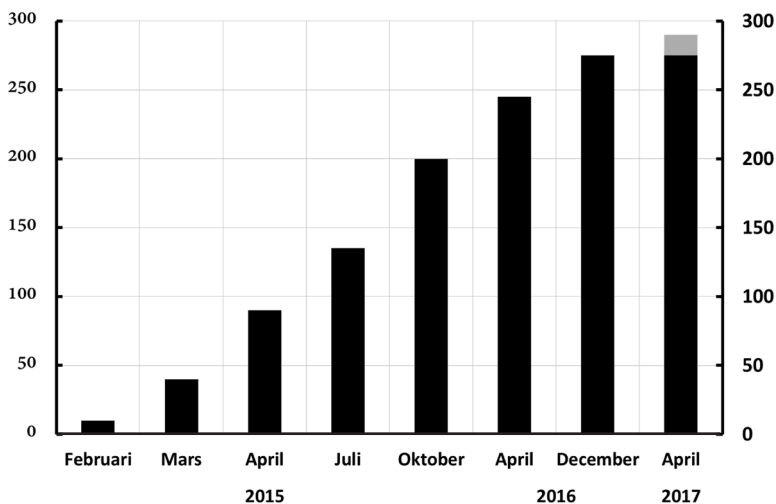
Källa: SCB och Riksbanken.

Figur 3
Räntan väntas höjas
senare



Ann: Miljarder kr.
Källa: Riksbanken

Figur 4
Köpen av statsobligationer utökas

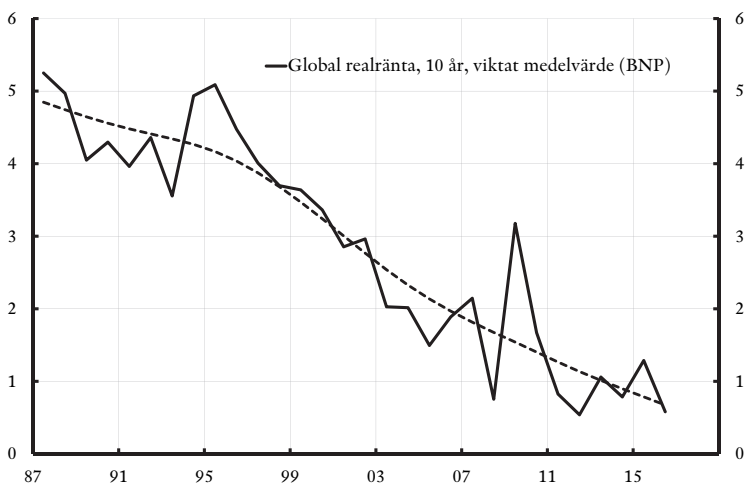


Ann: Procent.
Källa: Riksbanken.

”The name of the game” är att försöka undvika det, vilket inte går för banksystemet som helhet. Det leder därför till ökande kreditgivning. Summa summa får man nog beteckna detta som en mycket expansiv penningpolitik.

Jag ska ge nu lite bakgrund till Riksbankens penningpolitik och resonera om vart vi kommer från. Jag började med

att säga att jag ska ta upp de fallande internationella realräntorna. Man kan alltid diskutera hur man ska beräkna dessa, eftersom de kan beräknas på en lång rad olika sätt. Det ni ser i figur 5 är ett BNP-viktat snitt av realräntor i USA, Japan, Storbritannien och Kanada fr o m 1987. Euroområdet finns med i beräkningarna fr o m 1995. Om ni tittar på den strecka-



Figur 5
Fallande global real-
ränta

Anm: Procent. Realräntan är beräknad som nominella statsobligationsräntor minus faktisk inflation. I beräkningen av den globala realräntan ingår euroområdet (fr o m 1999), Japan, Kanada, Storbritannien och USA. Den streckade trendlinjen är beräknad med HP-filtret.

Källa: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Japanese Statistics Bureau, Macrobond, OECD, Office for National Statistics och Statistics Canada.

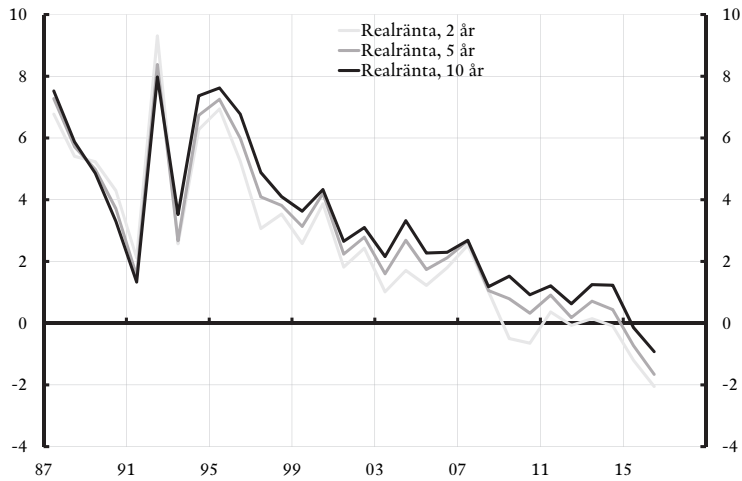
de trendlinjen kan ni se att realräntan har fallit under ganska lång tid. Realräntan hade en topp precis när inflationsmålet infördes i Sverige 1995. Sedan har den tickat på nedåt. Vi som höll på med penningpolitik i mitten av 1990-talet och under senare delen av 1990-talet hade naturligtvis väldigt svårt att föreställa oss att vi 20 år senare skulle vara nere på den här realräntenivån. Sedan kan man fundera på hur det kommer sig att realräntan går från någonstans kring 4–5 procent ned till någonstans mellan 0 och 1 procent. Ett ganska stort antal länder har faktiskt en negativ realränta. Men så här har det sett ut och det ser ut så på många olika håll i världen.

Man frågar sig vad detta beror på. Hur kommer det sig att realräntan fallit under så lång tid? Det är ytterligare en fråga som många kommer att ha skäl att forska i under en lång tid framöver. Det finns förstås några olika förklaringar och tankar kring detta redan nu. Ett sätt att förklara utvecklingen är att säga att viljan att spara har ökat och att viljan att

investera har minskat. Summan av det blir lägre och fallande realräntor. Man kan då ställa sig frågan varför sparandet ökat så mycket jämfört med tidigare. En möjlig faktor är den demografiska utvecklingen. Om befolkningen i genomsnitt blir äldre behöver man spara mer för sin pension och medellivslängden har ju gått upp. Ägnar sig hushållen åt någon form av livscykelssparande blir konsekvensen att de helt enkelt behöver spara mer.

I och med att Kina och andra tillväxtländer gör sitt inträde på den globala marknaden är det samtidigt så att man ökar utbudet av arbetskraft väldigt kraftigt. Utbudet av varor ökar också kraftigt. I de här länderna är man dessutom inte ens i närheten av att ha de socialförsäkringssystem som man har i vår del av världen och det innebär att befolkningen sparar väldigt mycket. Det pressar också ned räntorna, för man får ett stort sparandebud i hela världen. Ett annat sätt att beskriva detta, om man tittar på Kina och USA, är ungefär så här:

Figur 6
Fallande realräntor i
Sverige



Anm: Procent. 10-åriga statsobligationsräntor minus faktisk inflation, mätt med KPIF (KPI år 1987).

Källa: Macrobond och SCB.

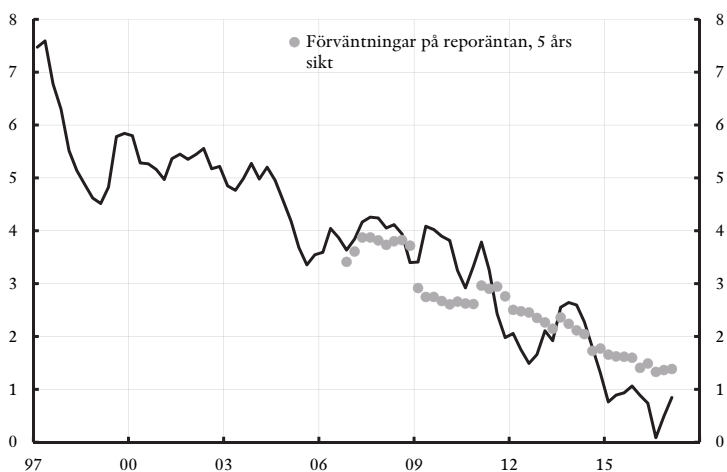
Medan amerikanerna fyller sina garage med kinesiska grejer köper kineserna amerikanska statsobligationer. Det är så man får det här att gå jämnt ut. Om det är bra eller dåligt är en annan sak, men det är ungefär så det har fungerat under ganska lång tid.

En mycket intressant frågeställning som jag inte alls tar upp i talet är denna: Om man kör runt detta ett varv till därför att det kommer en miljard till i form av flitiga personer i Indien förlängs naturligtvis den här perioden från vårt perspektiv. En annan frågeställning är ytterst en empirisk fråga. Robert Gordon, som har studerat detta, hävdar att innovationskraften var särskilt hög mellan 1870 och 1970. Sedan har den sakta gått nedåt. Då får man inte heller samma avkastning på investeringar som tidigare. Men det må väl vara osagt hur det är med detta. Det som också har hänt under den här perioden är att många centralbanker har köpt mycket statspapper. Då minskar tillgången på riskfria tillgångar ännu mer och det leder till att räntorna faller.

Översätter man detta till svenska

förhållanden och tittar på realräntor på två, fem och tio års sikt sammanfaller kurvorna väldigt väl, som ni ser i figur 6. Hur man än mäter är det i dagläget så att realräntorna i Sverige är låga. Vi har samma mönster som i omvärlden för hur realräntorna faller under en ganska lång period. Det är naturligtvis inte helt enkelt att se den här utvecklingen förrän man har facit i hand, inte minst när man håller på med penningpolitik och grunnar på penningpolitik ur ett konjunkturperspektiv och inte under en så lång tidsperiod som den här. Men summa summarum har vi i dagläget ett läge där realräntorna i Sverige är negativa nästan oberoende av hur man väljer att mäta.

