

Långsiktiga trender – viktiga pusselbitar i den penningpolitiska analysen

Susanne Ackum

Jag tänkte hälsa alla välkomna. Detta är det sedvanliga mötet med vår riksbankschef som äger rum på våren och vi har ett sedvanligt möte på hösten då finansministern presenterar budgetpropositionen. I dag ska Stefan Ingves prata om långsiktiga trender och viktiga pusselbitar i den penningpolitiska analysen. Som kommentator till det har vi Anna Öster som till vardags är investeringschef på Länsförsäkringar men hon är också styrelseledamot i Nationalekonomiska Föreningen. Jag lämnar därmed över till dig Stefan.

Stefan Ingves

Jag vill börja med att tacka för inbjudan. Att komma hit till Nationalekonomiska Föreningen och diskutera olika typer av frågeställningar som berör Riksbankens verksamhet är något jag uppskattar väldigt mycket och tycker är roligt. Dagens anförande är faktiskt det fjortonde i ordningen, så det börjar också bli lite av en nostalgitripp att komma tillbaka hit varje år.

En stor del av dagens anförande tänkte jag ägna åt den svenska arbetsmarknaden och några av de övergripande trender och utmaningar som den står inför, sådant som brukar kallas ”strukturella förändringar”. I det sammanhanget kan det vara värt att påminna sig om förutsägelseerna från två berömda ekonomer. För snart 90 år sedan förutspådde John Maynard Keynes

att den snabba automatiseringen av arbetsuppgifter skulle medföra ”teknologisk arbetslöshet”.¹ En annan berömd ekonom, Wassily Leontief, förutspådde 20 år senare liknande problem: ”Arbetet blir mindre och mindre viktigt ... Fler och fler arbetare kommer att ersättas av maskiner. Jag ser inte att nya industrier kan anställa alla som vill ha ett jobb”.²

Dessa förutsägelser har som vi vet inte förverkligats, men på senare tid har en liknande debatt ändå uppstått. I en uppmärksam rapport nyligen varnades det t ex för att vartannat jobb i Sverige kommer att försvinna inom 20 år.³ Samtidigt pågår en annan debatt som handlar om den demografiska utvecklingen med en alltmer åldrande befolkning där flera hävdar att det kommer att krävas en ökad arbetskraftsinvandring och bättre integration för att välfärden ska kunna bibehållas på dagens nivåer.

Trendmässiga förändringar är svåra att förutse eftersom de inte syns förrän efter en viss tid, vilket om inte annat förutsägelseerna av Keynes och Leontief är exempel på. Jag ska därför inte ge mig på att förutspå utvecklingen på arbetsmarknaden i dag, utan i stället göra en tillbakablick och tala om vad som hänt. Mycket tyder på att det skett flera till synes trendmässiga förändringar på arbetsmarknaden i perioden efter finanskrisen 2008–09. Jag ska diskutera några av dessa och i vilken utsträckning de kan ha bidragit till lägre priser och löner samt vad man brukar kalla en flackare Phillipskurva. Dessutom ska jag ta upp den ökande migrationen och den demografiska utvecklingen med en åldrande befolkning och vilka ekonomiska effekter det kan få.

En annan strukturell förändring rör den trendmässiga nedgången i realräntor runt om i världen. Det är en föränd-

NATIONAL- EKONOMISKA FÖRENINGENS FÖRHANDLINGAR

2019-05-07

Manuset är nedtecknat av Paulina Vaughn och Elisabeth Gustafsson. Stefan Ingves inlägg återges här utifrån ett förskrivet, lätt redigerat tal, medan övriga inlägg baseras på ljudupptagning. Stefan Ingves vill tacka Magnus Jonsson för hjälp med att skriva anförandet och Emelie Theobald för hjälp med data och figurer. Han vill också tacka Mattias Erlandsson, Jesper Hansson, Goran Katinic, Åsa Olli Segendorf, Cecilia Roos-Isaksson, Marianne Sterner, Ulf Söderström och Anders Vredin för värdefulla synpunkter samt Elizabeth Nilsson för hjälp med att översätta anförandet till engelska.

Ordförande:

Susanne Ackum
Inledare: Stefan Ingves, riksbankschef
Kommentator: Anna Öster, investeringschef, Länsförsäkringar
Övriga deltagare: Kristin Magnusson Bernard, Kari Lantto och Lars Lönnquist

¹ Se Keynes (1930).

² Se Leontief (1952).

³ Se Stiftelsen för strategisk forskning (2014).

ring som pågått under en längre tid och som även påverkat svenska räntor. Sverige är en liten öppen ekonomi med fria kapitalrörelser och våra räntor anpassas därför efter omvärldens räntenivåer. Denna anpassning behöver inte alltid vara perfekt, vilket är något jag också tänkte ta upp. Avslutningsvis ska jag diskutera hur olika typer av osäkerhet, bl a osäkerhet om långsiktiga trender, kan påverka de penningpolitiska besluten.

Den ekonomiska utvecklingen drivs av olika typer av tekniska framsteg. För närvarande talas det mycket om den allt snabbare digitaliseringen, automatiseringen och globaliseringen som kan få stor betydelse för hur olika marknader fungerar och för ekonomin i stort. För penningpolitikens del är finansmarknaden och arbetsmarknaden särskilt betydelsefulla i detta sammanhang. Det beror på att två långsiktiga nivåer – den *långsiktiga realräntan* och den *långsiktigt hållbara nivån på resursutnyttjandet* – bestäms på dessa två marknader. Dessa två nivåer är så betydelsefulla att de fått speciell ”stjärnstatus” i den penningpolitiska litteraturen: Den långsiktiga realräntan brukar benämnas r^* (”r-stjärna”) och den långsiktigt hållbara nivån på resursutnyttjandet y^* (”y-stjärna”).⁴ Varför just dessa två långsiktiga nivåer spelar en så viktig roll tänkte jag illustrera med utgångspunkt i en s k penningpolitisk handlingsregel.

En penningpolitisk handlingsregel beskriver en lämplig nivå för styrräntan på basis av några få faktorer. Ingen centralbank förlitar sig enbart på en sådan regel i de faktiska räntebesluten, men den kan fungera som ett bra riktmärke för styrräntan. Olika penningpolitiska handlingsregler används också flitigt i den akademiska litteraturen eftersom det visat sig att de kan beskriva styr-

räntans utveckling förhållandevis väl, i synnerhet under normala ekonomiska förhållanden.⁵

En vanlig penningpolitisk handlingsregel är den s k Taylorregeln.⁶ Det finns olika varianter av den, men ofta används en variant som kan beskrivas med följande matematiska uttryck,

$$R_t = r^* + 2 + \alpha(\pi_t - 2) + \beta(y_t - y^*),$$
 där R betecknar styrräntan, r^* den *långsiktiga realräntan*, 2 är centralbankens inflationsmål, π_t den faktiska inflationen, y_t det faktiska resursutnyttjandet och y^* *resursutnyttjandets långsiktigt hållbara nivå*. Parametrarna α och β bestämmer hur starkt styrräntan reagerar på inflationens avvikelse från två procent respektive resursutnyttjandets avvikelse från den långsiktigt hållbara nivån.

Enligt Taylorregeln beror styrräntans utveckling på tre faktorer:

- Summan av den *långsiktiga realräntan* och inflationsmålet på två procent.
- Inflationens avvikelse från inflationsmålet på två procent.
- Resursutnyttjandets avvikelse från *resursutnyttjandets långsiktigt hållbara nivå*.

Taylorregeln illustrerar med andra ord att både den *långsiktiga realräntan* och *resursutnyttjandets långsiktigt hållbara nivå* har betydelse för nivån på styrräntan.

Den *långsiktiga realräntan* spelar en viktig roll för styrräntans långsiktiga nivå, vilket också kan visas med Taylorregeln. På lång sikt, när inflationen är på målet och resursutnyttjandet ligger på sin långsiktigt hållbara nivå, kan Taylorregeln beskrivas på följande sätt,

$$R_t = \bar{R} = r^* + 2,$$

där \bar{R} betecknar styrräntans långsiktiga nivå och 2 är som tidigare centralbankens inflationsmål. Den långsiktiga styrräntan är alltså lika med r^* plus in-

⁴ Se t ex Powell (2018) och Tenreyro (2019).

⁵ Se Jonsson och Katinic (2017) som visar hur väl en penningpolitisk handlingsregel kan beskriva den svenska styrräntan sedan inflationsmålet infördes.

⁶ Se Taylor (1993).

flationsmålet. Om inflationsmålet är konstant bestäms den långsiktiga, i praktiken den genomsnittliga, styrräntan av r^* . Minskar t ex r^* betyder det att styrräntans långsiktiga (genomsnittliga) nivå minskar i samma takt. Det har under en längre tid skett en trendmässig nedgång i omvärldens r^* , vilket är en viktig orsak till de låga räntorna i Sverige. Jag återkommer till detta senare.

Resursutnyttjandets långsiktigt hållbara nivå spelar även den en viktig roll för penningpolitiken, men på ett lite annorlunda sätt. Den långsiktiga nivån på styrräntan påverkas nämligen inte av y^* , däremot påverkas *variationerna* runt styrräntans långsiktiga nivå. Ett enkelt exempel kan förklara varför det är så.

Anta att resursutnyttjandet är lika med y^* inledningsvis och att y^* sedan stiger till en högre nivå. Resursutnyttjande är då lägre än den långsiktiga nivån, dvs resursutnyttjandet kan sägas vara lägre än "normalt" och vi har "lågkonjunktur". Det dämpar inflationstrycket och styrräntan sänks då tillfälligt för att öka resursutnyttjandet och inflationstrycket. En expansivare penningpolitik får resursutnyttjandet att börja stiga och anpassa sig till den nya högre nivån samtidigt som inflationen går tillbaka till målet. Styrräntan återgår därmed också till sin ursprungliga nivå. Förändras förhållandena på ett sådant sätt att det påverkar vad vi betraktar som en normal nivå på resursutnyttjandet, y^* påverkar det alltså styrräntan tillfälligt under en övergångsperiod.

Jag ska inte diskutera resursutnyttjandets långsiktiga nivå i sig i dag, utan i stället redogöra för några till synes trendmässiga förändringar som ägt rum på arbetsmarknaden efter finanskrisen. Även om dessa förändringar inte ger direkta mått på resursutnyttjandet eller dess långsiktiga nivå kan de ha implikationer för detta. Vissa av förändringarna, som t ex en uppgång i arbetskraftsdeltagandet, kan medföra att arbetskraftsut-

budet ökar på sikt, vilket kan öka ekonomins produktionspotential och resursutnyttjandets långsiktiga nivå. Medan t ex en försämrad matchningseffektivitet sannolikt medför att resursutnyttjandets långsiktiga nivå sjunker.

Förändringar på arbetsmarknaden är något vi alla berörs av. Perioden efter finanskrisen 2008–09 har handlat mycket om hur arbetsmarknaden kan tänkas påverkas av den snabba utvecklingen inom informations- och kommunikationstekniken, framför allt den sk digitaliseringen, som gör det möjligt att automatisera allt fler arbetsuppgifter – både rutinarbeten och mer avancerade arbetsuppgifter. Den allt snabbare globaliseringen, som sannolikt medför större arbetskraftsrörlighet mellan länder och regioner, har också uppmärksamrats. Samtidigt går vi mot en befolkningsstruktur med en allt äldre befolkning och vi har stora migrationsströmmar runt om i världen. Exakt hur detta påverkar arbetsmarknaden och dess sätt att fungera är svårt att veta. Jag ska inte heller spekulera i det, utan i stället ta upp några till synes trendmässiga förändringar som ägt rum den senaste tioårsperioden.