Låt oss nu titta på vad man har för förväntningar på reporäntan på fem års sikt! Ni ser att förväntningarna, de gråa prickarna i figur 7, är på väg ned. Marknadsdeltagarna förväntar sig att reporäntan på fem års sikt ska vara ungefär 1–1,5 procent. Om det är rätt eller inte kan man naturligtvis inte veta, utan det är en prognos om hur framtiden kan tänkas te sig. Om vi tittar på terminsräntor om fem år ser ni att de också ligger



Figur 7
Fortsatt låga räntor

Anm: Procent.

Källa: TNS Sifo Prospera och Riksbanken.

någonstans runt 1 procent. Det är alltså i linje med marknadsdeltagarnas förväntningar om vart vi är på väg. Det betyder att förväntningarna, mätt på det här sättet i alla fall, synes vara att räntorna förblir låga.

Vad innebär detta för penningpolitiken? Det är naturligtvis en fundamental förändring jämfört med synen på penningpolitik och räntenivåer för låt oss säga tio år sedan eller 20 år sedan. Det innebär att vi i framtiden kan bli mer beroende av andra penningpolitiska verktyg. Det kanske inte räcker att bara jobba med reporäntan och räntebanan, utan man kan också behöva använda Riksbankens balansräkning mer än vad vi har gjort tidigare, för om räntorna är så låga som de är nu verkar det rimligt att tro att man slår i den s k nedre gränsen för reporäntan lite oftare jämfört med om räntorna skulle vara högre.

En viktig sak vi har klarat av de senaste åren är följande. Det var väldigt mycket diskussion om det här med minusränta innan minusräntan verkligen infann sig. Men det har gått ganska bra i teknisk mening. I dagsläget är det inte

några större svårigheter för professionella placerare att hantera negativa räntor, så visst går det att bedriva penningpolitik också med negativ ränta. Vi fortsätter också att publicera vår räntebana, vilket är en form av *forward guidance* när det gäller att berätta om vår syn på framtiden och vad som kan komma att hända. Men om räntorna är väldigt låga kan man inte utesluta att vi kan behöva använda Riksbankens balansräkning mer. Att använda balansräkningen innebär i det här sammanhanget kort och gott att antingen låna ut svenska kronor eller att intervensera på valutamarknaden; båda dessa åtgärder har penningpolitiska effekter.

Med låga räntor är det billigt att låna, inte minst om realräntorna är negativa. Det är hela innebörden av detta med låga realräntor. Då ökar naturligtvis riskerna i det finansiella systemet; om man bygger upp för mycket *leverage* någonstans i ekonomin brukar det bli ödesdigert förr eller senare. Antingen av inhemska skäl för att man helt enkelt lånar för mycket, eller så händer det någonting i omvärlden som är av sådan

karaktär att det blir en kraftig påverkan och då ökar naturligtvis också riskerna. Det gäller därför att hålla reda på vad som sker i det finansiella systemet. Ett stabilt finansiellt system är ett nödvändigt villkor för att utöva penningpolitik. För övrigt är också ett stabilt finansiellt system nödvändigt när det gäller finanspolitik i vid mening. Om vi vänder på det kan vi säga att det inte gagnar någon att ha ett instabilt finansiellt system. Då gäller det att bevaka det finansiella systemet så att det inte utsätts för alltför stora risker. Om man har att hantera finansiell instabilitet vet vi också att det tenderar att bli väldigt dyrt för samhälls-ekonomi. Det tar många år att gräva sig ur den grop som man hamnar i, så man vill se till att man inte hamnar där.

I allmän mening är det alltså ett nödvändigt villkor för penningpolitiken att det finns fungerande marknader och ett fungerande finansiellt system. Därför är det viktigt med en reglering av det finansiella systemet som är sådan att det inte fallerar. Detta kan man göra på en lång rad olika sätt. Ett sätt att hantera det är att se till att kapitalkraven är tillräckligt höga. Ett annat sätt är det som nu för tiden kallas makrotillsyn. På något sätt – det har jag inte med i talet – är det så att pendeln svänger. På 1970-talet och 1980-talet jobbade vi med att göra oss av med en del av dessa regleringar. Nu svänger pendeln, så att en del av dem kommer tillbaka, fast vi har bytt namn på allting. Nu heter det makrotillsyn. Tidigare kallades det för någonting annat, men man kan nog säga att det kanske inte är något helt nytt under solen.

Det är billigt att låna. Vi vet sedan lång tid tillbaka att hushållen lånar mer och mer. Beroende lite på hur man räknar är hushållens skulder någonstans mellan 180 och 200 procent av disponibel inkomst – det senare om man också inkluderar skulder i bostadsrättsföreningar. Det innebär att hushållens räntekänslighet förmodligen är en helt annan

i dag än vad den var t ex när inflationsmålet infördes. När inflationsmålet infördes 1995 var hushållens skulder ungefär 90 procent av disponibel inkomst, så skulderna har fördubblats under den här perioden. Dessutom är det så att en allt större andel av de här skulderna är upplåning till rörlig ränta. Detta innebär att framför allt bolånetagarnas räntekänslighet sannolikt är högre än vad den någonsin varit tidigare. I ett dåligt scenario är det inte någon särskilt bra fördelning om penningpolitikens effekter framför allt slår mest på bolånetagarna och inte lika mycket på andra hushåll. I den bästa av världar hoppas man att penningpolitiken regnar ned över alla någorlunda likformigt. Men så ser den svenska ekonomin ut och det är någonting som vi har att leva med.

Ett argument som man ofta hör är att makrotillsynen ska ta hand om detta. Men om nu makrotillsynen inte har tagit hand om det kan vi hamna i ett läge då penningpolitiken den dag det är dags att höja räntan får ganska kraftiga effekter på hushållen. Detta är någonting ganska annorlunda jämfört med hur vi har haft det tidigare och det har vi att leva med.

Penningpolitiken har måhända också blivit alltmer begränsad i den meningen att det är svårare att förena en självständig penningpolitik med fria kapitalrörelser. På det sättet har också det penningpolitiska landskapet ändrats, och kanske ganska mycket, över årens lopp. Det pågår en diskussion om vad man kallar för en global finansiell cykel, dvs att om kreditutbudet ökar kraftigt på olika håll i världen är det i ganska långa cykler jämfört med konjunkturcyklerna. Under en sådan här global finansiell cykel lär en del pengar också regna ned över en liten, öppen ekonomi som den svenska. Då har man att hantera det så gott det går. En sådan cykel påverkar tillgångspriser, skuldsättning och växelkurs. Det är inte alltid så lätt att hantera.

Låt mig ge två exempel som är välkända. Det första är från perioden 2008–10, när Federal Reserve bedrev en extremt expansiv penningpolitik. Då blev det en väldig uppståndelse i många tillväxtländer därför att det strömmade mycket kapital till dessa länder. Kreditutbudet ökade snabbt och man ville värna den egna stabiliteten. Det var att svårt att göra, för om man höjde räntan kraftigt skulle man också få en stark appreciering av den egna valutan.

Det är en öppen fråga i diskussionen, för det är naturligtvis en del av någon sorts global jämvikt när man resonerar om både kapitalflöden och växelkursutveckling. Det var ändå en mycket livlig debatt när det begav sig och penningpolitiken i de stora ekonomierna visade sig i vissa fall ha ganska stora effekter också utanför det egna landet även om alla centralbanker i allt väsentligt har en målfunktion som är inhemsk.

Ett annat exempel är den svenska penningpolitiken som har att ta hänsyn till vad som händer när vår stora granne, den europeiska centralbanken, har en negativ ränta och köper statsobligationer och andra värdepapper i stor omfattning. Det kommer på ett eller annat sätt att påverka oss. Om vi skulle sitta med armarna i kors och inte göra någonting hade det sannolikt lett till en kraftig appreciering av den svenska kronan. I en sådan värld skulle det vara ännu svårare och ta ännu längre tid att få upp inflationstakten till 2 procent.

Detta innebär att den globala finanscykeln påverkar huspriser och skuldsättning i små, öppna ekonomier. Det är inte en specifik fråga enbart för Sverige, utan man kan också titta på Norge, Danmark, Kanada, Australien och Nya Zeeland. Singapore och Hongkong är lite annorlunda, men i grunden är det samma typ av fenomen som man kämpar med på ett eller annat sätt. Man ställer sig frågan: Hur ska vi hålla i det här så att det inte går över styr när det finns väldigt

gott om billiga pengar på global nivå?

Ett sätt att göra det – och det är en gammal diskussion – är att luta sig mot vinden, som det kallas. Frågan är hur mycket och på vilket sätt man ska göra det. En annan möjlighet är att på ett eller annat sätt göra det svårare eller dyrare att låna. Det innebär egentligen kort och gott att man är ute efter något slags segmentering av kreditmarknaden på ett sådant sätt att man i alla fall på kort sikt utan för mycket läckage hoppas kunna hålla i det som sker på bostadsmarknaden på ett sätt så att inte alla lånar för mycket.

Ytterligare en variant, som nog överhuvudtaget inte är aktuell i dagsläget, är att återinföra valutaregleringar. Då får man naturligtvis stopp på det hela, men man får en mängd andra negativa konsekvenser. Det är egentligen inte en frågeställning som är aktuell, i varje fall inte i vår del av världen. Det är väl snarare en stor seger på Island att de lyckades göra sig av med sin valutareglering alldeles häromdagen.

Det förs en stor internationell diskussion om hur man ska göra detta och hur man ska hitta en lagom policymix när det gäller att hantera såväl penningpolitik som inflationsmål och låga realräntor och samtidigt en bostadsmarknad som är mer eller mindre i obalans på en rad olika håll i världen.

Skälet till att man funderar på detta är att det är kostsamt att städa upp efter finansiella kriser. Det tar många år; det går inte över natten att plocka ihop bitarna efter en finansiell kris. Vi har räknat en del fram och tillbaka på detta själva och vi håller på att sammanställa en promemoria som bl a handlar om dessa frågor. Kostnaden för en finanskris i en lång rad olika länder i form av utebliven tillväxt längre fram kan vara vad som helst mellan 8–300 procent av BNP. För Sveriges del är vår bedömning att kostnaden för en finanskris kan väntas vara runt 180 procent av BNP, räknat

som nuvärdet av BNP-bortfallet över tid. Detta är alltså någonting som man naturligtvis helst vill undvika.