De senaste tio åren har det skett en i det närmaste trendmässig uppgång i både arbetskraftsdeltagandet – arbetskraftens andel av befolkningen i arbetsför ålder – och i sysselsättningsgraden – antal sysselsatta som andel av befolkningen i arbetsför ålder. Det är en i allt väsentligt positiv utveckling eftersom det avspeglar att allt fler har möjlighet att få ett arbete och att fler också fått det. I figur 1a ser vi hur arbetskraftsdeltagandet ökat stadigt från runt 71 procent strax efter finanskrisen till över 73 procent i dag. Denna positiva utveckling kan sannolikt förklaras på flera sätt. Den höga befolkningstillväxten, som i viss mån kan knytas till en hög migration, kan vara en faktor. En stor del av de immigranter som kommit till Sverige de senaste åren

har varit i åldern 25–54 år, vilket är en grupp med högt arbetskraftsdeltagande. En annan faktor kan vara olika ekonomisk-politiska reformer som ökat incitamenten att delta i arbetskraften.

En annan mindre positiv utveckling är försämringen av matchningseffektiviteten. Den kan vara ett tecken på att företagens krav och de arbetssökandes förmågor stämmer sämre överens med varandra – t ex på grund av strukturomvandling eller brister i utbildningssystemet – eller att sök- och rekryteringsprocesserna blivit sämre. Det blir därmed mer tidskrävande och kostsamt för företagen att rekrytera personal.

I samband med finanskrisen föll matchningseffektiviteten kraftigt (se figur 1b).⁷ Det behöver i sig inte vara ett problem. I konjunkturedgångar blir vissa typer av kompetenser förlegade samtidigt som andra och nya kompetenser efterfrågas. För enskilda individer medför det ofta att någon form av vidareutbildning blir nödvändig. Det problematiska är att matchningseffektiviteten verkar ha bitit sig fast på ungefär samma låga nivåer som runt 2010. Det kan leda till att många arbetslösa förlorar arbetsrelaterad kompetens, vilket ytterligare kan försämra deras möjligheter på arbetsmarknaden.

Skatte- och ersättningssystemen avgör i stor utsträckning hur arbetsmarknaden fungerar. De påverkar arbetstagarnas incitament att delta i arbetskraften och acceptera nya jobberbjudanden. En viktig faktor i det sammanhanget är arbetstagarnas ersättningsgrad – arbetslöshetsersättningen i förhållande till lönerna. Den anger hur stor andel av inkomsten en individ får behålla om denne blir arbetslös. Ersättningsgraden har minskat stadigt sedan början av 2000-talet med undantag för uppgången 2015–16 (se figur 2a). Den viktigaste

faktorn bakom utvecklingen är stigande löner, men även sänkta ersättningstak i arbetslöshetsförsäkringen och jobbskatteavdragen har påverkat utvecklingen.

En ytterligare trend på arbetsmarknaden är att allt färre är fackligt organiserade. Sedan början av 2000-talet har organisationsgraden minskat med runt 15 procentenheter. En del av nedgången avspeglar att utrikes födda personer oftare avstår från att gå med i facket och utrikes födda är dessutom överrepresenterade i de privata tjänstenäringarna där organisationsgraden sjunkit allra mest.⁸ Det har även skett en trendmässig ökning av andelen personer med tidsbegränsade anställningar, (se figur 2b). Dessa personer har ofta en svagare förankring på arbetsmarknaden och sannolikt också en svagare förhandlingsposition. Minskad facklig organisationsgrad och fler tidsbegränsade anställningar kan vara indikationer på att arbetstagarnas förhandlingsstyrka försvagats. Om så är fallet har det betydelse för både löneutvecklingen och inflationen.

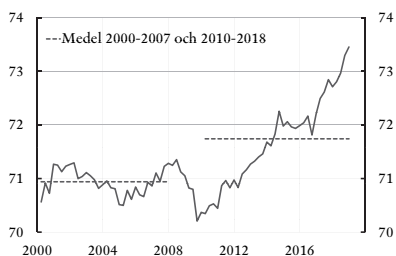
Tiden efter finanskrisen har ur ett penningpolitiskt perspektiv varit utmanande. Inflationen har vid många tillfällen blivit lägre än väntat och även under målet. I genomsnitt har inflationen mätt med KPIF varit runt 0,3 procentenheter lägre efter finanskrisen än före (se figur 3a). Men inte bara inflationen har blivit lägre än väntat, även lönerna har blivit det. Löneökningarna har varit runt 1,1 procentenheter lägre efter finanskrisen (se figur 3b). De låga utfallen har överraskat Riksbanken, men också flera andra bedömare.

Men trots att inflationen och löneökningarna blivit lägre än väntat har resursutnyttjandet – mätt som brist på arbetskraft – inte varit ovanligt lågt. Det har i genomsnitt legat på ungefär samma nivåer som före finanskrisen (se figur 3c).

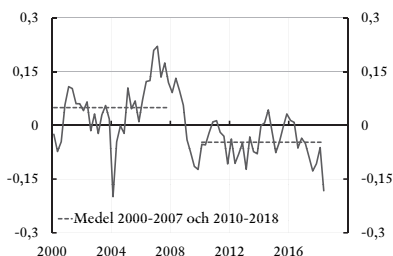
⁷ För en beskrivning av hur matchningseffektiviteten är skattad, se Jonsson och Theobald

⁸ Se Kjellberg (2018).

(a) Arbetskraftsdeltagande



(b) Matchningseffektivitet

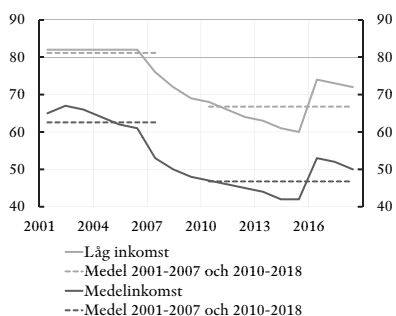


Figur 1
Arbetskraftsdeltagande och matchningseffektivitet, före och efter finanskrisen

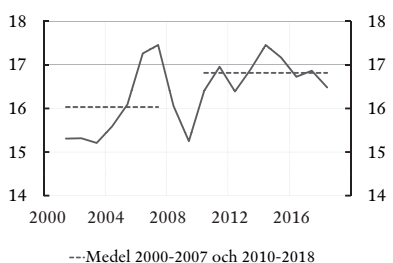
Anm. Årlig procentuell förändring och avvikelse från medelvärdet. Matchningseffektiviteten avser avvikelse från det historiska medelvärdet. Ett negativt värde avser en lägre matchningseffektivitet än genomsnittet.

Källa: SCB och egna beräkningar.

(a) Ersättningsgrad



(b) Tidsbegränsade anställningar



Figur 2
Ersättningsgrad vid arbetslöshet och andel personer med tidsbegränsade anställningar, före och efter finanskrisen

Anm. Arbetslöshetsersättning som andel (procent) av lön efter preliminärskatt för medel- och låginkomsttagare under tre månaders arbetslöshet respektive antalet tidsbegränsat anställda som procent av det totala antalet anställda.

Källa: OECD, SCB och egna beräkningar.

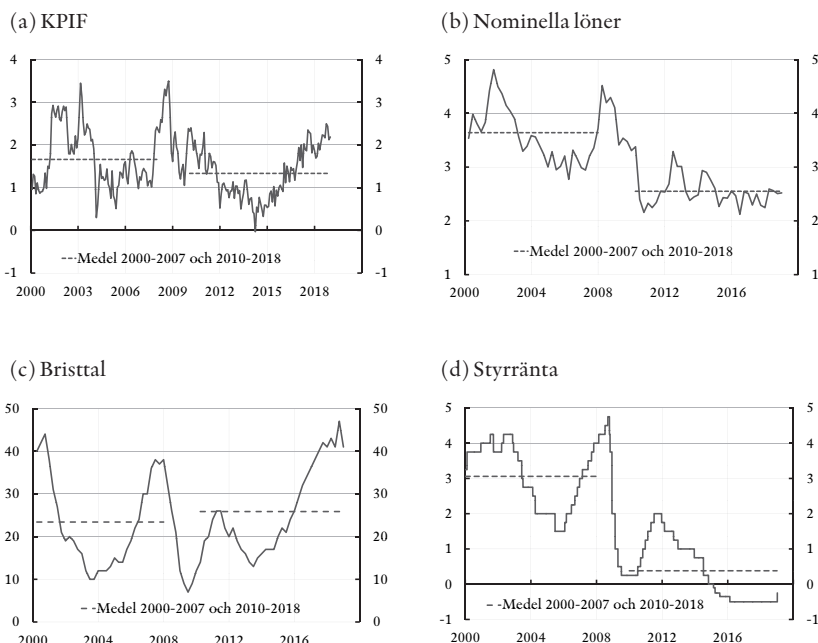
Penningpolitiken har å sin sida varit expansiv med en styrränta som i genomsnitt varit drygt 2,5 procentenheter lägre efter finanskrisen än före (se figur 3d). Därtill kommer stora köp av statsobligationer i syfte att göra penningpolitiken ännu mer expansiv.

Den här utvecklingen har inte varit unik för Sverige, utan vi har sett liknande tendenser i flera andra länder (se figur 4a–d). I euroområdet, de nordiska grannländerna och USA har både inflationen och löneökningarna varit lägre efter finanskrisen. Samtidigt har resursutnyttjandet i termer av bristtal varit på

ungefär samma nivåer som före finanskrisen och styrrentorna precis som i Sverige mycket låga i ett historiskt perspektiv. Storbritannien utmärker sig med en något högre inflation och Tyskland med ett högre resursutnyttjande efter finanskrisen.

Någon konsensus om vad de förhållandevis låga pris- och löneutfallen beror på har ännu inte utkristalliserats bland ekonomer och forskare, varken i Sverige eller internationellt. Under åren strax efter finanskrisen förklarades den låga inflationen i Sverige med en svag internationell konjunkturutveckling i

Figur 3
Inflation, nominella löner, bristtal och styrränta i Sverige, före och efter finanskrisen



Anm: (a) Årlig procentuell förändring, konsumentprisindex med fast ränta (KPIF), (b) Årlig procentuell förändring, löner enligt konjunkturlönestatistiken (c) Andel företag (i procent) som upplever brist på arbetskraft enligt konjunkturbarometern, (d) procent.

Källa: Konjunkturinstitutet, Medlingsinstitutet, SCB och Sveriges riksbank.

kombination med låga energipriser som höll tillbaka kostnadsökningarna. Andra orsaker var en starkare krona och att företagen pressat sina marginaler i större utsträckning än tidigare.⁹

På ett övergripande plan är den tilltagande globaliseringen och tekniska utvecklingen med en allt snabbare digitalisering sannolikt viktiga orsaker till de låga pris- och löneökningarna. När allt fler produkter produceras i globala värdekedjor och allt mer handel sker online pressas både priser och löner. Men även andra faktorer kan spela roll.

Två ekonomer på Riksbanken har studerat hur de förändringar på arbetsmarknaden som jag redogjort för kan ha påverkat priser och löner efter finanskrisen.¹⁰ De visar i ett antal räkneexempel att utvecklingen på arbetsmarknaden

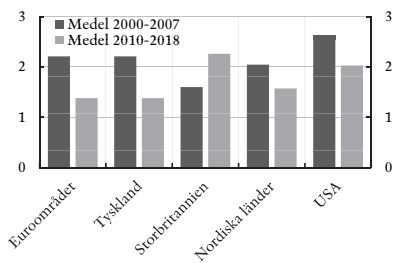
kan ha varit en bidragande orsak till låga utfall i både priser och löner. Mer konkret visar de att ökat arbetskraftsdeltagande, sänkta ersättningsnivåer och försvagad förhandlingsstyrka hos arbetstagarna har dämpande effekter på priser och löner.

Om arbetskraftsdeltagandet ökar blir det lättare för företagen att hitta ny kompetens. Det minskar anställningskostnaderna. Även lönekostnaderna minskar då ökad konkurrens om jobben dämpar lönekraven. Sammantaget leder minskade kostnader till en press nedåt på priserna. En annan mekanism som också kan innebära att det stigande arbetskraftsdeltagande har bidragit till lägre priser och löner diskuteras av två ekonomer från Bank of International Settlements.¹¹ De menar att det skett en

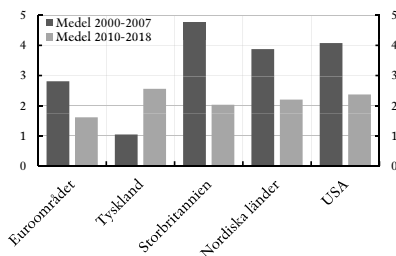
⁹ Se Andersson m fl (2015).