I detta sammanhang är finansiell stabilitet och penningpolitik nära sammankopplade. Om man har mycket finansiell instabilitet tappar man, slarvigt uttryckt, transmissionsmekanismen. Då går det inte att utöva penningpolitik på det sätt som vi tänker på den. Det betyder att man på något sätt inte kommer undan detta när man arbetar på en centralbank. Man måste fundera kring de här frågorna.

En fråga för den riksbanksutredning som alldeles nyligen har börjat sina sammanträden är att fundera på lagstiftningen i Sverige. I dagens lagstiftning står att vi ska främja ett säkert och effektivt betalningsväsen. Sedan är det upp till oss att fylla det med innehåll, vad det nu kan tänkas vara. På det sättet är jag i främjarbranschen och det är inte alltid så lätt att förklara för medarbetarna när de kommer i hissen på morgonen vad det innebär att vara i främjarbranschen när det gäller detta. Därför vore det bra om vi tog oss an detta i Sverige och gjorde det lite tydligare vad det egentligen innebär.

Rent tekniskt kan man naturligtvis välja att lägga allting som har med finansiell stabilitet att göra någon annanstans än i centralbanken. Men om man gör det kommer man ändå aldrig undan frågor som rör finansiell stabilitet, för bankerna vet att det är hos Riksbanken pengarna finns och inte hos Finansinspektionen. Om man driver en centralbank och förfogar över en balansräkning och kan skapa pengar är det på ett eller annat sätt ändå så att man är delaktig i frågor som rör finansiell stabilitet. Det kommer man aldrig ifrån.

Ett antal andra centralbanker sliter egentligen med samma fråga. Exempel på det är Bank of England, Bank of Canada, Norges Bank och Reserve Bank of New Zealand. Alla resonerar i olika former kring de här frågorna och fråge-

ställningarna: Hur ska vi hantera detta? Det gäller att hantera det på ett så bra sätt som möjligt och där kommer man nog inte ifrån att finansiell stabilitet och penningpolitik är nära sammankopplade. Det innebär också egentligen i grunden att finansiell stabilitet, penningpolitik och det man numera kallar för makrotillsyn hänger ihop, för det handlar naturligtvis om hur man vill att kreditmarknaden ska fungera eller i vad mån man ska sätta lite sand i maskineriet på kreditmarknadssidan.

Detta innebär att jag tror att det är viktigt att man på ett eller annat sätt har en självständig makrotillsyn. Det handlar egentligen om ett klassiskt problem inom ekonomisk politik, dvs det s k tidsinkonsistensproblemet. Det bygger på insikten att det kan finnas motiv för ekonomisk-politiska beslutsfattare att föra en kortsiktig politik som inte är förenlig med de långsiktiga målen. Det är som sagt ett klassiskt problem som kan tillämpas i många ekonomisk-politiska sammanhang.

Sättet att hantera tidsinkonsistensproblemet när det gäller penningpolitik, som det har blivit på många olika håll i världen, är att ha en självständig centralbank som har en målfunktion som går ut på låg och stabil inflation. Historien säger ungefär så här: Om det är för lätt att låna pengar i centralbanken tenderar man också att göra det och då blir det förr eller senare för mycket inflation. Det kanske ter sig som ett lite underligt påstående i dagsläget när man på senare år har kämpat med att få upp inflationen. Men i ett längre tidsperspektiv är det snarare vanligt med för mycket inflation än för lite.

För att lösa detta tidsinkonsistensproblem har man därför delegerat penningpolitiken till en centralbank. Men tidsinkonsistensfrågeställningen är egentligen densamma när det gäller makrotillsynen. Ett sätt att hantera det är att delegera makrotillsynen till en

oberoende myndighet och så utgår man ifrån att den har en målfunktion som är sådan att man säger ifrån medan tid är. Det gäller att hantera detta på ett så bra sätt som det över huvud taget är möjligt.

Nu är det naturligtvis lite lättare att säga att inflationstakten ska vara 2 procent än att definiera en målfunktion för makrotillsyn. På ett eller annat sätt kan man nog göra det också, men det bygger i sin tur på att man funderar ganska mycket på styrfunktionerna och kontrollfunktionerna kring detta och på hur själva beslutsfattandet går till. Här finns dock ändå en ganska rik flora av olika varianter att göra det på så att insynen blir god.

Detta är också någonting som Goodfriend och King tog upp i utvärderingen av Riksbanken de senaste fem åren. De menade att det nog kan vara en fördel om makrotillsynen är självständig. Eftersom finansiell stabilitet, penningpolitik och makrotillsyn hänger nära ihop menar jag att det är lämpligt att Riksbanken på något sätt har någon roll i detta sammanhang – antingen genom att vi har några egna instrument för att hantera detta eller, i varje fall, någon annan roll än den vi har i dag. Den är i dagsläget skäligen luftig.

Jag ska ta nu upp en helt annan fråga som också har en del med finansiell stabilitet att göra och som vi har diskuterat i en himla massa år vid det här laget. Regeringen har alldeles nyligen föreslagit att vi ska drygt halvera valutareserven. Min uppfattning är att det är ett riskabelt förslag eftersom Sverige har en stor och växande banksektor med stora åtaganden och en stor finansiering i utländsk valuta. Då är det bra att ha pengar i förväg jämfört med att inte ha pengar i förväg och försöka få tag i pengarna när det går riktigt dåligt. Därför tycker jag att det är bättre att man har en valutareserv i förebyggande syfte.

Detta kan man se som en försäkring för att undvika en finansiell kris. Man

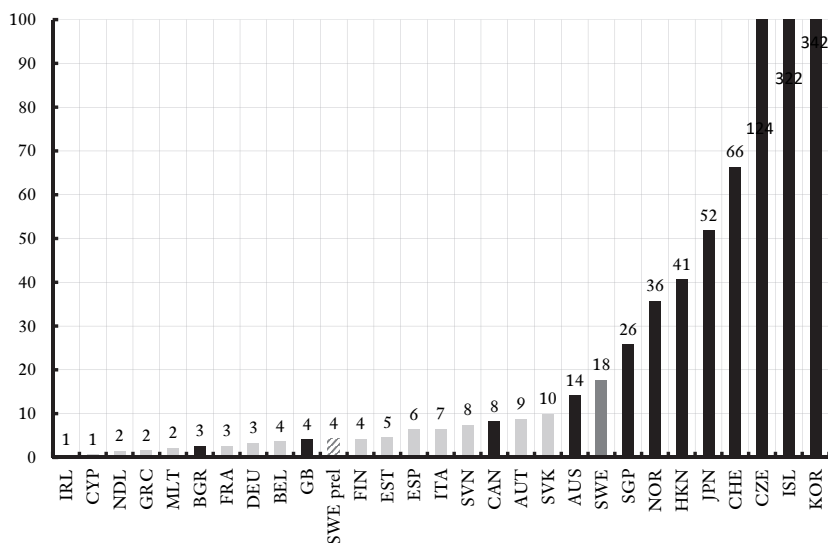
behöver också överväga hur man får bankerna att på ett eller annat sätt betala för det här. Det kan man göra på en rad olika sätt, men jag menar att man behöver utreda frågan.

Internationella valutafonden och en del andra gör också bedömningen att det är lämpligt att vi har den valutareserv som vi har i dag. Det tycker jag också. Vi behöver nog den valutareserv vi har i dag eller t o m en större valutareserv givet storleken på den finansiella sektorn i Sverige. Man kan aldrig veta i förväg, för om det går bra kan man kanske klara sig utan valutareserv i många år. Men historien talar ändå emot det; förr eller senare kommer nog pengarna väl till pass.

Figur 8 visar valutareserven som andel av ett lands kortfristiga skulder i utländsk valuta i ett antal avancerade ekonomier. Det är lite svårt att se siffrorna, men vi kan se att vi i dag ligger på 18 procent och om vi betalar tillbaka mer än halva valutareserven till Riksgälden hamnar vi på 4 procent. Då sällar vi oss till kretsen av euroländer och möjligen Storbritannien som har en ganska stor valuta. De har ju större frihetsgrader. Så kan man naturligtvis göra, men man måste vara medveten om att när det ser ut så här och banksystemet fortsätter att växa har man potentiellt stora bekymmer den dag man ska ha tag i pengarna. Det är svårt att räkna fram det här; ytterst måste man sätta ned foten och bedöma på vilket sätt detta ska vara.

Låt mig nu försöka sammanfatta vad jag sagt i dag, se figur 9. Jag började med att säga att vi har låga eller t o m väldigt låga globala realräntor. Det påverkar hela världen och det påverkar svensk ekonomi. Vi har stora eller potentiellt stora kapitalrörelser och det påverkar naturligtvis också en liten, öppen ekonomi som den svenska. Man får då försöka hantera detta efter bästa förmåga. Det innebär måhända ett något begränsat utrymme för penningpolitiken och det skapar tilltagande risker för den finan-

Figur 8
Valutareserven låg
även i ett internatio-
nellt perspektiv



Källa: Sveriges riksbank.

siella stabiliteten. Det gäller att försöka hantera detta så gott det går när man ska väga ihop det på olika sätt från det ena penningpolitiska mötet till det andra.

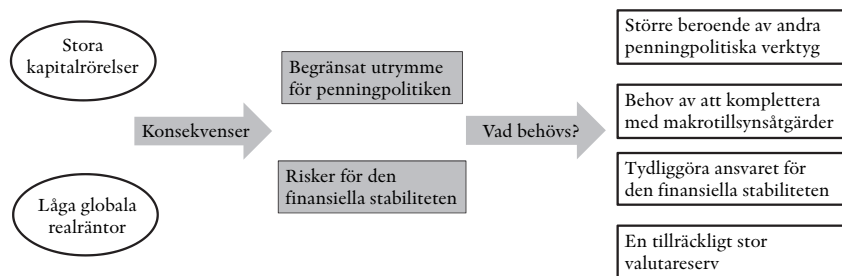
Det kan framöver innebära, om räntorna förblir låga länge, att vi får ett större beroende av andra penningpolitiska verktyg. Om det blir svårare att jobba med priset på pengar – alltså reporäntan – får man jobba med kvantiteten i stället. Det är så det fungerar. Det finns sannolikt ett behov av att komplettera detta med olika typer av makrotillsynsåtgärder inte minst, i alla fall i dagsläget, när det gäller vår bolånemarknad. Men om man har låga realräntor väldigt länge skulle det inte förvåna mig om kommersiella fastigheter är nästa som står på kö. Det är så det brukar bli.