¹⁰ Se Jonsson och Theobald (2019).

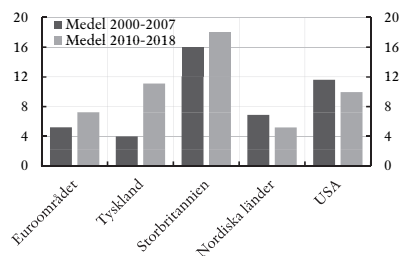
(a) Inflation



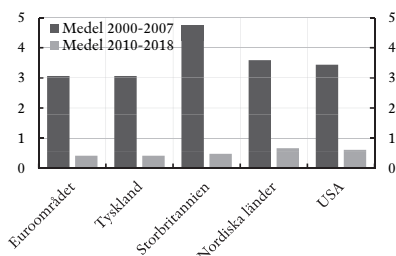
(b) Nominella löner



(c) Bristtal



(d) Styrrenta



Figur 4

Inflation, nominella löner, bristtal och styrränta i ett antal länder, före och efter finanskrisen

Amm: (a) Årlig procentuell förändring. För euroområdet visas det harmoniserade indexet för konsumentpriser (HIKP) och för resterande konsumentprisindex (KPI), (b) Årlig procentuell förändring. Löner avser ersättning per anställd (*compensation per employee*). (c) Andel (i procent) som svarat att arbetskraftsbrist är en begränsande faktor för produktionen. För USA hämtas data från QPC, United States Census Bureau, och för resten hämtas data från ESI, Europa kommissionen (d) Procent, för euroområdet, Tyskland och Finland avses ECB:s styrränta. Nordiska länder inkluderar Danmark, Finland och Norge, utom i figur (c) där nordiska länder inkluderar Danmark och Finland.

Källa: Nationella källor, OECD och Sveriges riksbank.

förändring i sammansättningen av arbetskraften den senaste tioårsperioden. Arbetskraftsdeltagandet i åldersgruppen 55–64 år har blivit märkbart större, vilket dämpat priser och löner.

Om ersättningsnivåerna sänks får arbetstagarna större incitament att acceptera lägre löner. Även det leder till att företagens kostnader minskar och att pristrycket dämpas. Om arbetstagarnas förhandlingsstyrka försvagas minskar deras möjligheter att få igenom sina lönekrav. Det innebär lägre löner och en anpassning nedåt av priserna.

Man ska inte utifrån dessa resultat

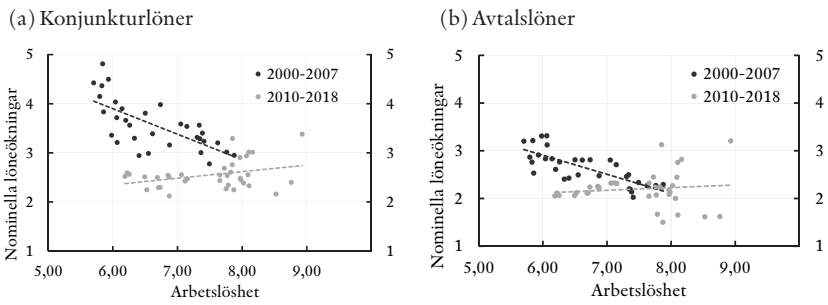
dra några bestämda slutsatser om implikationerna för penningpolitiken. Ett lägre pristryck i sig motiverar visserligen en mer expansiv penningpolitik, men beslut om styrräntan består av en samlad bedömning av flera olika faktorer där utvecklingen på arbetsmarknaden är en faktor. Däremot kan man utifrån dessa resultat säga att utbudseffekter och långsiktiga trender kan vara viktiga pusselbitar i den penningpolitiska analysen. Detta är något som också har betonats i andra studier.¹²

Utöver diskussionen om orsakerna till de låga nivåerna på löneökningarna

¹¹ Se Mojon och Ragot (2019).

¹² Se t ex Faust och Leeper (2015) och Hansson m fl (2018).

Figur 5
Phillipskurvan före
finanskrisen (blå
linje) och efter (röd
linje). Löner mätta
med konjunkturlöner
respektive avtalslöner



Ann: Årlig procentuell förändring respektive procent av arbetskraften, 15–74 år. Säsongsrensade data.

Källa: Medlingsinstitutet, SCB och egna beräkningar.

och inflationen, har det också förts en diskussion om den flackare Phillipskurvan – den svagare samvariationen mellan löneökningar och arbetslöshet – kan ha medfört att penningpolitikens möjligheter att styra inflationen blivit sämre. Vi kan i figurerna 5a och 5b se att i perioden före finanskrisen var Phillipskurvans lutning negativ, så att lägre arbetslöshet var förknippad med högre löneökningar, men att den efter finanskrisen blivit flackare och något positiv.

Den till synes försvagade länken mellan löner och arbetslöshet är inte bara ett svenskt fenomen. Liknande försvagningar har även ägt rum i euroområdet, USA och Storbritannien.¹³ Det finns flera möjliga förklaringar till denna utveckling även om det inte råder någon konsensus i litteraturen om de underliggande orsakerna. Jag ska här ta upp en möjlig orsak som jag inte sett uppmärksammas så mycket i debatten och som därför kan vara intressant.

Det första att konstatera är att det inte är förvånade att samvariationen eller, som man säger på ekonomspråk, korrelationen mellan ekonomiska variabler varierar över tiden. Om vi skulle studera två godtyckliga ekonomiska variabler över en längre tid är sannolikheten stor att samvariationen mellan

dessa kommer att variera mellan olika tidsperioder till följd av att ekonomin ständigt förändras. För en centralbank kan det ändå te sig lite oroväckande att det är just Phillipskurvans lutning som förändrats, eftersom den har en så framträdande roll i resonemangen kring penningpolitiken.

Ett vanligt resonemang från en centralbank kan låta så här: ”Vi har sett en ökning av arbetslösheten den senaste tiden. Det har lett till att arbetsmarknaden blivit mindre stram och att företagen nu lättare kan hitta ny personal – konkurrensen om arbetena har därmed blivit större. Det dämpar löneökningarna vilket i sin tur pressar ned priserna.” Enligt detta resonemang bör alltså samvariationen mellan löner och arbetslöshet vara negativ.

Det är inget fel på detta resonemang i sig, men det är inte något fullständigt resonemang eftersom orsaken till att arbetslösheten ökat inte framgår. Resonemanget fungerar bra i pedagogiska syften, men för att förstå varför samvariationen förändrats behöver vi också känna till varför arbetslösheten ökat.

För att förklara varför ekonomiska variabler fluktuerar över tiden antar ekonomer att ekonomin drabbas av ”chocker” som påverkar konsumtion,

¹³Se exempelvis Cunliffe (2017).

sparande, investeringar, priser, löner osv. Chocker är vad som på ekonomspråk brukar kallas *exogena* förändringar. Med det menas förändringar som sker oberoende av hushållens och företagens beteende. På ett principiellt plan kan man nog säga att sådana förändringar inte kan förekomma.¹⁴ De exogena förändringar som ofta förekommer som förklaringar – den tekniska utvecklingen, demografiska förändringar, olika förändringar på arbetsmarknaden, globaliseringen för att ta några exempel – är alla på ett eller annat sätt en följd av beslut fattade av hushåll och företag.

Men trots att så är fallet på ett principiellt plan är det ofta praktiskt att i ekonomisk teori göra en distinktion mellan exogena faktorer och de faktorer man vill förklara. Det handlar helt enkelt om att förenkla verkligheten för att på så sätt kunna förstå den bättre. För att förstå varför Phillipskurvan blivit flackare behöver vi alltså veta vilka exogena förändringar som kan tänkas påverka lutningen och en teori för hur förändringarna påverkar den.

Jag ska med två räkneexempel som utgångspunkt visa hur Phillipskurvans lutning påverkas av två olika exogena förändringar.¹⁵ Räkneexemplen syftar till att illustrera att lutningen kan vara negativ eller positiv beroende på vilka exogena förändringar som driver den ekonomiska utvecklingen. Min hypotes är alltså att den flackare Phillipskurvan kan bero på att ekonomin utsatts för andra typer av exogena förändringar efter finanskrisen än före, vilka ändrat Phillipskurvans lutning i en flackare riktning. Det är förstås svårt att verifiera denna hypotes i praktiken, precis som det är svårt att verifiera andra möjliga

hypoteser, och det är inget jag kan göra i dag. För att kunna göra detta behöver man göra en mer grundläggande analys där man mer noggrant försöker identifiera vilka exogena förändringar som varit viktiga före och efter finanskrisen.

I det första räkneexemplet sker det exogena förändringar i arbetskraftsdeltagandet. För att illustrera den ekonomiska intuitionen, låt arbetslösheten öka på grund av att fler personer kommer in i arbetskraften. Det blir då lättare och billigare för företagen att hitta ny personal och vakanserna fylls fortare. Men för de personer som kommit in i arbetskraften tar det ändå en viss tid att söka och hitta ett nytt arbete. Arbetslösheten ökar därför, åtminstone inledningsvis. En ökning i arbetskraftsdeltagandet ökar även konkurrensen om jobben. Arbetstagarnas lönekrav blir därmed mer dämpade.

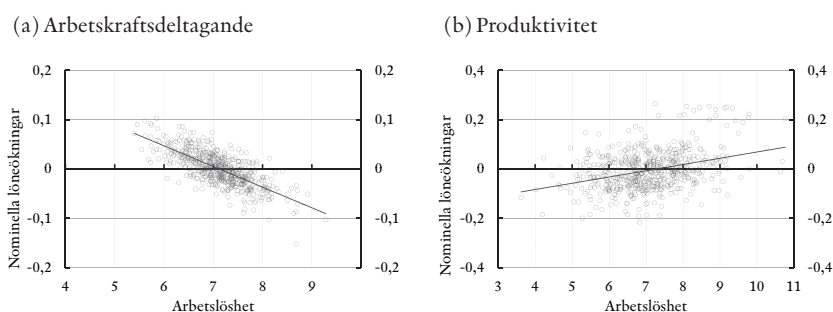
När arbetskraftsdeltagandet ökar blir således samvariationen mellan arbetslöshet och löner negativ. Men det som är viktigt att förstå är att den negativa samvariationen beror på ökningen i arbetskraftsdeltagandet, dvs *kausalteten* går från arbetskraftsdeltagandet till arbetslöshet och löner. Det är alltså inte en stigande arbetslöshet i sig som orsakar lägre löner. Den samvariation mellan arbetslöshet och löner som observeras i data är endast en *korrelation*, vilken inte säger något om vad som påverkar vad. I figur 6a visas det räkneexempel som illustrerar hur exogena förändringar i arbetskraftsdeltagandet påverkar löner och arbetslöshet. Samvariationen blir som synes negativ.

I det andra räkneexemplet är det exogena förändringar i produktiviteten som påverkar fluktuationerna i

¹⁴Som exempel på en sann exogen förändring brukar ibland vädret nämnas, men vädret är förstås av mindre betydelse i dagens utvecklade ekonomier än vad som var fallet under jordbruksamhällets dagar.

¹⁵För en beskrivning av den teori jag använt, se Jonsson och Theobald (2019). Denna studie innehåller även andra räkneexempel än de jag visar här som kan illustrera möjliga orsaker till att Phillipskurvan blivit flackare.

Figur 6
Phillipskurvans lutning vid exogena ökning av arbetskraftsdeltagandet respektive produktiviteten



Anm: Kvartalsvis procentuell förändring respektive procent av arbetskraften.

Källa: Egna beräkningar.

ekonomin. Effekterna på löner och arbetslöshet kan belysas på följande sätt. En ökning av produktiviteten leder till att företagets produktionskostnader blir lägre. Priserna kan då sänkas och produktionen stiga, vilket minskar arbetslösheten. Ökningen i produktiviteten leder visserligen till att reallönerna stiger men eftersom prisfallet är större än reallöneökningen betyder det att de nominella löneökningarna faller. I detta räkneexempel minskar alltså både nominella löner och arbetslöshet och samvariationen blir därför positiv. Detta ska inte tolkas som att lägre arbetslöshet leder till lägre nominella löner – kausaliteten går från en förbättrad produktivitet som leder till dels lägre nominella löner, dels till lägre arbetslöshet. I figur 6b visas räkneexemplet. Phillipskurvan har som synes en positiv lutning.

För centralbanker är det viktigt att förstå varför Philipskurvan blivit flackare eftersom det har implikationer för penningpolitiken och det penningpolitiska genomslaget. Om den flackare Phillipskurvan beror på exogena förändringar i exempelvis produktiviteten behöver det inte avspegla en förändring av hushållens och företagets beteenden. Möjligheterna att styra inflationen be-

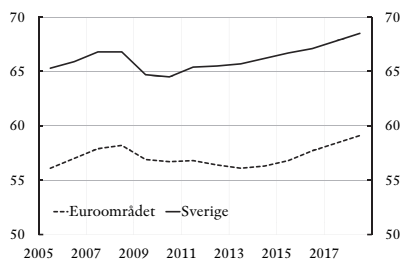
höver därmed inte heller ha blivit sämre. Penningpolitiken påverkar efterfrågan och resursutnyttjandet genom många olika kanaler. Arbetslösheten är en kanal, men arbetskraftsdeltagandet, sysselsättningen, och lediga platser (vakanter) är några exempel på andra kanaler som penningpolitiken också verkar genom.

Men skulle det å andra sidan vara så att den flackare Phillipskurvan har sin grund i att hushållens eller företagets beteende ändrats, t ex för att företagen sätter priser på ett annat sätt än tidigare, kan det betyda att även penningpolitikens genomslag blivit annorlunda.¹⁶ Det räcker alltså inte att konstatera att Phillipskurvans lutning ändrats för att dra några slutsatser för penningpolitiken, man måste också ha en uppfattning om varför lutningen ändrats.

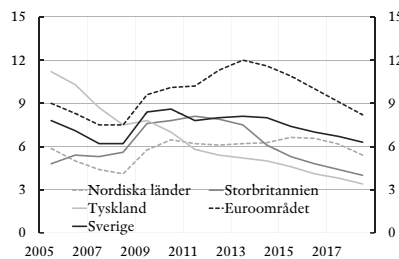
Den ekonomiska utvecklingen i Sverige ser för närvarande ljus ut. Tillväxten är god samtidigt som sysselsättningen och arbetskraftsdeltagandet stiger. Arbetsmarknaden ser ut att fungera ganska bra med en minskande arbetslöshet. Jämfört med övriga Europa ser det också i flera avseenden bra ut. Sysselsättningsgraden och arbetskraftsdeltagandet är båda höga i ett europeiskt

¹⁶ Se t ex Lindé och Trabandt (2019) som visar att när ekonomin drabbas av stora negativa förändringar avskärar företag och fackföreningar med att ändra priser och löner, vilket medför att Phillipskurvan blir flackare. En annan möjlig förklaring till den flackare Phillipskurvan kan vara att centralbankernas penningpolitik blivit mer effektiv, se McLeay och Tenreyro (2018).

(a) Sysselsättningsgrad



(b) Arbetslöshet

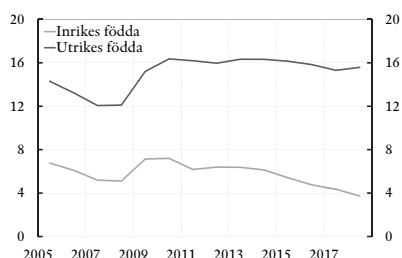


Figur 7
Sysselsättningsgrad
och arbetslöshet i
Sverige och Europa

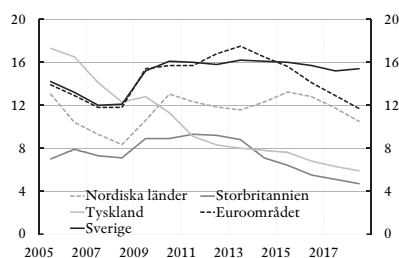
Anm: Procent av befolkningen respektive arbetskraften, 15–74 år.

Källa: Eurostat.

(a) Arbetslöshet hos inrikes och utrikes födda i Sverige



(b) Arbetslöshet hos utrikes födda i Sverige och Europa



Figur 8
Arbetslöshet för inrikes
och utrikes födda
i Sverige respektive
utrikes födda i Sverige
och Europa

Anm: Procent av antalet inrikes- respektive utrikes födda i arbetskraften, 15–74 år.

Källa: Eurostat och SCB (AKU).

perspektiv, se figur 7a som visar sysselsättningsgraden i Sverige jämfört med euroområdet. En stor del av skillnaden beror på att arbetskraftsutbudet bland kvinnor och äldre är jämförelsevis högt i Sverige.

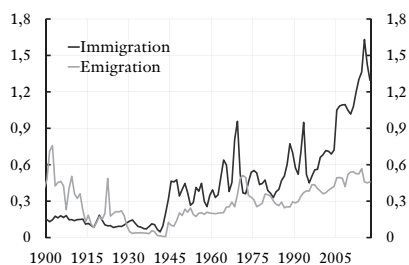
Mycket fungerar med andra ord ganska bra på den svenska arbetsmarknaden i ett europeiskt perspektiv, men det finns utmaningar. Även om arbetslösheten är lägre än genomsnittet i EU-länderna är den inte bland de lägsta (se figur 7b). Dessutom har vi en skarp tudelning mellan utrikes födda och inrikes födda på arbetsmarknaden. För utrikes födda är arbetslösheten 16 procent medan den för inrikes födda endast är 4 procent (se figur 8a). Arbetslösheten bland utrikes födda är också hög jämfört med andra europeiska länder (se figur

8b). En viktig utmaning för arbetsmarknaden framöver är alltså integrationen av utrikes födda.

Under senare delen av 1800-talet skedde en omfattande emigration från Sverige till framför allt USA. Runt 1,2 miljoner svenskar emigrerade till USA mellan 1851 och 1930, vilket på den tiden var runt en femtedel av befolkningen. Skälen var i många fall ekonomiska, men även religiös frihet och ökad jämlikhet lockade. Det var flera faktorer som möjliggjorde emigrationen. Ångfartygens intåg var en faktor. Liberala idéer om ekonomi, politik och människors frihet – som fick sitt genombrott runtom i Europa under 1800-talet – var andra faktorer.

I början av 1900-talet var Sverige ett etablerat "utvandrarnland" med fler

Figur 9
Immigration och emigration som andel av befolkningen, 1900–2018



Anm: Procent av befolkningen. För att räknas som emigrant ska man ha för avsikt att bosätta sig utomlands under minst ett år. För att räknas som immigrant gäller att man har för avsikt att stanna i Sverige i minst ett år.

Källa: SCB.

emigranter än immigranter (se figur 9). Det berodde i första hand på den stora emigrationen, men vi hade också väldigt få immigranter. År 1900 var andelen utrikes födda i förhållande till befolkningen bara 0,7 procent, varav de allra flesta kom från andra nordiska länder. Som kuriosa kan nämnas att av de utomeuropeiska immigranterna var det 90 personer från Sydamerika, 79 personer från Afrika (varav 56 från Sydafrika) och 87 personer från Asien.¹⁷ Sedan dess har migrationen ökat stadigt och i slutet av 2017 var andelen utrikes födda över 18 procent. Migrationsströmmarna kan variera kraftigt från år till år, men trenden har varit stigande och en särskilt kraftig ökning har skett de senaste decennierna (se figur 9).

Immigrationen till Sverige följer en internationell trend med allt större migrationsströmmar. Mellan 2000 och 2017 ökade det totala antalet migranter i världen med runt 50 procent. Uppskattningsvis finns det för närvarande runt 260 miljoner migranter, varav de flesta är från låginkomstländer. Dessa migranter flyttar i ungefär lika stor utsträckning till låginkomstländer som till höginkomstländer (se figur 10a). Migration från höginkomstländer är betydligt

mer ovanlig, men en inte obetydlig migration sker mellan höginkomstländer. Befolkningsrörligheten har alltså ökat världen över.

I Sverige har andelen personer födda i länder utanför EU, många från låginkomstländer, ökat stadigt sedan början på 1980-talet. Ökningstakten efter 2010 är särskild påtaglig (se figur 10b). Figuren visar också en ökning av immigrationen från EU/EFTA och en minskning av den nordiska immigrationen.

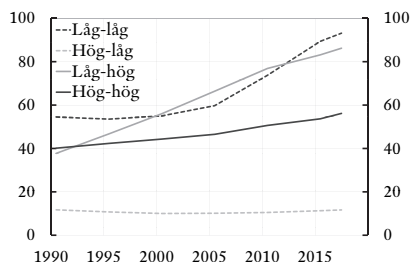
Den ökande migrationen har de senaste åren blivit en het fråga, bl a på grund av svårigheterna med att integrera utrikesfödda på arbetsmarknaden. De ekonomiska konsekvenserna av migrationen har också debatterats flitigt. Perspektivet har då ofta varit hur en ökad immigration påverkar de offentliga finanserna. Det är en viktig fråga, men den är inte alldeles lätt att analysera eftersom migrationen kan ta sig många olika uttryck: Den kan vara permanent eller tillfällig. Den kan handla om flyktinginvandring, arbetskraftsinvandring eller anhöriginvandring. Dessutom kan orsakerna till migrationen variera, även om det ofta handlar om politiska eller ekonomiska (arbetsmarknadsmässiga) skäl. Allt detta spelar roll när man ska utvärdera konsekvenserna av migrationen.

Arbetskraftsinvandring gynnar normalt sett det gemensamma välbefinnandet, under förutsättning att det sker en omfördelning till de grupper som kan missgynnas. Om rätt kompetens inte finns inom landet är det viktigt för företagen att kunna rekrytera från utlandet för att bevara konkurrenskraften. Det handlar då inte bara om högkvalificerad arbetskraft. Arbetskraftsinvandrare kan i dag vara allt från IT-specialister och civilingenjörer till byggnadsarbetare, vårdbiträden och städare.

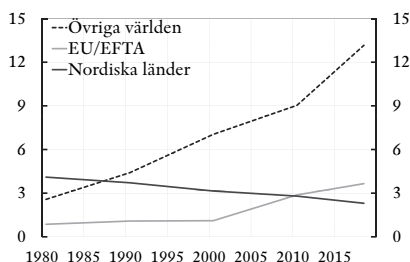
Konsekvenserna av flyktinginvand-

¹⁷ Se Statistiska centralbyrån Örebro (2010).

(a) Flöden av internationella migranter



(b) Andel utrikes födda i Sverige efter födelseregion, 1980–2017



Figur 10
Flöde mellan
ursprungs- och
mottagarland för
migranter i världen
och utrikes födda
efter födelseregion i
Sverige

Ann.: Miljoner. ”Hög” avser höginkomstländer och ”Låg” avser låginkomstländer. Med höginkomstländer avses Europa, Nordamerika, Australien, Nya Zeeland och Japan, länder som även brukar klassas som ”utvecklade”. Låginkomstländer avser resten av världen. Nordiska länder avser de nordiska länderna exklusive Sverige och EU/EFTA avser EU/EFTA exklusive de nordiska länderna. *Källa*: Förenta nationerna.

ring är svårare att analysera. På kort sikt kan man förvänta sig kostnader innan migranterna etablerats på arbetsmarknaden. Men det finns även mer långsiktiga konsekvenser att väga in. Vi har en demografisk utveckling mot en alltmer åldrande befolkning och en stigande försörjningskvot. Det innebär att vi kan få en situation med många pensionärer som driver upp de offentliga utgifterna samtidigt som färre individer i arbetsför ålder bidrar till skatteinkomsterna, vilket försämrar statens finanser. En ökad immigration kan i det sammanhanget vara positiv för ålderssammansättningen eftersom utrikes födda har en gynnsam åldersstruktur. Drygt 70 procent av de utrikes födda är i arbetsför ålder, vilket kan jämföras med runt 55 procent av de inrikes födda. Ett fortsatt inflöde av utrikes födda kan därför hålla nere försörjningskvoten framöver (se figur 11).¹⁸

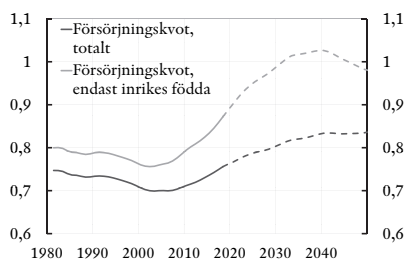
En snabb befolkningstillväxt främjar generellt sett ekonomisk tillväxt. Ett stort befolkningsunderlag ger ökade möjligheter till stordriftsfördelar och därmed bättre möjligheter att introducera ny teknik som kan effektivisera pro-

duktionen. Det leder också till ett ökat behov av investeringar. I ett svenskt perspektiv är bostadsinvesteringar särskilt viktiga, eftersom nybyggandet under en längre tid varit långsamt, även om vissa förbättringar skett under senare år. Men det är ändå viktigt med fler åtgärder inom bostads- och skattepolitiken som ökar incitamenten att bygga bostäder och då framför allt billiga bostäder. Annars är risken att de positiva effekterna av en ökad befolkningstillväxt inte kommer till stånd.