På ett eller annat sätt behöver vi tydliggöra ansvaret för den finansiella stabiliteten och det är en fråga som lever i Riksbanksutredningen. Det är bra. Sedan behöver vi ha en tillräckligt stor valutareserv så att vi så att säga har pengarna i förväg och inte behöver kämpa med att försöka få tag i dem den dag det är ett problem.

Man ska också lägga till, när det gäl-

ler den sista frågan, att man aldrig får tag i andras pengar utan villkor. Det är så det fungerar i den verkliga världen och Sverige är lite för litet för att de stora ska vara intresserade av att hjälpa oss med automatik. Det är bara en realitet att det är på det sättet. När vi själva har lånat ut pengar till andra har vi också alltid ställt villkor och i vissa fall ganska hårda villkor. Det är så det fungerar.

Låt mig hoppa vidare till den andra frågan: byte av målvariabel och introduktion av variationsband. Vi överväger att byta målvariabel från KPI, som tedde sig bra när vi började med inflationsmålspolitiken 1995, till KPIF, som inte inkluderar ränteförändringar. Sedan vill vi på ett eller annat sätt introducera ett variationsband, som vi har valt att kalla det, för att illustrera den osäkerhet som finns i de här sammanhangen. Ni ser på figur 10 hur det ser ut om man tittar på inflationen. Om man byter till KPIF ser ni att KPI svänger kraftigt, inte minst då man har stora förändringar i räntan. Då svänger KPI mycket, och då jagar vi "vår egen svans". Det var så vi beskrev det redan på 1990-talet när det gäller penningpolitiken. Om man i stäl-



Figur 9
Penningpolitiska utmaningar – några slutsatser

Källa: Sveriges riksbank.

let väljer KPIF ser ni att det måttet på inflationen rör sig mycket mindre. Det verkar då rimligt att räkna bort ränteförändringar.

Det är små skillnader mellan KPIF och det europeiska harmoniserade måttet HIKP, se figur 11. Ni ser att de ligger väldigt nära varandra. KPIF räknar vi själva i Sverige och nivån på HIKP bestäms någon annanstans. Men i stort är det inte någon avgörande skillnad mellan vilket mått man väljer. Måhända vore det någon gång i framtiden rimligt att fundera lite på om man skulle övergå till HIKP. Men det är överhuvudtaget inte någon aktuell fråga i dagsläget.

Det är ganska bra att byta till målvariabeln nu, för om vi har tur och är skickliga när det gäller våra prognoser kommer alla dessa kurvor, KPI, KPIF och HIKP, att sammanfalla en dag i närtid, se figur 12. Därför är det ganska bra att byta just nu när det inte är spretigt. Ni ser att det är betydligt spretigare längre fram.

I praktiken har vi under en ganska lång tid i allt väsentligt tittat på KPIF när det gäller penningpolitikens utformning. I det avscendet betyder inte detta någon förändring av penningpolitiken som sådan. Detta är i grunden att kodifiera rådande praxis: Det är lika bra att säga så eftersom det är så här vi gör redan nu.

Vi har också kämpat, diskuterat och funderat länge på hur man ska hantera det här med osäkerhet. Även om alla vi

som jobbar med penningpolitik stiger upp varje morgon och siktar på 2 procent blir det inte alltid 2 procent. Då är frågan: Hur ska man illustrera det? Vi har valt att introducera det vi kallar för ett variationsband för att illustrera denna osäkerhet.

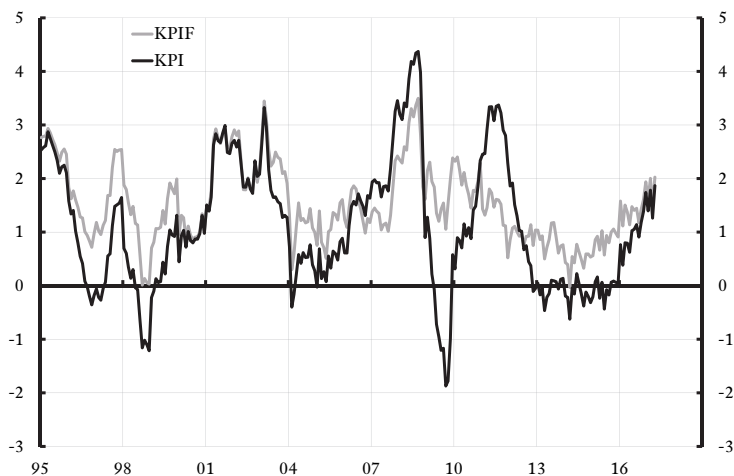
Den gråa ytan ni ser i figur 13 är baserad på variationen i KPIF bakåt i tiden. Det är inte något beslut att det ska vara just denna bredd, utan det kommer sig av att ungefär 73 procent av KPIF-utfallen ligger inom 2 procent plus minus 1 procent. Då har detta känts som ett lagom sätt att illustrera osäkerheten för närvarande. Detta kan mycket väl ändras över tiden, för om inflationen svänger mycket blir det bredare och om den svänger väldigt lite blir det så småningom smalare. Men det är naturligtvis ingenting som man ska ändra vecka för vecka eller månad för månad. Det ska nog gå ett bra tag och ha hänt en hel del innan man gör någonting åt det.

Det är viktigt att säga att detta inte är ett målintervall, utan det är ett sätt att illustrera osäkerhet. Målet är fortsättningsvis 2 procent och det gäller oberoende av om inflationen är inom bandet eller om den råkar vara utanför det.

Peter Englund

Tack, Stefan, för denna rundmålning över förutsättningarna för penningpolitiken! Jag lämnar nu ordet till Hilde för ett norskt perspektiv.

Figur 10
Inflationen mätt med
KPI och KPIF



Ann: Årlig procentuell förändring. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källa: SCB.

Figur 11
Inflationen mätt med
KPIF och HIKP

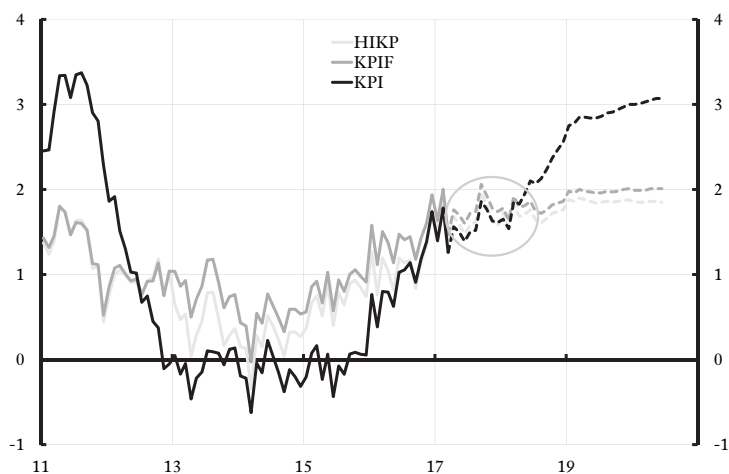


Ann: Årlig procentuell förändring. KPIF är KPI med fast bostadsränta och HIKP avser det EU-harmoniserade indexet för konsumentpriser.
Källa: SCB.

Hilde Bjørnland

Tack för inbjudan! Det är väldigt fint att kunna vara här och prata inför denna flotta församling. Jag ska försöka att tala sakta. Jag har haft förmånen att ha få varit med i Finanspolitiska rådet i tre år nu, så jag har lärt mig att det finns en del skillnader mellan norska och svenska. Men jag tror att ni förstår mig bra här.

Jag ska ge er ett norskt perspektiv – det var väl det herr ordförande sade – på penningpolitiken. Jag ska emellertid börja lite bredare och säga lite om skillnaden mellan Norge och Sverige. Det finns många likheter mellan Norges och Sveriges ekonomier. En gång var vi enade som ett land, men den 17 maj 1814 skildes vi åt. I morgon får jag resa hem



Figur 12
Bra läge att byta mål-
variabel nu

Anm: Årlig procentuell förändring.

Källa: SCB och Riksbanken.

och fira den dagen hemma i Norge, men i dag är jag alltså här!

På många sätt har Norge varit lillebror till Sverige. Det finns färre innevärdare i Norge, BNP per capita var länge lägre i Norge och då vi tillhört Danmark och även Sverige, har vi kommit efter när det gäller många institutionella saker. Det handlar om att ha en centralbank, ett inflationsmål och kanske också ett finanspolitiskt råd, vilket vi ännu inte har i Norge. Men på något område har vi också ryckt ifrån lite. När vi först fick inflationsmål så anpassade vi snabbt politiken på flera områden. Det kanske är penningpolitiken i förhållande till finansiell stabilitet som är det område där Norges Bank har gått lite längre och integrerat det hela lite mer än vad Sveriges riksbank hittills har gjort. Det ska jag komma tillbaka till lite senare.

Så lillebror-storebror-perspektivet har vänt på många områden och i dag är till exempel BNP per capita högre i Norge än i Sverige. Detta hänger samman med att Norge fann olja. Utvinningen av olja har påverkat hela ekonomin och våra resurser. I den figur jag visar här ser ni tillväxten i Norge i förhållande till den i Sverige som den heldragna kurvan

och den streckade kurvan är oljepriset laggat med tre kvartal. Figur 14 förklarar att Norges tillväxt var bättre än Sveriges under en lång period efter 2004, dvs samma period som oljepriset steg kraftigt. Tillväxten i BNP var under den här perioden i genomsnitt 0,5 procentandelar mer per år än i Sverige. Vi ser detta på att den heldragna kurvan stiger.

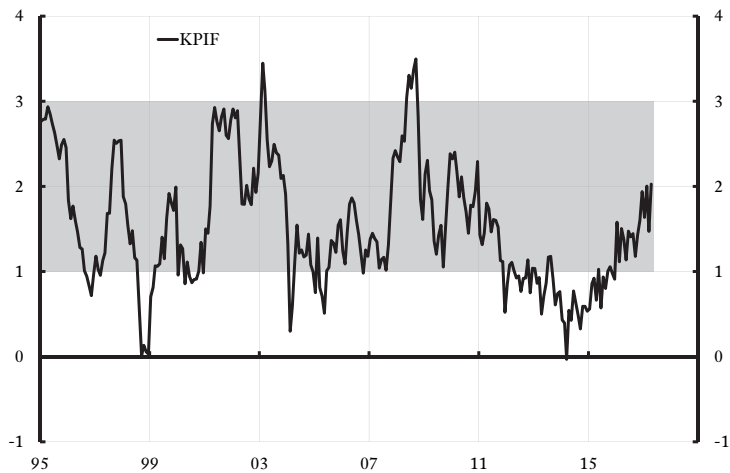
Sedan kom finanskrisen och då faller Sverige först relativt Norge, på så sätt att kurvan stiger och återigen under åren 2011–13 medan norsk ekonomi fick en ny jätteboom i och med att oljepriset steg igen.

Vi fortsatte att växa och trodde under denna period i norsk ekonomi att vår sårbarhet var väldigt liten. Norsk ekonomi hade en egen särställning. Men så föll oljepriserna från 2014 och så föll norsk ekonomi kraftigt tillbaka, särskilt i förhållande till Sverige.

Här har jag visat en bild på hur en oljeexportör/importör har haft olika tillväxt, delvis i takt med oljepriset. Annars påverkas vi av samma drivkrafter som också Ingves var inne på i förhållande till globala låga räntor och internationella chocker.

Läget är nu att svensk ekonomi har

Figur 13
Variationsbandet
illustrerar osäker-
heten



Anm: Årlig procentuell förändring. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källa: SCB.

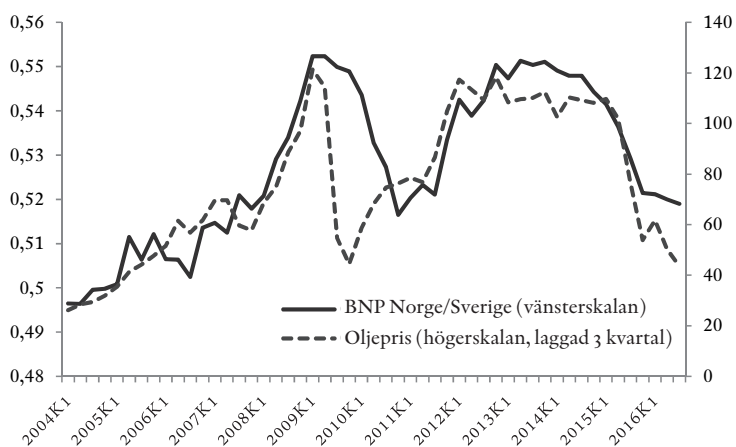
dragit ifrån, medan Norge ligger efter på grund av oljeprisfallet. Sverige befinner sig nu i en högkonjunktur, vilket Finanspolitiska rådet också nyligen påpekade i sin rapport. Jag ska inte säga så mycket om finanspolitiken utan går över till penningpolitiken och det är ju den vi talar om här i dag.

När vi ser hur de båda centralbankerna förhåller sig till penningpolitiken märker vi att båda två har väldigt låga räntor men av helt olika skäl. En grund är exakt densamma: låga globala räntor. Det har dragit ned räntorna generellt. Men norsk ekonomi sänkte räntan ytterligare på grund av oljeprisnedgången jag precis har talat om. I svensk ekonomi sänktes räntan från 2013–14, på grund av den konjunkturedgång man hade då. Men det finns likväl en skillnad, för räntan i Norge ligger över noll, medan räntan i Sverige ligger under noll. Man kan säga att det är marginella skillnader och kanske inget att hänga upp sig på, men i och med att jag ska hålla ett föredrag där jag ska tala om detta och där temat är Finansiell stabilitet och penningpolitik ska jag ändå säga lite grann om detta.

Varför är inte räntan i Norge negativ? På många sätt har Norges Bank gjort något mer i förhållande till att närma sig frågorna om finansiell stabilitet. De har nämligen fått huvudansvaret för att ge råd till Finansdepartementet om konjunkturiska kapitalbuffertar, dvs hur stor buffert bankerna ska ha under konjunkturerna för att bidra till finansiell stabilitet. Deras penningpolitiska rapporter nämner också både finansiell stabilitet och penningpolitik. Man ser detta i ett sammanhang.

Detta gör att i Norge, tror jag, ligger fokus i penningpolitiken i högre grad på bostadsmarknaden. Varje gång centralbanken publicerar sin penningpolitik nämns också oron över bostadspriserna och oron för hushållens skuldsättning. Och det finns grund för oron. Norge har egentligen aldrig haft något substantiellt fall i bostadspriserna. Åtminstone under de senaste 20 åren har de stigit kraftigt, medan de i många andra länder går direkt nedåt.

Kanske mer bekymmersamt är skuldbelastningen, alltså skuld i förhållande till inkomst i hushållen. Hushållen har lån på närmare 240 procent av intäk-



Figur 14
BNP (fastlands-)
Norge kontra Sverige

Källa: SSB, SCB och Hilde C Bjørnland.

terna och det är högst av alla jämförbara länder i OECD och även den högsta nivå vi har haft historiskt.

Hur är det då möjligt? Jo, det är självklart möjligt på grund av de låga räntorna. Våldigt låga räntor gör det möjligt att ha en så stor skuldsättning i hushållen. Nästan 20 procent av de norska hushållen har en skuld som är fem gånger så stor som inkomsterna. Det är höga tal och det gör att centralbanken nu bekymrar sig explicit och implicit för bostadsmarknaden och skuldbelastningen. Den säger också att den gör det.

Ingves var inne på den gamla diskussionen, som han kallade den för, om att luta sig mot vinden. Jag ska tala lite grann om det utan att gå in på det för mycket. Det här är argument som alla känner till och några känner bättre till dem än andra här. Det är klart att en centralbank kan göra mer än att bara ge råd om kapitalbuffert. Den kan ju välja att inte sätta räntan så lågt som det behövs för att få upp inflationen och det kallas att luta sig mot vinden. Bekymret är det som Ingves var inne på, nämligen att det byggs upp en skuld som är en risk för det finansiella systemet och

hushållen. Hela avsikten med att sänka räntan är ju att hushållen ska låna mer och därmed få upp aktiviteten. Men när skulderna blir så här höga kan det bidra till att pressa upp bostadspriserna ännu mer och det gör att hela det finansiella systemet blir sårbart. Det argument som de flesta ekonomer känner till är att centralbanken därför borde höja räntan mer än vad som är nödvändigt för att nå inflationsmålet. Då kan man dämpa effekten på bostadsmarknaden.

Motargumentet är att högre räntor betyder ökade kostnader eftersom man får en lägre inflation och lägre produktionstakt och att kostnaderna överstiger fördelarna, vilket finns dokumenterat i flera studier. Man vill uppnå finansiell stabilitet genom att ha reglering av finansmarknaden. Därför ska penningpolitiken användas för att reda upp efter kriserna.

Men så har vi då den här frågan som också Ingves var inne på: Är kostnaderna av en finanskris större eller mindre än den uteblivna tillväxten vid höjda räntor? Jag ska säga lite om vad jag menar med det. Som ekonom vill jag säga att vi egentligen diskuterar väldigt

marginella saker här. Det allra viktigaste för att uppnå finansiell stabilitet är en bättre anpassning av ränteavdrag och bostadsbeskattning. Då passar det fint att Finanspolitiska rådet sade detta i går. Både i Norge och här är det helt klart att lägre ränteavdrag och ökad beskattning av bostäder kommer att dämpa både bostadspriserna och skuld tillväxten. Det kommer också att leda till en stramare finanspolitik och till att sparandet byggs upp. Det är alltså en vinn-vinn-situation för penningpolitiken, för den finansiella stabiliteten och för finanspolitiken.

Nu är det så att detta inte finns på den politiska agendan vare sig i Norge eller i Sverige. I riksdagen i dag lät det inte som att något av de politiska partierna var inne på detta. Det lät inte heller som att regeringen ville säga något mer om det, annat än att den inte hade det på sin agenda.

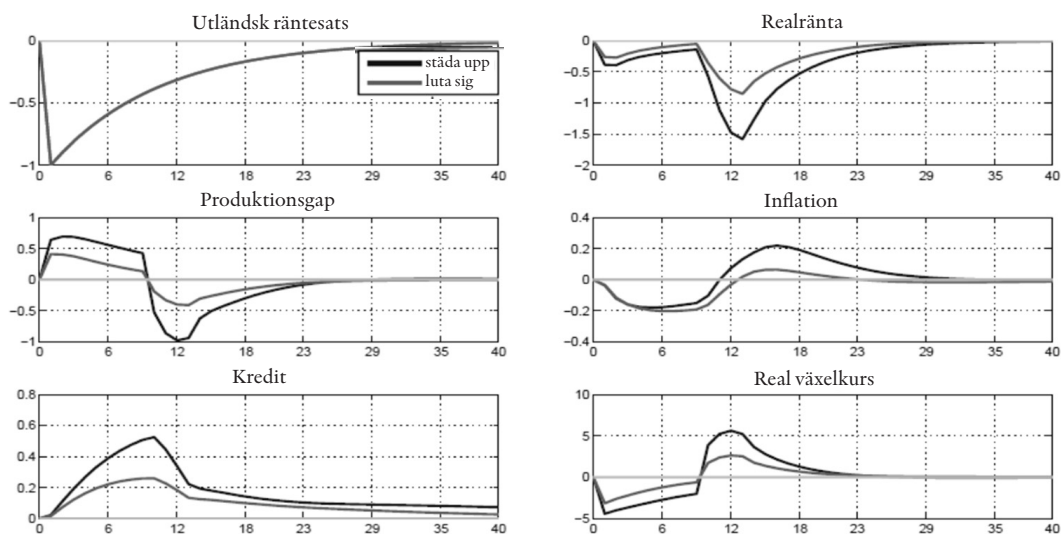
Om inte politikerna kan göra något åt det, vem ska då göra något åt det? Då anser jag att det hamnar på centralbankens bord. Om man har en lång period med låga räntor byggs den finansiella obalansen upp. Då kan det vara en del *trade-off* i förhållande till hur länge man måste ha låga räntor för att få till den tillväxt i ekonomin som man ska ha, utan att öka risken på bostadsmarknaden för mycket. Jag ska inte gå in på en massa forskning, men vi jobbar med flera projekt.