Kopplingen mellan migration och penningpolitik är inte alldeles självklar. Men ökad migration påverkar arbetsmarknaden och resursutnyttjandet i ekonomin. Ökad immigration skapar förutsättningar för långsiktigt högre sysselsättning. Om arbetsmarknaden fungerar effektivt och immigranterna kan integreras medför det en långsiktigt högre produktion. Men det kommer alltid att uppstå en övergångsfas – som kan vara kortare eller längre – när det faktiska resursutnyttjandet avviker från den långsiktiga nivån. Det kan penningpolitiken behöva ta hänsyn till. Dessutom, om många immigranter har låg ut-

¹⁸Se även Olli Segendorf och Theobald (2019) för en mer djupgående diskussion.

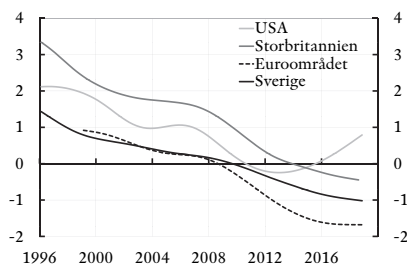
Figur 11
Total försörjningskvot och försörjningskvot för endast inrikes födda



Anm: Försörjningskvoten avser antalet barn och äldre som andel av den arbetsföra befolkningen. Barn avser personer i åldrarna 0–19 år och äldre avser personer som är 65 år eller äldre.

Källa: SCB och Sveriges riksbank.

Figur 12
Långsiktig realränta i Sverige och omvärlden



Anm: Procent. Den långsiktiga realräntan är beräknad som HP-trenden ($\lambda = 1600$) för genomsnittet av en månaders realränta mellan fem år framåt och tio år framåt (5Y5Y) justerad för terminspremien.

Källa: Egna beräkningar, Macrobond, SCB och Sveriges riksbank.

bildning blir den långsiktiga nivån mer svårbedömd, då den gruppen har svårare att etablera sig på arbetsmarknaden. Jag återkommer senare till hur penningpolitiken bör ta hänsyn till ökad osäkerhet i långsiktiga trender.

En annan koppling handlar om insamlingen av statistik. Immigrationen kan bli delad upp i personer som avser att stanna och personer som är i landet tillfälligt för att till exempel möta en brist på arbetskraft. Ett problem med den officiella

statistiken är att den i många fall missar den tillfälliga immigrationen. Detta kan också försvåra bedömningen av resursutnyttjandet. Om utbudet av arbetskraft är större än vad som mäts i den officiella statistiken finns det mer lediga resurser än vad statistiken ger sken av, dvs resursutnyttjandet är inte lika ansträngt som den officiella statistiken gör gällande. En förbättring av statistiken i det avseendet vore önskvärd så att vi får ett bättre, mer rättvisande, underlag till bl a de penningpolitiska besluten.

Jag inledde med att visa att den långsiktiga realräntan är viktig för styrräntans långsiktiga nivå. I små öppna ekonomier som den svenska med fria kapitalrörelser är räntorna starkt påverkade av räntenivåerna i omvärlden. Det betyder alltså att den långsiktiga realräntan i Sverige till stor del bestäms av räntor i omvärlden.

En svårighet i den penningpolitiska analysen är att beräkna den långsiktiga realräntan, eftersom den inte är direkt observerbar. Det finns många olika beräkningsmetoder i litteraturen, men ingen som är allmänt accepterad. Ett sätt att göra det på är att beräkna den genomsnittliga förväntade framtida realräntan, vilket om inte annat ger ett riktmärke för nivån.

I figur 12 syns hur en skattning av den svenska långsiktiga realräntan rört sig sedan mitten på 1990-talet fram till i dag.¹⁹ Enligt denna skattning var den i mitten på 1990-talet runt 1,5–2 procent. Sedan dess har den trendmässigt rört sig nedåt till runt -1 procent. Denna nedgång beror framför allt på en trendmässig nedgång i omvärldens räntor. I figur 12 syns också att den långsiktiga realräntan sjunkit i stora och viktiga ekonomier som euroområdet, Storbritannien och USA. Den svenska långsiktiga realräntan följde euroområdets nivå väl fram

¹⁹ För en beskrivning av metoden se De Rezende (2017) och De Rezende och Ristinieni (2018).

till finanskrisen 2008–09, men har därefter varit lite högre.

Det finns flera orsaker till att omvärldens realräntor har visat en fallande trend. På ett övergripande plan handlar det om att viljan att spara har ökat mer än viljan att investera, vilket medfört att den långsiktiga realräntan sjunkit. Den tidigare amerikanska centralbankschefen Ben Bernanke har pekat på det ökande sparandet i Kina och andra asiatiska länder som ett skäl till att den globala sparviljan ökat, delvis på grund av brister i socialförsäkringssystemen i de snabbväxande länderna. Den amerikanske ekonomen Robert Gordon menar att innovationstakten minskat kraftigt sedan 1970-talet och att dagens innovationer inte ger samma produktivitetstvinster som de tidigare, vilket skulle dämpa den globala investeringsviljan.

Den demografiska utvecklingen påverkar befolkningens sammansättning och kan också ha konsekvenser för sparande och investeringar. Vi går nu mot en allt mer åldrande befolkning med fler pensionärer och färre barn. Demografiska faktorer är generellt sett svåra att analysera och det finns argument för att det globala sparandet både kan öka och minska till följd av den demografiska utvecklingen. Sett i ett livscykelperspektiv sparar vi som mest när vi befinner oss i arbetsför ålder. Då tjänar de flesta av oss som mest och är motiverade att spara inför pensioneringen. Huvuddelen av hushållens sparande och arbetskraftsutbud kommer därför från personer i arbetsför ålder. Minderåriga och barn har små inkomster och konsumerar från sina föräldrars inkomster och bidrar därför negativt till det samlade sparandet. Även pensionärer bidrar negativt eftersom deras arbetskraftsutbud är litet och de till stor del lever på sparade medel.

Det innebär att å ena sidan medför lägre födelsetal som i t ex Kina att den arbetsföra andelen av befolkningen ökar och att sparandet därför ökar. Å andra

sidan medför en större andel pensionärer i befolkningen att sparandet minskar. Men en större andel pensionärer i befolkningen innebär också att arbetskraftsutbudet minskar. Det dämpar behovet av investeringar, dvs efterfrågan på sparade medel minskar.

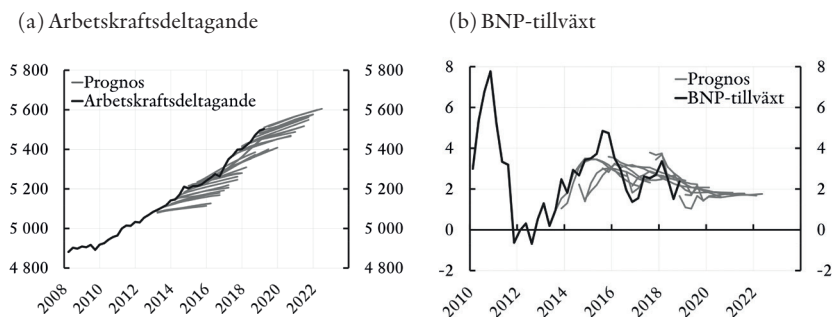
En annan effekt av den åldrande befolkningen är att medellivslängden i befolkningen blir längre. Det innebär att den arbetsföra befolkningen behöver spara mer för en längre period som pensionärer, vilket kan vara en viktig förklaring till att sparviljan ökar. Är sparandet tänkt att användas för den framtida pensionen kan en effekt av fallande realräntor dessutom bli att många behöver spara ännu mer för att nå sina sparmål.

På global nivå anpassas det totala sparandet så att det överensstämmer med det totala investeringsbehovet. Men anpassningen sker inte automatiskt utan beror på hur hushåll och företag väljer att fördela sina resurser över tiden. På lång sikt är det realräntan som anpassas så att sparandet och investeringarna blir lika. Detta betyder inte att sparandet nödvändigtvis måste vara lika med investeringarna i enskilda ekonomier. I Sverige kan vi t ex både spara och investera utomlands samtidigt som utlänningar kan spara och investera i Sverige.

Skillnaden mellan sparande och investeringar i en ekonomi mäts i bytesbalansen. Det svenska sparandet har under en längre tid överstigit investeringarna, vilket resulterat i ett överskott som har investerats utomlands och som gett upphov till förhållandevis stora överskott i bytesbalansen. En av fördelarna med fria kapitalrörelser är att vi under en längre tid har kunnat spara utomlands och på så sätt få bättre avkastning än här hemma. På sikt bör avkastningen jämnas ut och realräntorna i olika länder och regioner konvergera mot en gemensam långsiktig räntenivå.

Vi har sett att den långsiktiga real-

Figur 13
Riksbankens prognoser på arbetskraftsdeltagande och BNP-tillväxt



Anm: Tusental personer (15–74) år respektive årlig procentuell förändring. I figuren visas Riksbankens prognoser för arbetskraftsdeltagandet och BNP-tillväxten 2013–19 (februari).

Källa: SCB och Sveriges riksbank.

räntan i Sverige i stort följer omvärldens nivåer, men att det kan finnas vissa avvikelser. Det kan vara ett tecken på att även inhemska faktorer kan spela en viss roll för den långsiktiga nivån. En sådan faktor kan vara skuldsättningen gentemot omvärlden. Om skuldsättningen är väldigt stor i förhållande till inkomsterna (produktionen) är det troligt att investerarna kräver kompensation för den extra risk som en hög skuldsättning kan innebära. Den långsiktiga realräntan i en liten öppen ekonomi som den svenska är därför summan av den globala realräntan plus en riskpremie ρ , dvs

$$r^* = r^{*global} + \rho$$

En fullständig anpassning av den långsiktiga realräntan till omvärlden blir det således endast när riskpremien är noll. Rent principiellt skulle riskpremien kunna vara både positiv och negativ. Små öppna ekonomier med ett väldigt högt sparande i utlandet skulle kunna ha en negativ riskpremie, vilket skulle ta sig uttryck i en lägre långsiktig realränta än den globala. I Sverige har vi under en längre tid haft stora överskott i bytesbalansen som inneburit att vi har byggt upp stora nettotillgångar mot omvärlden. Med tanke på detta bör vår riskpremie inte vara speciellt hög, men man ska inte utesluta att även andra faktorer kan påverka riskpremien.

En stor del av dagens anförande har

handlat om långsiktiga nivåer och trender på arbetsmarknaden och de finansiella marknaderna. När sådana trender förändras tar det ofta en viss tid innan man noterar förändringen och denna kan också vara svår att bedöma. Ett exempel på det är våra prognoser för arbetskraftsdeltagandet. I figur 13a visas prognoser för arbetskraftsdeltagandet vid olika tidpunkter tillsammans med faktiska utfall. Prognoserna ser inte ut att ha lyckats fånga den till synes trendmässiga ökningen i deltagandet. Det beror dels på att vi underskattat befolkningsökningen, som baserats på SCB:s prognoser, dels på att arbetskraftsdeltagandet stigit som en andel av befolkningen. Det senare kan bero på reformer som stimulerat arbetskraftsutbudet och ett ökat utbud av icke-folkbokförd arbetskraft. Prognosfelen kan emellertid vara mindre när det inte sker trendmässiga förändringar, vilket prognoserna för BNP-tillväxten är ett exempel på (se figur 13b).