Ett projekt som vi jobbar med är att se om genomslaget av penningpolitiken (*pass through*) inte är lika effektivt när räntan är noll. För att få upp inflationen sänker centralbanken räntorna. Men om bankerna inte följer detta lika fort blir *pass-through*, alltså genomslaget från de låga räntorna till makroekonomin och till inflationen, svagare. Om man kan kvantifiera det får man att penningpolitiken inte alltid är lika effektiv för makroekonomin med detta *zero lower bound*, dvs när räntorna är låga. Då blir det kanske en ny kostnad när vi har låga

räntor. Det måste man tänka på i förhållande till de fördelar man har med lite högre räntor, nämligen att man kan få ned skulden lite. Om genomslaget av penningpolitiken på inflationen och makroekonomin är svag, medan bostadsmarknaden reagerar starkt, kan det kanske likväl löna sig att tänka på finansiell stabilitet i penningpolitiken.

Då har vi det som jag kallar för ett mellanting. Makrotillsynen är förstalinjeförsvaret. Det är den som ska bidra till finansiell stabilitet. Den ska övervaka bankerna. Det handlar om robust utlåning, om att man inte lånar ut mer än fyra eller fem gånger skulden och om att bankerna har kapitalkrav. På så sätt är penningpolitiken *last line of defence*, sistalinjeförsvaret. Men som forskningen visar: Det kan vara så att räntorna har varit låga länge – och då pratar vi om vi länge – och man är i en högkonjunktur så som Sverige är nu. Inflationen har ännu inte gått upp, men de låga räntorna bidrar till att bygga upp obalanser. Räntorna har inte lika stor genomslagskraft på resten av makroekonomin, men bostadspriserna stiger. Det blir generella obalanser i motsats till sektorspecifika obalanser. Då kan det kanske löna sig att luta sig lite mot vinden. Det är det vi visar i vår modell. Med hjälp av olika parametrar visar vi när det lönar sig att luta sig mot vinden.

För att så ska vara fallet måste man ha en modell där man inte har en jämvikt utan många jämvikter. I en av dem finns det en möjlighet till kriser. Krisen kommer att komma och den slår tillbaka på ekonomin. I en sådan modell kan det också vara så att centralbanken förstår det, medan hushållen inte förstår det. Vi är mycket optimistiska. Vi tror att saker och ting går rätt upp i höjden. Vi fortsätter att låna och bygger upp skuld. Men centralbanken förstår att det finns problem. När bågen brister kommer det att slå tillbaka mot hushållen. Där kan det löna sig att luta sig mot vinden.



Anm: Ekonomin slår över i stress (perioderna 10–13). Sannolikheten för en kris är inte längre noll, lutning är fördelaktig.

Källa: Bjørnland, Brubakk och Maih (2017).

Figur 15
Finansiell stress slår tillbaka – ett kris-scenario

Jag har en väldigt enkel skiss över detta. Det är en stark förenkling. Låt mig förklara vad det är! Utländska räntor sänks på det sätt ni ser på figur 15 upppe till vänster. Så har vi centralbanken i den lilla och öppna ekonomin, som sänker räntorna. Då har vi två alternativ. Skillnaden finns mellan den grå och den svarta linjen. Marginalerna är olika. Den grå är en centralbank som väljer att sänka räntorna lite mindre än den svarta. Den grå lutar sig lite mot vinden. För att göra det lite enkelt kan vi tänka på den grå som Norges Bank, som lutar sig lite mot vinden, och den svarta som Sveriges riksbank, som lutar sig mot vinden. När man lutar sig lite mot vinden, som den grå, får man lite mindre produktions-takt än den svarta, så man förlorar lite. Men man får också lite mindre skuldförskjutning i ekonomin. I ett normalt scenario kommer detta aldrig att löna sig, för det kommer ingen kris. Men i det scenario ni ser i figuren kommer det en kris i perioden 10–13 – en stressperiod. Centralbanken förstår sannolikheten

för kriser och har lutat sig. Men hushållen förstår det inte. Så kommer krisen. Produktionskraften faller – pang! Den grå centralbanken (Norges Bank), som har lutat sig lite, behöver då inte sänka räntorna lika mycket som den svarta, som inte har lutat sig, eftersom skulden inte har byggts upp motsvarande. Skulden slår då inte tillbaka och förstärker konjunkturedgången, som den gör här för dessa hushåll. Att skulden inte byggs upp lika mycket genom att man lutar sig lite gör att man inte får en så brant nedgångskonjunktur. I ett sådant scenario kommer det att löna sig att ha lutat sig, eftersom krisen med hög sannolikhet kom. Man får en mindre nedgång.

Norges Bank lutar sig mot vinden. De argumenterar på detta sätt. De lutar sig mot vinden för att de ser att – som det står i deras pressmeddelande – ökade bostadspriser och ökad skuld ökar faren för en brant nedgång i efterfrågan i framtiden. När det gäller kriser är det också fråga om icke-linjäriteter. De skrev i pressmeddelandet att finansiella

cykler och skuld varar längre och byggs upp mer gradvis än vanliga konjunkturen. Som Ingves var inne på är det så att finanskriser är värre och har större kostnader för samhället än vanliga små kriser. Därför vill Norges Bank undvika att sänka räntorna på det sätt som annars hade varit önskvärt för att få upp inflationen. Norges Bank lyfter fram argumentet om finansiell stabilitet för att inte sänka räntorna så mycket. Men nu låter det som att vi pratar om en massa procent. Det är inte fallet. Räntorna är 0,5 procent i Norge, så vi pratar om en liten lutning mot vinden.

För att sammanfatta detta norska perspektiv på svensk penningpolitik: Mandatet till penningpolitiken bör vara brett. Man ska ha makroprudentiella verktyg för att också kunna ta hänsyn till finansiell stabilitet. Man bör inte bara tänka på inflationen utan också på finansiell stabilitet. Makrotillsyn är alltså förstalinjeförsvaret och leder till finansiell stabilitet. Men om räntorna har varit låga länge och sannolikheten för kriser ökar anser jag att man kan ta ännu ett steg vidare och luta sig lite mot vinden.

Med fara för att hoppa in i en debatt i Sverige jag inte känner till tillräckligt bra kan jag säga att detta inte nödvändigtvis är ett argument för vad Sverige ska göra. Jag känner inte till alla detaljer i svensk ekonomi. Jag känner till finanspolitiken genom att vara ledamot i Finanspolitiska rådet och jag vet att det är en stor skillnad mellan Norge och Sverige bl a vad gäller bostadsmarknaden. Mer än 80 procent av norrmännen äger en bostad och de flesta har rörlig ränta. Andelen som äger bostad i Sverige är mindre, ca 70 procent, och långt från alla har rörlig ränta. I vilken grad det är mer befogat för Norge än för Sverige att luta sig kan jag inte säga med säkerhet, men visst är Norge väldigt exponerat mot bostadsmarknaden med tanke på hushållen. Norge är också det land som har högst skuldkvot historiskt. Det ty-

der på att det kan vara lönsamt att luta sig lite mot vinden i Norge.

Peter Englund

Tack, Hilde! Innan jag lämnar ordet till publiken för frågor så kanske Stefan har några reflektioner om hur hårt man ska luta sig mot vinden.

Stefan Ingves

Det här är eviga frågor. Jag håller med om det som sades inledningsvis – *first best* är, som Finanspolitiska rådet säger, att fixa bostadsmarknaden. Men om man inte gör det lever man i en *second best*-värld och *second best*-världar är normalt sett svårhanterliga. Man hamnar i alla möjliga olika lösningar.

Jag ska ta upp något som är ganska viktigt men som jag inte hann med i mitt anförande i dag. Det som har legat oss i fatet under en period när inflationen varit låg har inte bara varit den låga inflationen, utan också att inflationsförväntningarna, inte minst femårsförväntningarna, sakta börjat gå nedåt. Då har man ett ganska stort dagsverke att få dem att vända, vilket vi har lyckats med. Givet den målfunktion vi har är det inget fel i det, men samtidigt har man naturligtvis också alla de här frågeställningarna att leva med och grubbla över.

Peter Englund

Om man spetsar till frågan till att gälla den svenska situationen: Är målfunktionen anledningen till att den svenska Riksbanken inte har lutat sig mot vinden? Om du hade haft en bredare målfunktion, hade du då velat luta dig lite mer mot vinden?

Stefan Ingves

Det är svårt att säga. Vi hamnar i ett läge där inflationen blir väldigt låg. Inflationsförväntningarna börjar krypa nedåt mer och mer. Då får man fundera på hur man ska hantera det. I vad mån Sverige och Norge är olika i det här avse-

endet kan jag inte svara på när det gäller valutan. Men vad gäller Europeiska centralbanken kan jag säga att det står klart att det i Europa kommer att ta mycket längre tid än vad man tidigare trodde att få upp både inflation och tillväxt. Man börjar bedriva en penningpolitik som är väldigt expansiv genom att gå ned till negativ ränta och samtidigt göra stora obligationsköp. Då har vi funderat på vad vi ska göra för att hantera det. Vad händer i ett sådant läge med fallande inflationsförväntningar om växelkursen apprecieras kraftigt? Då är det ganska mycket uppförsbacke. Det är det vi har försökt hantera under ett antal år, i kombination med ett oändligt tjat när det gäller bostadsmarknaden, i hopp om att någon annan drar i någon spak.

Peter Englund

Vi är många som försöker tjata. Det är oklart om det hjälper.

Nu ger jag utrymme för auditoriet att ställa frågor. Håll gärna frågorna någorlunda korta! Då hinner fler personer ställa frågor. Upppteckningarna kommer att publiceras i *Ekonomisk Debatt*.

Lars E O Svensson

Det är onekligen mycket intressant för mig att höra både Stefan och Hilde. Man kan säga en hel del om bakgrunden till vad Stefan säger nu, men det ska jag inte göra nu. Jag ska bara konstatera att det faktiskt är en ganska stor kontrast mellan å ena sidan hur Riksbanken nu har anammat en negativ ränta och försvarar negativ ränta mot kritiken och å andra sidan reaktionen när jag själv vårensommaren 2009 förde en nollränta och även en negativ ränta på tal och föreslog att man skulle börja förbereda sig för det ifall den skulle behövas. Jag möttes av en mycket negativ reaktion. Den andra kontrasten som slår mig är den stora skillnaden mellan den expansiva penningpolitik som bedrivs nu, noga räknat efter våren 2014, och den mycket kon-

traktiva penningpolitik som bedrevs 2010–11. Den dramatiska räntehöjningen 2010–11 var ett experiment som runt om i världen nu hålls fram som ett varnande exempel. Det är förstås så att en stor del av problemen med att få upp inflationen och behovet av en så låg styrrenta nu har att göra med att penningpolitiken var alldeles för stram 2010–11.

Låt mig säga ett par saker om vad Hilde sade. Först, när det gäller att luta sig mot vinden finns det kostnader och möjliga intäkter. Kostnaderna är lägre inflation och högre arbetslöshet. Intäkterna är en möjlig lägre sannolikhet för en kris och ett möjligt mindre djup av en kris om den skulle inträffa. Det enda raka när man har både kostnader och intäkter är att sätta siffror på dem. Sätter man empiriska siffror på detta ser man att kostnaderna är flera gånger högre än intäkterna. Det är ett mycket robust resultat, som jag har visat i ett par uppsatser.

För det andra, ränteavdragen. Ränteavdragen är en engångssänkning av hushållens ränta efter skatt. De ger upphov till en engångshöjning av prisnivån på bostäder och en engångshöjning av motsvarande skulder. De ger alltså inte upphov till någon ökad tillväxt i priserna eller någon ökande tillväxt i skulderna på längre sikt, utan det är en engångseffekt på jämviktsnivåerna, även om det kan ta några år för skulderna att nå den nya nivån. Det ska man hålla i minnet. Det är inte lätt att visa att ett ränteavdrag som sådant skulle medföra högre risker, eftersom det innebär permanent lägre räntor för hushållen.

Slutligen vill jag ta upp frågan om man ändå möjligtvis ska luta sig mot vinden om makrotillsynen är dålig och ineffektiv. Man kan tänka sig att ineffektiv makrotillsyn medför att sannolikheten för en kris är lite högre, att djupet i en kris kanske är lite större eller att en kris blir mer långvarig, om ineffektiv makrotillsyn medför mindre kapital,

sämre likviditet osv. Men man kan faktiskt visa att för dessa tre förändringar ökar kostnaderna för att luta sig mot vinden mer än intäkterna. Det finns alltså ännu mindre skäl att luta sig mot vinden om makrotillsynen är dålig.

Hubert Fromlet

Jag har en kort fråga, då jag har kommit fram till slutsatsen att stödet från forskningen när det gäller *quantitative easing* är förhållandevis svagt – måhända av naturliga skäl. Hur ser ni på att det – enligt vad jag kan förstå – råder en ganska stor ovisshet i den frågan? Hur mycket kan inflationen tas ned med hjälp av *quantitative easing*?

Stefan Ingves

Generellt gäller det för all ekonomisk politik, oavsett om vi talar om penningpolitik eller finanspolitik, att om vi ska öka efterfrågan genom att bygga skuld måste tillväxten bli högre än skuldökningen någon gång för att det hela ska fungera. Annars får man ett problem antingen inom den privata sektorn eller inom den offentliga sektorn. Hur man kan undvika det är en fråga vi sliter med hela tiden. Nu har vi hanterat frågeställningarna när det gäller det allmänna i Sverige. Vi har hela diskussionen på den kanten. Men då flyttas skuldökningen till den privata sidan i stället och så sliter vi med att hantera samma fråga där.

Den andra frågan handlade om att mäta effekten av QE. Det är inte enkelt. Men ett annat sätt att fundera kring detta med att använda balansräkningen är att penningpolitik bygger på att alla litrar på och tror på att en centralbank kan lägga pengar bakom orden. Då vill man inte att man ska behöva testa det någon gång, för om det då inte var någonting bakom orden har man tappat styrfart. Det inträffar då och då – inte vet jag, kanske en gång på 25 år eller en gång på 50 år – att man bör använda balansräkningen aktivt för att verkligen mena det

man säger, dvs öka likviditeten i systemet. Om man gör det då, då räcker det med att snacka om det däremellan och så rättar sig alla efter det. Man vill inte att man ska testa det där så som det här systemet fungerar. Men sedan håller jag med om det empiriska. Det är naturligtvis väldigt svårt att mäta och det är inget konstigt i det; vi är ju tränade som ekonomer att jobba antingen med priset på pengar eller med kvantiteten. Nu gör vi både och, och då blir det naturligtvis ganska rörigt när man försöker göra ekonometri av det. Men rent allmänt är vi nöjda med den QE som vi har gjort. Vår uppfattning är att de köp av statsobligationer som vi har gjort har hjälpt till att pressa ned avkastningskurvan längs alla möjliga olika löptider och det har i sin tur hjälpt till att få upp inflationen.

Hilde Bjørnland

Jag har en kort kommentar. Jag håller med; man kan göra beräkningar och visa att kostnaderna är stora i förhållande till vinsten. Men jag tror att det är lite beroende av den *steady state* man kommer ut från. Under den globala nedgångskonjunkturen fick Sverige en negativ efterfrågechock. Då pekade allting i samma riktning. En annan sak, som Finanspolitiska rådet framhåller, är att man nu har en högkonjunktur men en lite låg inflation. Om bostadsmarknaden i denna situation är väldigt pressad och hushållen tar mycket lån i en sådan period är man kanske mycket närmare ett scenario där det kan gå galeat på grund av trösklar på bostadsmarknaden än ett där det sker på grund av att inflationen är för låg.

Jag tänker också på Norge, där man har hög skuldkvot och hög bostadspristillväxt. Man kan säga: Nu ska man inte höja räntorna. Det är för sent. Man kan skapa en kris. Men så fortsätter och fortsätter bostadspriserna att öka. Sedan kan man säga: De borde ha höjt räntorna tidigare för att inte få ytterligare

hushåll som skuldsätter sig som sedan kommer att få problem. Det som skedde i Sverige när man hade den nedåtgående konjunkturen på grund av en negativ efterfrågechock är en annan situation än den jag beskriver i det scenario jag har. Där är man i en uppgångsperiod, men inflationen är låg och hushållen har en mycket mer optimistisk syn än vad centralbanken har. Då får man med hög sannolikhet en kris som slår tillbaka. I den modellberäkningen kan centralbanken om den lutar sig lite få ett marginellt bättre utfall än om den inte lutar sig.

Lars E O Svensson

Det är precis i de situationerna, i en kreditexpansion, som kostnaderna av att luta sig mot vinden av allt att döma ökar mer än intäkterna.

Peter Englund

Detta lämpar sig uppenbarligen för en postseminariediskussion.

Marian Radetzki

Stefan! I din globala översikt konstaterade du att de låga räntorna de senaste tio åren förklaras av ökat sparande och av att investeringarna inte ökat. Jag tycker att du gav en god förklaring till varför det har blivit ökat sparande, nämligen demografin och det faktum att stora *emerging economies* blir betydelsefulla i det internationella perspektivet, samtidigt som de saknar välfärdsanordningar, vilket gör att folk sparar som bara sjutton. Däremot sade du nästan ingenting för att förklara varför det inte blir mer investeringar med de låga räntorna. Det är något som gör mig förbryllad. Jag noterar t ex att börserna i världen går upp och att lönsamheten i företagen är god. Ändå investeras det inte. Apple är ett extremt exempel på det. Vilken är din förklaring till att det inte investeras mer?

Torbjörn Becker

Jag har två frågor. Vi ser alla lite med

förfäran på skulduppbyggnaden och husprisökningen. Samtidigt visade du en väldigt talande graf där realräntorna går ned och i princip är noll. Ur det perspektivet ter det sig väldigt rationellt att vi lånar mycket mer och att det ger högre bostadspriser. Då ställer man sig frågan: Vad är det för strukturfaktorer som kommer att ändras inom överskådlig framtid och som kommer att göra att trenden inte fortsätter nedåt? Annars är vi nere på noll och då förstår vi alla att det är rationellt att man lånar mycket. Då kommer också huspriserna att gå upp. Vart tar den strukturdelen av hög belåning och bostadspriser vägen i din bild? Vi förstår många olika scenarier som kan göra att vi får höga räntor, såsom en finanskris i Europa och oroligheter vid val i olika länder. Det är en annan faktor, men just den här strukturtrenden är viktig.

Den andra saken är en kommentar till detta med makrotillsyn och vad det faktiskt innebär. Det är svårt att se ett läge där penningpolitiken och makrotillsynen inte hänger väldigt nära ihop. Det har att göra med det som du var inne på om att en låg ränta går ut på att någon ska låna mer. Det är ju så vi får fart på ekonomin. Makrotillsynen går å andra sidan ut på att folk inte ska låna så mycket. Det fundamentala problemet är alltså att trycka på gaspedalen med den ena foten och på bromsen med den andra. Vill du verkligen sitta på Riksbanken och trycka på både gasen och bromsen samtidigt?

Vi kommer ned till att man får trampa på bromsen bara på delar av olika sektorer eller för olika låntagare och då tycker jag i min lilla värld att vi är ganska nära *directed lending* eller kvantitetsrestriktioner på olika sektorer. Det blir lite mer planekonomi och lite mindre marknadsekonomi där det är priser som styr. Hur ska vi hantera det? I mitt perspektiv är detta med makrotillsyn och makropolicy lite av kejsarens nya kläder, om man sammanfattar det.