En osäkerhetsfaktor i de penningpolitiska besluten är alltså svårigheten att upptäcka trendmässiga förändringar, men det finns även andra osäkerhetsfaktorer att ta hänsyn till. Alan Greenspan har uttryckt det så här: ”Osäkerhet är inte bara en viktig egenskap hos det penningpolitiska landskapet; det utgör själva definitionen av detta landskap”

(egen övers).²⁰ Det penningpolitiska beslutsfattandet är med andra ord omgärdat av osäkerhet av olika slag. På Riksbanken brottas vi t ex med frågor som: Vilka exogena förändringar driver för närvarande den ekonomiska utvecklingen? Vilken prognosmodell ger bäst prognoser? Hur stor är effekten av en ränteförändring på inflationen? Hur bör en väl avvägd penningpolitik se ut? Hur bör risken för låg inflation balanseras mot ökade risker för finansiell instabilitet? Är data korrekta? Bör särskilt stor vikt fästas vid riktigt ogynnsamma scenarier?

Intresset för hur man tar hänsyn till osäkerhet i den penningpolitiska beslutsprocessen har blivit större efter finanskrisen. Det har ofta handlat om i vilken mån det finns ett strukturerat sätt att förhålla sig till osäkerhet i det penningpolitiska beslutsfattandet. Tyvärr måste jag säga att svaret på den frågan inte är alldeles enkelt och att det kan nog bäst sammanfattas med ”det beror på”.

I praktiken finns det tre förhållningssätt en beslutsfattare kan ha till osäkerhet. Han eller hon kan agera kraftfullare, försiktigare eller som om osäkerheten inte existerade. Det sistnämnda förhållningssättet kallas för ”säkerhets-ekvivalens” i litteraturen och är en bra politik endast under ganska restriktiva antaganden om hur ekonomin fungerar. Det är därför förmodligen mindre användbart som vägledning i beslutsfattandet. Dessutom tyder centralbankernas faktiska beteende och kommunikation på att osäkerhet spelar en viktig roll i de penningpolitiska besluten.

Ett mer användbart förhållningssätt är nog William Brainards insikt att penningpolitiken bör bedrivas mer försiktigt när osäkerheten om dess genomslag är stort.²¹ Brainards s k försiktighets-

princip bygger på insikten att centralbankerna genom sitt agerande kan påverka osäkerheten i ekonomin. Om en centralbank t ex skulle agera kraftfullare för att försöka nå inflationsmålet snabare – i ett scenario när osäkerheten om penningpolitikens genomslag är stort – finns en risk att målet i stället missas med stor marginal. Genom att agera kraftfullt bidrar centralbanken till större variationer i inflationen och även till större osäkerhet mer generellt. För att undvika detta bör centralbanken agera mer försiktigt. Denna försiktighetsprincip åberopas ofta av centralbanker och kan vara ett skäl till att centralbanker, som i alla händelser vill undvika stora misstag, ibland uppfattas som ”tröga” i sitt beteende.

Ett av mina teman i dag har varit långsiktiga trender. När sådana trender förändras dröjer det ofta ganska länge innan man noterar förändringen och denna kan dessutom vara svår att bedöma. Brainards försiktighetsprincip kan tillämpas också på denna typ av osäkerhet. Om det råder osäkerhet om huruvida det skett ett skift i en långsiktig trend bör centralbanken förlita sig mer på historiska samband som är mer säkra. Ju mer osäkra de senaste observationerna upplevs vara, desto större vikt bör läggas vid historiska samband och desto mer försiktig bör centralbanken vara i sitt agerande.²²

Det hade förstås varit praktiskt om Brainards försiktighetsprincip vore helt generell och kunde tillämpas på alla typer av osäkerhet, men så är tyvärr inte fallet.²³ Två viktiga undantag – som båda varit tillämpliga på Riksbankens penningpolitik de senaste åren – är värda att nämna. Det första undantaget handlar om skift i långsiktiga inflationsförväntningar. Vi hade en situation 2014–15 när

²⁰ Se Greenspan (2003).

²¹ Se Brainard (1967).

²² Se Apel m fl (1999).

²³ Se exempelvis Söderström (2002).

förväntningarna började sjunka under inflationsmålet på två procent. I ett sådant scenario ska centralbanken agera mer aggressivt för att förankra förväntningarna på målet. En alltför försiktig penningpolitik riskerar att minska trovärdigheten i målet. Det var därför nödvändigt att föra en aggressiv och kraftfull penningpolitik som minskade denna risk och som snabbt återställde förtroendet för inflationsmålet.

Det andra undantaget handlar om när styrräntan befinner sig nära den effektiva undre gränsen. Ni kommer säkert ihåg att Riksbanken och andra centralbanker runt om i världen sänkte räntorna mycket snabbt när finanskrisen slog till 2008. Räntorna sänktes snabbare och mer än vad som hade varit motiverat utifrån ett historiskt beteende. Mellan 2008 kvartal 3 och 2009 kvartal 3 sänkte Riksbanken styrräntan från 4,5 procent till 0,3 procent, alltså en sänkning med 4,2 procentenheter under ett år. Vi slog inte i den nedre gränsen. BNP-tillväxten och inflationen föll visserligen, men fallen blev lindrigare och inte lika långvariga som hade varit fallet om vi inte hade agerat så kraftfullt.

Den fallande trenden i den långsiktiga realräntan har ökat risken för att vi i framtiden kan komma att slå i den nedre gränsen oftare, även om vi inte vet exakt var den ligger. I ett sådant läge bör penningpolitiken alltså agera mer aggressivt på negativa impulser. Okonventionella åtgärder, som exempelvis omfattande statsobligationsköp, kan vara en viktig åtgärd.²⁴

Nationalekonomer brukar omväxlande kritiseras för att vara *enarmade* eller *tvåarmade* – endera är vi för ensidiga i våra avvägningar och rekommendationer eller också är det för mycket av å ena sidan och å andra sidan. Jag nämnde tidigare att ”det beror på” hur pen-

ningpolitiken bör reagera på osäkerhet. När osäkerheten handlar om långsiktiga trender bör penningpolitiken agera mer försiktigt. Men det är ingen generell princip. Om osäkerheten gäller de långsiktiga inflationsförväntningarna eller den nedre gränsen för styrräntan bör man agera mer aggressivt. Det finns alltså å ena sidan fall när man bör agera mindre aggressivt och å andra sidan fall när man bör agera mer aggressivt. När det handlar om penningpolitik kan det med andra ord vara en fördel att vara en *tvåarmad* ekonom.

Låt mig avsluta med att summera mina viktigaste budskap i dag. För det första, långsiktiga trender spelar en viktig roll för penningpolitiken. Framför allt två trender är av speciell betydelse, dels den långsiktiga realräntan, dels den långsiktigt hållbara nivån på resursutnyttjandet. Den långsiktiga realräntan i omvärlden har sjunkit trendmässigt under en längre tid och det är en orsak till att räntorna i Sverige och många andra länder är ovanligt låga.

För det andra, perioden efter finanskrisen har på flera sätt varit speciell i Sverige, men också i andra delar av världen. Både inflationen och löneökningarna har blivit lägre än väntat samtidigt som resursutnyttjandet i genomsnitt varit i stort sett normalt och centralbankernas styrräntor låga. En vanligt förekommande förklaring till den låga och långsamma pris- och löneutvecklingen är globaliseringen och digitaliseringen. Men även flera trendmässiga förändringar på den svenska arbetsmarknaden efter finanskrisen kan ha bidragit till de låga priserna och lönerna – att allt fler deltar i arbetskraften, att ersättningsgraderna sänkts i socialförsäkringssystemen och att arbetstagarnas förhandlingsstyrka tycks ha försvagats.

Utvecklingen efter finanskrisen

²⁴ Beteckningen ”okonventionell” kan vara lite missvisande i bemärkelsen att exempelvis köp av statsobligationer inte går utanför vad centralbanker normalt sett gör när de bedriver penningpolitik.

2008–09 tyder alltså på att inflationen och resursutnyttjandet inte bara styrs av kortsiktiga förändringar i efterfrågan. Även strukturella och mer trendmässiga förändringar kan spela roll. Vi behöver därför ta mer hänsyn till sådana förändringar i den penningpolitiska analysen.

Dessutom har jag utifrån ett par räkneexempel visat att den flackare Phillipskurvan, dvs den svagare samvariationen mellan arbetslöshet och löner, inte nödvändigtvis behöver betyda att penningpolitikens genomslag blivit mindre. Penningpolitiken påverkar efterfrågan och resursutnyttjandet genom många olika kanaler. Arbetslösheten är en kanal, men arbetskraftsdeltagandet, sysselsättningen och lediga platser (vakanser) är några exempel på andra kanaler som penningpolitiken också verkar genom.

För det tredje, trendmässiga förändringar är ofta svåra att upptäcka omedelbart och svåra att bedöma. En konsekvens av detta är att centralbanker bör agera mer försiktigt och förlita sig mer på historiska samband som är mer säkra. Denna försiktighetsprincip återopas ofta av centralbankerna och kan vara ett skäl till att de ibland kan uppfattas som ”tröga” i sitt agerande.

REFERENSER

Andersson, B, V Corbo och M Löf (2015), ”Varför har inflationen varit så låg?”, *Penning- och valutapolitik* 2015:3, Sveriges riksbank.

Apel, M, M Nessén, U Söderström och A Vredin (1999), ”Olika sätt att bedriva inflationsmålspolitik – teori och praktik”, *Penning- och valutapolitik* 1999:4, Sveriges riksbank.

Brainard, W (1967), ”Uncertainty and the Effectiveness of Policy”, *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol 57, s 411–425.

Cunliffe, J (2017), ”The Phillips Curve: Lower, Flatter or in Hiding?”, tal, Oxford Economics Society, 14 november 2017.

De Rezende, R B (2017), ”The Interest Rate Effects of Government Bond Purchases away from the Lower Bound”, *Journal of International Money and Finance*, vol 74, s 165–186.

De Rezende, R B och A Ristinemi (2018), ”A

Shadow Rate without a Lower Bound Constraint”, Sveriges Riksbank Working Paper 355, Stockholm.

Faust, J och E Leeper (2015), ”The Myth of Normal: The Bumpy Story of Inflation and Monetary Policy”, *Inflation Dynamics and Monetary Policy*, symposium anordnat med stöd av Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.

Greenspan, A (2003), ”Opening Remarks”, *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*, symposium anordnat med stöd av Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.

Hansson J, M Nessén och A Vredin (2018), ”Stormen efter lugnet – lärdomar för den penningpolitiska analysen”, *Penning- och valutapolitik* 2018:4, Sveriges riksbank.

Jonsson, M och G Katinic (2017), ”Är den svenska penningpolitiken i linje med Taylorregeln?”, *Ekonomiska kommentarer* 2017:4, Sveriges riksbank.

Jonsson, M och E Theobald (2019), ”Förändrad arbetsmarknad – effekter på priser och löner, Phillipskurvan och Beveridgekurvan”, *Penning- och valutapolitik* 2019:1, Sveriges riksbank.

Keynes, J M (1930), ”Economic Possibilities for Our Grandchildren”, *Essays in Persuasion*, MacMillan, London.

Kjellberg, A (2018), ”Kollektivavtalens täckningsgrad samt organisationsgraden hos arbetsgivarförbund och fackförbund”, *Studies in Social Policy, Industrial Relations, Working Life and Mobility Research Reports* 2018:1.

McLeay, M och S Tenreiro (2018), ”Optimal Inflation and the Identification of the Phillips Curve”, *CEPR Discussion Paper* 12981.