Stefan Ingves

Jag tar den första frågan, om investeringarna. I det skrivna talet pratar jag lite mer om just detta med investeringar. Men jag var medvetet lite luddig när jag talade här av det skälet att det inte är så väldigt lätt att förstå om detta verkligen riktigt hänger ihop i den meningen att investeringarna är så låga. Jag har några grafer med i talet där vi tittar på avkastning på eget kapital. Oaktat att realräntorna har fallit under lång tid har inte avkastning på eget kapital alls fallit i motsvarande mån. *De facto* har den reala avkastningen på eget kapital i så fall gått upp och då borde det vara väldigt gynnsamt att investera.

Om man tittar på Sverige och USA har inte investeringarna i båda dessa länder fallit dramatiskt. Tvärtom tickar det på ganska bra. Jag håller med dig om att den delen i berättelsen är något svårhanterlig och jag har inte några riktigt bra och entydiga svar på den frågan.

Peter Englund

Ursäkta, men det enkla och logiska svaret är ju att det inte finns lönsamma projekt på marginalen. Du har en hög lönsamhet på existerande kapital därför att vi stimulerar efterfrågan i ekonomin. Men det är ont om investeringsprojekt som avkastar något.

Stefan Ingves

Då kommer vi in lite grann på Robert Gordon, som skriver om att den tekniska utvecklingen på något sätt var genialisk mellan 1870 och 1970 och lägre sedan. Men vad och hur mycket vet vi egentligen om det? Det är svårt att uttala sig om det. Men visst tror jag också att de riktigt stora globala flödena och det sparade överskott som har funnits i Asien spelar roll.

Det är alltid svårt när det gäller ekonomisk politik att göra många saker samtidigt. Det är en generell fråga och en generell frågeställning: Hur gör man

då det så att man hittar något lagom i detta? Och hur hittar man en tajmning i detta så att det blir lagom? I det avseendet svänger pendeln, som jag sade inledningsvis. En gång i världen hade vi en mängd regleringar. Mitt jobb handlade om att avskaffa alla regleringar i min ungdom, vilket jag var med och jobbade med. Nu svänger pendeln i någon mån tillbaka. Hela idén med makrotillsyn bygger ändå på något sätt på någon slags segmentering av kreditmarknaden och att man i varje fall inte omedelbart får arbitrage mellan olika delar av kreditmarknaden när man försöker hantera makrotillsynsfrågorna. Hur länge det sedan håller är en öppen fråga.

Sedan var det en fråga från någon i mitten som jag har glömt!

Torbjörn Becker

Det handlade om struktur.

Stefan Ingves

Ja, det går alltid att med ekonometri förklara varför prisnivån synes vara det den är vid en given tidpunkt. Man ska också alltid komma ihåg att ex post, när allting har gått åt skogen, är det inte så att medborgare medvetet ingår dåliga affärer. Det är inte så det går till, utan alla försöker göra goda affärer medan tiderna är goda.

Sedan är det bara det att av en rad olika skäl blir omvärlden helt annorlunda eller synen på den egna ekonomiska utvecklingen hemma helt annorlunda. Då stämmer inga sifferkombinationer alls ex post när man tittar på detta. Men det betyder inte att folk hade underliga avsikter när affärerna ingicks, utan de ingicks under förväntningar om t ex fallande realräntor. Då stiger naturligtvis priserna. Men om man hela tiden bygger mer skuld är systemet mindre robust jämfört med om man har mindre skuld. Det gäller oavsett om det är skulden i den offentliga sektorn eller skulden i den privata sektorn. Det är svårt att hantera.

Torbjörn Becker

Vad ska hända för att den långsiktiga trenden med fallande realräntor ska vända? Det var det som var frågan. Demografin är en faktor som förklarar varför trenden går nedåt, men ser vi några strukturfaktorer för att trenden skulle vända eller är det bara kortsiktiga förtroendefrågor som kan ändra riktningen på realräntan?

Stefan Ingves

Ja, det ena är att vi på det ena eller andra sättet har gjort om våra banker från affärsbanker till bolånebanker eftersom hälften av bankernas portföljer i dag är bolån. En stor del, ungefär hälften, av bankernas upplåning är upplåning i utländsk valuta. Detta innebär att banksystemet är ännu mer sårbart än det var tidigare. Hushållen ligger på skuldnivåer som i aggregatet är någonstans 180–190 procent av disponibel inkomst. Om man däremot delar sönder det, precis som i Norge, skulle jag tro att det blir annorlunda. Jag har tyvärr inte siffrorna i huvudet, men de är tillgängliga. Det är flera hundra tusen hushåll som ligger på någonstans mellan 400 och 600 procent av disponibel inkomst. De tål inte några stora exogena förändringar i systemet, utan då kommer de att få bekymmer.

Marknaden fungerar så att det är marginalsäljaren som sätter priset. Det har sedan en stor externalitet i hela marknaden eftersom alla observerar detta pris. Vi ser inte någonting sådant framför oss de närmaste sex månaderna, det närmaste året eller något sådant. Men dessa frågeställningar finns genuint där när det gäller att försöka hantera sårbarheten i systemet. För två veckor sedan gick en kanadensisk bank i Toronto omkull och den var specialiserad på bolån. Kanadensarna går ut och säger: Det här är ett litet problem och vi har koll på det. Det är allt det där vanliga som vi har läst förr i andra tidningar.

Det är detta det handlar om: Man kan inte veta om det blir bekymmer eller inte. I den bästa av världar blir det inte det. Men det är i grunden fråga om hur pass robust system man vill ha.

Peter Englund

Hilde, vill du säga något?

Hilde Bjørnland

Jag har inget särskilt svar på den frågan, men det som sades här var intressant. När det gäller räntorna önskar centralbanken att hushållen ska bygga upp skuld, men inte till varje pris, skulle jag tro. Man ska inte ha fem–sex gånger sin inkomst i skuld. Saker och ting kan gå galet och då kan inte centralbanken bara se på när det hela växer.

Jag tänker också att det handlar mycket om på vilket sätt bankerna följer upp detta. Det är mycket från styrräntan till banken och utlåningen och regleringen där som gott kan ses över.

Lars Feste

Jag ska ställa en kort fråga speciellt om inflationsmålet. Inflationsmålet infördes i de flesta västländer, i alla fall i Europa, för ca 25 år sedan. Under den tid som har gått har vi fått en globalisering som har tillfört en kapacitet som är väldigt mycket större än den vi hade innan vi införde inflationsmålet. Dessutom har vi fått digitalisering och ett demografiskt perspektiv som gör att inflationsmålet kanske blir svårare att uppnå.

Vi ser på USA, som kanske har ett dualt mål med inflation och arbetslöshet. Vi har närmast full sysselsättning och likväl kan vi inte skapa den inflation som ska ligga på runt 2 procent.

Frågan är: Är detta ett tecken på att inflationsmålet har passerat bäst-föredatum? Finns det inga andra bra sätt att styra den ekonomiska politiken på?

Stefan Ingves

Nej, jag skulle inte säga att inflationsmå-

let på något sätt har passerat bäst-föredatum.

Lars Feste

Låt mig tillägga: Om det skulle sänkas, skulle det göra någon skillnad?

Stefan Ingves

Nej, det är nog okej med 2 procent också fortsättningsvis. Det blir ju relativa förändringar över tiden. Om man tittar på vad som har hänt i Sverige under en 10–15-årsperiod ser man att varupriserna har fallit eller legat ganska oförändrade. Inte minst importpriserna har fallit under en lång tid till följd av Kina och en väldig massa annat. Om man ska få 2 procent inflation i den världen måste tjänstepriserna stiga med mer än 2 procent och på något sätt jämnar det ut sig över tiden.

Jag tror dock inte att det spelar någon större roll att platt-tv-apparaterna bara blir plattare och billigare för var dag som går. Då blir det som när vi fick den senaste inflationssiffran när det gäller KPIF: Helt plötsligt flyger folk väldigt mycket mer utomlands i stället och så stiger utrikes resor i pris. Det där tenderar att jämna ut sig över tiden. Så är det när vi mäter inflationen; ibland stiger det ena i pris och ibland stiger det andra i pris. I den meningen är jag kanske lite friedmansk när jag säger att inflation i allt väsentligt är ett monetärt fenomen. Det håller jag fast vid.

Hilde Bjørnland

Först och främst: Mandatet i penningpolitiken bör vara brett. I Finansdepartementet i Norge har man en process där man ska se över hela mandatet till Norges Bank och om man också ska ta mer hänsyn till finansiell stabilitet, produktion osv.

Jag tycker att det är väldigt viktigt att man har ett mål som är mätbart och som man kan värdera. Det är ett inflationsmål. Man kan ta längre tid på sig att komma dit; det vet man. Centralbanken kan ta hänsyn till den finansiella stabiliteten. Man kan också ta andra hänsyn på vägen.

När det gäller att sätta ned inflationsmålet tycker jag att man bör se på den forskning som visar att måttet för inflationen är väldigt oprecist. Det kan visa sig att inflationen är högre i dag än vad KPI visar. Det är forskning från USA som tyder på detta. Produktivitet är svårt att mäta och man kan ha dragit ner för trend i tjänsteindex för inflationen. Den permanenta, dvs trenden i inflationen, kan ha fallit, medan den cykliska inflation är högre. Om så är fallet bör man inte sänka detta mål.

Man måste tänka sig noga för innan man börjar sänka målet för att nå inflationen innan man vet fullt ut vilken inflationen är. Man kan inte bara tänka 2 procent och bortse från allt annat. Inflationen är skildrad oprecist och det är många hänsyn som man måste ta på vägen. Men man ska ha ett mål som man till syvende och sist kan värdera under en konjunkturcykel eller under en period.

Peter Englund

Tack så mycket! Innan ni går skulle jag bara vilja göra lite reklam. Om ni inte är trötta på att diskutera makropolitik ges nästa chans den 8 juni, då föreningen har ett vanligt kvällsmöte. Detta sker i anslutning till ett temanummer av *Ekonomisk Debatt* som uteslutande handlar om makropolitik ur olika perspektiv. Vi har tre av författarna här, nämligen Tore Ellingsen, John Hassler och Lars Jonung. De kommer att inleda diskussionen. Tack för i dag!