Mojon, B och X Ragot (2019), ”Can An Ageing Workforce Explain Low Inflation?”, *BIS Working Papers* 776, Basel.

Leontief, W (1952), ”Machines and Man”, *Scientific American*, vol 187, s 150–164.

Lindé, J och M Trabandt (2019), ”Resolving the Missing Deflation Puzzle”, *CEPR Discussion Paper Series* 13690.

Olli Segendorf, Å och E Theobald (2019), ”Kan invandring lösa problemet med en åldrande befolkning?”, *Penning- och valutapolitik* 2019:1, Sveriges riksbank.

Powell, H J (2018), ”Monetary Policy in a Changing Economy”, *Changing Market Structure and Implications for Monetary Policy*, symposium anordnat med stöd av Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.

Statistiska centralbyrån (2010), ”Tabeller

över Sveriges befolkning 2009”, Statistiska centralbyrån Örebro, juni 2010.

Stiftelsen för strategisk forskning (2014), *Vartannat jobb automatiseras inom 20 år – utmaningar för Sverige*, Tydells tryckeri, Laholm.

Söderström, U (2002), ”Monetary Policy with Uncertain Parameters”, *Scandinavian Journal of Economics*, vol 104, s 125–145.

Taylor, J (1993), ”Discretion versus Policy Rules in Practice”, *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, vol 39, s 195–214.

Tenreyro, S (2019), ”The Elusive Supply Potential: Monetary Policy in Times of Uncertainty”, tal, Glasgow, 7 mars 2019.

Susanne Ackum

Då lämnar jag direkt över ordet till Anna Öster.

Anna Öster

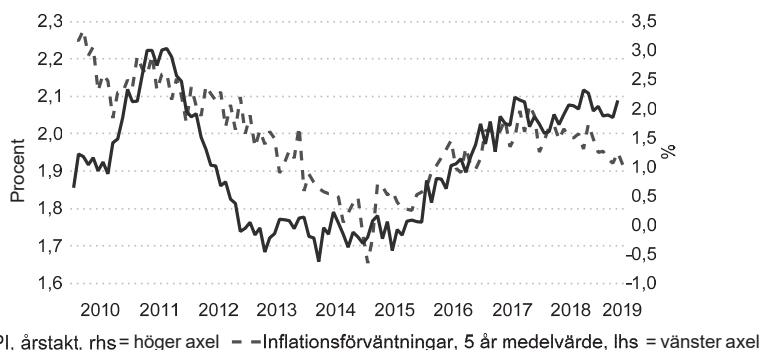
Tack! Jätteroligt att få prata lite strukturfrågor. Det första jag gjorde efter min forskarutbildning var att räkna på potentiell arbetskraft, potentiell sysselsättning, jämviktsarbetslöshet osv, när jag började på Konjunkturinstitutet. Så jag började där och har fortsatt fundera på strukturella frågor och konjunkturella frågor väldigt mycket sedan dess. Så för mig – och för många andra förstås – är det ju en självklarhet att vi måste fundera på de här två sakerna samtidigt för att navigera rätt, precis som Stefan har pratat om.

Det är såklart viktigt såväl för finanspolitiken, för penningpolitiken, men också för alla oss andra som på ett eller annat sätt berörs av utvecklingen ute i ekonomin. Så väldigt intressant och välkommen ökad transparens kring hur ni funderar kring de här frågorna och att ni vill diskutera detta. För detta är som vi alla vet inte skrivet i sten, utan det finns väldigt stora osäkerheter kring detta som vi precis har pratat om. Men, inte desto mindre viktigt att vi pratar om just de osäkerheterna och kanske kommer överens om vad vi är ense om och vad vi inte är ense om; för att bättre förstå varandra när vi pratar om olika typer av ekonomisk politik.

Som exempel, när jag dagligdags pratar med exempelvis min aktiestrateg så använder vi olika språk ganska ofta. Och så kommer vi efter ett tag fram till att vi sa ungefär samma sak, fast med olika ord. Jag tror att det är precis samma sak vad gäller de här frågorna. Ibland pratar vi strukturfrågor och någon annan pratar konjunkturfrågor och så kan vi prata om varandra eftersom vi inte riktigt har definierat exakt vad det är vi pratar om. I det perspektivet blir ökad transparens viktigt.

Dessa frågor går att diskutera i oändlighet. Jämviktsarbetslösheten: var ligger den? Hur ser potentiell BNP ut egentligen? Var är den neutrala realräntan osv? Jag tänkte inte att vi skulle landa i den diskussionen i dag – eller jag tror att det är strikt omöjligt – men jag tänkte fokusera på de delar som blir relevanta för den dagsaktuella penningpolitiken. Hur ska den strukturella osäkerheten hanteras? Enligt Stefan bör penningpolitiken bedrivas mer försiktigt när det råder osäkerheter om trendmässiga förändringar och penningpolitikens genomslag. Han nämner två olika situationer då man ändå bör hantera situationen med mer kraft och inte vara lika försiktig: dels när de långsiktiga inflationsförväntningarna ändras, dels när reporäntan är nära sin nedre effektiva gräns.

Stefan, du nämnde att den sista punkten var någonting ni har fått kämpa med mer på senare tid. Jag upplever lite att ni också har fått kämpa med den första punkten, eftersom när vi för ett antal år sedan, när vår penningpolitik blev lite mer aggressiv, så var det på grund av att direktionen skickade signaler om att man var orolig för just inflationsförväntningarna och att dessa hade sjunkit och att man därmed ansåg att man behövde ta i lite mer med hårdhandskarna. Så ni har ju verkligen befunnit er i en miljö där båda dessa faktorer har varit närvarande.



Figur 14
Inflationförväntningar och inflation

Källa: Länsförsäkringar/Macrobond.

Så jag tänkte att vi kunde fundera på de två faktorerna separat för sig. Det är väl egentligen det jag tänkte prata om i några minuter. Jag ska försöka hålla mig kort så att det kan bli någon övrig fråga också. Sen har jag några små bubblare på slutet som vi får se om jag hinner med eller inte. Mest för att man ju alltid vill ta chansen för sådana hjärtefrågor som man själv funderat länge på och har chansen att slänga ut i ett rum där det finns många som tänker på samma frågor.

Vi lägger i penningpolitiken uppenbart stor vikt vid inflationförväntningar; det är enligt ekonomisk teori såklart helt korrekt (figur 14). En försiktig respons skulle ju dock kunna skapa just en situation med fallande inflationförväntningar och därmed i slutändan vara anledningen till att vi behöver ta i mer kraftfullt med penningpolitiken. Så det blir svårt att separera dessa helt från varandra, det kan skapas en rundgång.

Det är därmed genuint svårt att veta i vilket läge vi behöver vara försiktiga och i vilket läge vi behöver ta i lite mer med hårdhandskarna. Det är dock ganska klart att vi de senaste åren tagit i ganska kraftigt. Vi har en negativ reporänta och vi har haft det under en ganska lång tid. Vi har också stora tillgångsköp. Stefan nämnde att Riksbanken har köpt över 40 procent av den utestående stocken av statsobligationer. Det står klart att det

här är en fråga som behöver besvaras kontinuerligt; hur länge behöver vi vara såhär kraftfulla? Där har jag under en tid sagt att min bedömning är att det är dags att lämna det här kraftfulla bakom sig, så att vi fortsatt kan definiera en negativ reporänta som en krisåtgärd vi använder när vi ska agera kraftfullt och att jag inte anser att vi längre befinner oss i en sådan miljö där vi behöver agera så kraftfullt. Det är ju ett perspektiv på var räntan bör vara i dag. Bör den vara på negativa nivåer eller inte?

Men inflationförväntningarna spelar en viktig roll i detta. Samtidigt vet vi att det inte är så lätt med inflationförväntningar; att veta exakt vad de är. Vi har begränsat underlag kring hur de verkligen ser ut i ekonomin. Vi har Prospera som är en undersökning som får väldigt mycket uppmärksamhet i Sverige, dock med ett ganska litet underlag. När man tittar på de prognoser som kommer fram där, som är inflationförväntningar enligt både KPI och KPIF men också förväntningar om ränteutvecklingen, så är det så att de tre variablerna ganska ofta inte går ihop; de tre prognoserna kan helt enkelt inte inträffa samtidigt. Därmed skulle man kunna tänka sig att de som svarar på de här frågorna tolkar dem på lite olika sätt. Och vad är då mervärdet av den siffra som kommer ut? Om vi lägger väldigt myck-

et vikt vid att inflationsförväntningarna ska vara förankrade kring målet, hur ska vi då ta med oss att det kanske är ganska stora mätfel i detta?

Vi har också andra undersökningar som Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer, t ex, dvs en större undersökning. Där kan man t ex se att den uppfattade inflationen är någonting helt annat än det vi fångar upp i inflationsstatistiken. Det skulle ju också kunna föranleda att man känner att man behöver titta lite mer på detta. Vad fångar vi egentligen i de här inflationsförväntningarna? Därmed inte sagt att jag anser att Riksbanken gör fel när man tittar på inflationsförväntningar, utan bara som ett viktigt perspektiv att lyfta. Vi lägger väldigt mycket vikt vid någonting som vi inte riktigt vet vad det är, eller åtminstone inte vad vi mäter.

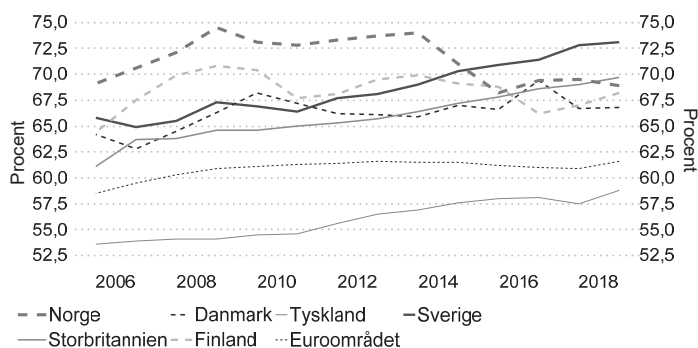
Därmed inte sagt att man inte kan fundera väldigt mycket på utvecklingen av inflationsförväntningarna. Som vi ser i grafen utvecklas de långsiktiga femårsinflationsförväntningarna i stor utsträckning i takt med faktiskt inflationsutfall. Det kan vi också fundera på: vad betyder det? Vad betyder då Riksbankens egna agerande för hur vi som eventuellt svarar på den här undersökningen faktiskt tolkar inflationsförväntningarna? Det är inte säkert åt vilket håll den effekten går.

Så inflationsförväntningarna var en av anledningarna till att penningpolitiken ibland behöver ta i mer kraftfullt, den andra anledningen var om vi ligger nära den nedre gränsen. Det är svårt att argumentera emot att vi förmodligen har någon typ av nedre gräns i den nominella styrräntan. Vi vet nog inte riktigt var den är skulle jag vilja säga och jag tror också att det här är precis som alla andra trender vi har pratat om. Det är nog sannolikt att den inte alltid är exakt på samma nivå, utan att även den förändras över tid.

Jag tänker dock att vi skulle behöva

ta den här diskussionen längre än att bara fundera på den nedre gränsen i den nominella räntan och också fundera på det jag försöker formulera som någon bortre gräns för penningpolitiken i stället, eftersom det ju är uppenbart sedan finanskrisen att centralbankerna har varit väldigt uppfinningsrika när det gäller att hitta på nya typer av expansiva åtgärder. Det handlar inte längre bara om att reglera räntan upp eller ner, utan vi gör väldigt mycket andra saker. I Sverige köper vi t ex statsobligationer; i andra länder har man också köpt andra typer av värdepapper. Vi har haft ett valutainterveneringsmandat på plats som har signalerat ganska tydligt till marknaden att man är redo att även intervensera på valutamarknaden. Vi kom därmed inte helt undan valutadiskussionen i dag, Stefan, trots allt. Vi har gett lån till banker osv. Vi behöver titta på detta som en helhet och fundera på: exakt var ligger den bortre gränsen? Är det verkligen så att vi är vid någon bortre gräns nu eller kan vi tänka oss att centralbankerna har mer i verktygslådan att agera med om de nu skulle behöva? Jag är inte säker på att detta ska användas som argument för att vi behöver ta i kraftfullt, för jag tror att vi har betydligt mer att göra där.

Jag tänkte nog bara avsluta med en kort bild här (figur 15). Vi pratade arbetslöshet – nu byter jag spår, det där var det första kring ”när ska vi vara försiktiga, när ska vi vara kraftfulla?” – men bara som en liten påminnelse om just svårigheten med att titta på arbetsmarknadsvariabler. Vi konstaterar att Sverige har en hög arbetslöshet bland utrikes födda, framför allt om vi jämför med Tyskland. Här har vi sysselsättningsgraden hos utrikes födda. Där ligger vi däremot i topp. Återigen bara ett exempel på att vi behöver titta på de här frågorna utifrån väldigt många olika perspektiv. Det är sällan så att en variabel ger hela svaret. Och det vet jag säklart att ni också gör. Bara som en påminnelse inför er



Figur 15
Sysselsättningsgrad,
utrikes födda, 15-74

Källa: Länsförsäkringar/Macrobond/Eurostat.

som är här, att så illa ser det kanske inte ut som man kan tro när man ser den här arbetslöshetsutvecklingen för utrikes födda i Sverige, utan vi är ganska bra på att skapa möjligheter för sysselsättning jämfört med många andra länder. Därmed inte sagt att vi inte har andra frågor att fundera på.

Mina bubblare då – då hinner jag med dem eftersom jag pratade så fort höll jag på att säga. Det är roligt detta med hur perspektivet skiftar ändå. Innan finanskrisen så pratade vi väldigt mycket om att i genomsnitt så har vi negativa gap i Sverige. Då skulle man kunna tänka sig att vi har alldeles för låg efterfrågan generellt över tid och därmed skapar vi någon typ av persistens på arbetsmarknaden som leder till en successivt högre arbetslöshet. Penningpolitiken skulle ju faktiskt kunna vara med och antingen bidra till eller motverka en sådan persistens. Om vi då ändå pratar om trender i ekonomin och på arbetsmarknaden så skulle jag tycka att det vore intressant om vi då också kunde ta diskussionen till om ni (Riksbanken) kan ha en effekt på någon av de här trenderna; inte på r^* som är i stor utsträckning globalt styrt, men på andra inhemska variabler som i och för sig blir alltmer internationella. Med den kraftfulla penningpolitik som förts på senare

tid skulle man kunna hävda att Riksbanken varit med och motverkat persistens och därmed påverkat jämviktsarbetslösheten i en positiv riktning. Det här vore det intressant om vi kunde titta mer på.

Sen tycker jag också – som önskemål till den penningpolitiska diskussionen – att det vore önskvärt om vi kunde prata om just bieffekter av penningpolitiken i större utsträckning. Jämviktsarbetslösheten jag precis nämnde var ett exempel, växelkursen ett annat. Även om det inte finns explicita mål för växelkursen, som Stefan har påmint om väldigt många gånger, så är det ändå så att kronan påverkas väldigt mycket av penningpolitiken. Och att vi därmed behöver bredda diskussionen till att även ta in de bieffekter som kommer med, som inte nödvändigtvis är det explicita syftet med penningpolitiken men som vi ändå får leva med på ett eller annat sätt. Det var mina kommentarer.

Susanne Ackum

Tack Anna. Tiden är knapp, men först lämnar jag över ordet till Stefan för respons på vad Anna sagt. Sedan öppnar jag upp för att ni som sitter här får möjlighet att ställa några frågor också.

Stefan Ingves

Du har rätt när det gäller detta med att

mäta inflationsförväntningar. Det är svårt att riktigt veta vad det är folk svarar på och det finns en mängd olika mätproblem, men man får göra så gott man kan. Det är dock värt att ägna tid åt att fundera kring detta.

Detta med nedre gräns: jag tycker det är bra att du tar upp frågan att det inte bara handlar om minusränta utan egentligen handlar det om att en centralbank kan göra två saker. Det ena är att sätta priset på pengar, alltså räntan. Det andra är att skapa mer pengar, dvs att använda balansräkningen. Det är klart att vi inte på något sätt är vid vägens ände när det gäller storleken på Riksbankens balansräkning. Den kan växa och den kan växa kraftigt om det skulle behövas, så ytterst handlar penningpolitiken om en kombination av dessa två verktyg. Det jag tror är viktigt när man pratar penningpolitik är att man ibland föreställer sig att det räcker med att prata så ändras räntan som en konsekvens av det. Faktum är att man måste ha en balansräkning. Och alla måste förstå att man vid vissa tillfällen är beredd att använda balansräkningen med kraft. Om alla har förstått det, då räcker det ofta med att prata. Men att bara prata och aldrig använda balansräkningen, det fungerar inte.

Sedan tar du upp mycket berättigade frågeställningar om växelkursen, finansiell stabilitet och andra saker som är viktiga. Det gäller att hitta en balans och det är inte alltid lätt.

Kristin Magnusson Bernard

Jag undrar hur ni ser på sambandet mellan neutral ränta och real ränta. Från din presentation får jag intrycket att ni ser dem som samma storhet, vilket är ett okonventionellt förhållningssätt. Förstår jag dig rätt?

Stefan Ingves

Jag har inte i talet nämnt begreppet neutral ränta utan har i stället talat om en

långsiktig realränta. Det är ett tag sedan jag läste min Wicksell, även om det var så att han var rådgivare till Riksbanken en gång i tiden. Så det är möjligt att jag är lite fel ute här, men jag skulle tro att neutral ränta och realränta hänger ganska nära ihop. Det är förstås en något förenklad syn på det hela, men det är svårt att exempelvis föreställa sig en negativ realränta och en kraftigt positiv neutral ränta. Det har jag svårt att se.

Lars Lönnquist

Till vilken grad tycker du att centralbankens agerande har påverkat r^* ?

Stefan Ingves

Det är svårt att veta. I det stora hela är det nog så att detta handlar om långsiktiga trender. Du kan åstadkomma en avvikelse ifrån r^* på kort sikt med penningpolitiken. Alla centralbanker ägnar sig i huvudsak åt att styra den riktigt korta räntan, den så kallade *overnight*-räntan, medan de långa räntorna bestäms på räntemarknaderna av olika placeringar. Och då kommer man in på svåra saker, såsom kapitalbildning, åldrande befolkning, sparande, den typen av frågeställningar. Det är min syn i grova drag.

Kari Lantto

Du tappade mig på en punkt där. När jag undervisade på makro så pratade vi aldrig om bristtal men jag tolkar det som någon slags arbetslöshet eller motsatsen. Negativ arbetslöshet, brist på arbetskraft...

Stefan Ingves

Ja, de här tidsserierna kommer från enkäter som företag svarar på, man försöker mäta bristtalen så gott det går. Man kan kanske tänka sig någon slags kombination där man har väldigt höga bristtal och väldigt hög arbetslöshet samtidigt. Men då gissar jag att du måste ha stora matchningsproblem. Men det finns förstås mätproblem även här.

Kari Lantto

Men om du hade bytt ut det mot arbetslösheten, hade du fört samma resonemang?

Stefan Ingves

Det blir inte exakt samma, men inte så annorlunda heller, eftersom arbetslösheten i dagsläget är förhållandevis låg.

Kari Lantto

Är det inte så att vi undviker att prata om arbetslösheten, har gjort det nu sedan 2008, och att den i stort sett beror på för dålig efterfrågan. Och att man har lämnat Riksbanken ensam med räntevapnet och alla andra har sagt att vi har ett överskottsmål. Då blir det ju en dålig efterfrågan.

Stefan Ingves

Det är en annan föreläsning, en annan frågeställning – kombinationen av finanspolitik och penningpolitik. Under den här tidsperioden har vi, mycket på grund av vår historia, stoppat undan nyckeln och låst in den vad gäller finanspolitiken; den lever sitt liv. Stabilisering av konjunkturen sker i första hand med hjälp av penningpolitik. Ett sätt att tänka kring detta är att när du använder finanspolitiken för att öka efterfrågan, då ökar statsskulden. När du använder penningpolitiken för att öka efterfrågan så ökar den privata skulden. Och det är det som har hänt.

Det är ett stort skift jämfört med hur det sett ut tidigare. Hur det kommer att se ut i framtiden – om det blir dåliga tider – är en öppen fråga, alltså hur kombinationen av finanspolitik och penningpolitik kommer att se ut. Det är sannolikt så att via finanspolitiken kan man rikta inkomster till de som har högst marginell konsumtionsbenägenhet, medan penningpolitiken ofta leder till att kapitalvärden stiger samtidigt som konsumtionen kanske inte stiger så mycket.

Anna Öster

Den här frågan är väl mer aktuell nu än på väldigt länge med tanke på vad centralbanken har behövt göra sedan finanskrisen. Och det finns ju en livlig diskussion om den och vilken inkomstfördelning det har lett till.

Susanne Ackum

Får jag ställa några få avslutande frågor om elefanten i rummet: Vad är det som händer med växelkursen och hur pass oroliga är ni på Riksbanken för utvecklingen?

Stefan Ingves

Jag är inte orolig för växelkursen. Vi har en rörlig växelkurs, det har vi haft sen 1992. Och att föreställa sig något annat vore att byta växelkursregim. Det ligger inte i korten. Sedan finns det en underliggande fråga som vi har jobbat med en del, men den är svår. Det är att fundera kring den reala växelkursen och om det finns någonting i svensk ekonomi som gör att den reala växelkursen sakta försvagas.

Susanne Ackum

Vad skulle det kunna vara?

Anna Öster

Men man måste väl också kunna tänka sig att ert valutamandat och de signaler ni har skickat, också genom att gång på gång skjuta upp räntehöjningarna, att det för en liten öppen ekonomi som Sverige där investerare kan välja att lämna Sverige under en period också kan ha effekt på växelkursen? Även om det inte har effekt på den reala växelkursen men faktiskt under en ganska lång period gör att vi avviker.

Stefan Ingves

Jo, men med en rörlig växelkurs så har vi aldrig sagt att penningpolitiken inte påverkar växelkursen.

Anna Öster

Men ni har gjort ert yttersta för att ändå se till att den inte ska stärkas.

Stefan Ingves

Nej, det stämmer inte. Det gjorde vi under väldigt speciella omständigheter när inflationen var mycket låg.

Anna Öster

Men mandatet togs ju bort nu i februari.

Stefan Ingves

Jo, men återigen kan jag hänvisa till Brainards försiktighetsprincip: *bland* är det bra att vara lite trög.

Anna Öster

Där tolkar nog marknaden er som att ni fortsatt är aktiva.

Stefan Ingves

Vi sa aldrig att vi hade något mål för växelkursen, utan det vi sa när det begav sig var att vi var oroliga för att växelkursen skulle stärkas för fort, givet det besvärliga läge som var då med minusränta, obligationsköp och en inflationstakt som var långt under målet. Om växelkursen hade stärkts för fort, ja då hade sannolikt inflationsförväntningarna åkt ner ytterligare och det hade blivit svårare att ta oss ur det läge vi hade

hamnat i. I dag är det annorlunda så det var under väldigt speciella omständigheter.

Anna Öster

Får jag ta en avslutande kommentar? Marknaden kanske inte alltid tolkar er såsom ni vill bli tolkade. Det skulle jag vilja lägga till på min önskelista, att det här skulle Riksbanken kunna utveckla resonemanget kring. Där gör ju Federal Reserve det t ex; de skriver i sitt protokoll hur de har tolkat att marknaden har tolkat dem sedan sist. Och huruvida de behöver justera något där. Där skulle ni kunna kliva fram ytterligare.

Stefan Ingves

Ja, var och en pratar för sig i protokollet.

Susanne Ackum

Tack Stefan och Anna! Stefan gör en intressant presentation av underliggande trender, som jag tyckte Anna summerade bra, som klargör mer om hur Riksbanken tänker och vad som är utmaningarna. Anna för en väl initierad diskussion av det Stefan sa och lite tankar kring framtiden. Och detta med växelkursen återkommer Nationalekonomiska Föreningen till under hösten. Det är svårt som alla vet, men också jättespännande. Tack för att ni kom!