



ANFÖRANDE

DATUM: 2018-12-04
TALARE: Vice riksbankschef Per Jansson
PLATS: Svensk Försäkring, Stockholm

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

Penningpolitik i sämre tider – vilka möjligheter står till buds?*

Att påstå att det senaste decenniet varit omvälvande för penningpolitiken är knappast en överdrift. Många centralbanker har sänkt sina styrräntor till exceptionellt låga nivåer och övergått till att bedriva penningpolitik på andra sätt än genom att bara ändra räntan. I en del länder, däribland Sverige, har styrräntan dessutom passerat den nollgräns som för inte så länge sedan betraktades som ett absolut minimum, och sänkts in på negativt territorium. Trots denna politik har återhämtningen överlag gått långsamt och, framför allt, inflationen länge varit låg. Det har lett till att räntan i många länder legat kvar på rekordlåga nivåer i flera års tid.

Behovet av att hålla styrräntorna så låga beror inte bara på att den globala finanskrisen 2007–2008 och den efterföljande eurokrisen krävde en mycket expansiv penningpolitik. En lika viktig förklaring är att den reala räntenivån runt om i världen har sjunkit trendmässigt i flera decennier, till stor del oberoende av finanskrisen. Idag är realräntorna historiskt låga (se diagram 1).

Nedgången i realräntan är ett tecken på att den globala så kallade neutrala räntan har fallit. Med neutral ränta menas vanligen den reala ränta som varken har någon expansiv eller åtstramande effekt på ekonomin.¹ Centralbankerna kan inte påverka den neutrala räntan men de måste förhålla sig till den när de anpassar sina styrräntor. Det är relationen till den neutrala räntan som avgör hur expansiv eller åtstramande en viss penningpolitik är. Genom att göra så att den korta realräntan tillfälligt avviker från den neutrala räntan kan centralbanken påverka resursutnyttjandet och inflationen via olika kanaler.

Ett viktigt problem med att den neutrala räntan idag är så låg är att penningpolitiken får mindre utrymme att stimulera ekonomin när så behövs, eftersom det helt

* Jag vill tacka Mikael Apel för hjälp med texten till detta tal, Emelie Theobald för hjälp med bilderna, Elizabeth Nilsson för översättning till engelska och Kerstin af Jochnick, Björn Andersson, Meredith Beechey Österholm, Charlotta Edler, Rebecka Hallerby, Stefan Laséen, Åsa Olli Segendorf, Marianne Sterner och Ulf Söderström för synpunkter.

¹ För en mer detaljerad genomgång, se till exempel Kaplan (2018).

enkelt är svårt att sänka styrräntan så mycket som skulle krävas. De uppskattningar som finns av den neutrala räntan och dess drivkrafter tyder dessutom oftast på att den kommer att fortsätta att vara låg under ganska lång tid framöver.² Det här reser svåra frågor både i ett kortare och i ett lite längre perspektiv.

Utifrån det lite längre perspektivet har man internationellt, främst inom forskarvärlden men i viss mån också bland centralbanker, börjat fråga sig om den nuvarande inflationsmålpolitiken skulle kunna reformeras eller ersättas med något annat penningpolitiskt ramverk som ger större utrymme att motverka lågkonjunkturer och recessioner i framtiden.³ Enkelt uttryckt handlar detta om att försöka hitta ett ramverk som minskar risken för att penningpolitiken inte ska kunna göras så expansiv som den ibland kan behöva vara.

Men att reformera penningpolitiska ramverk är förstas inte något man gör i en handvändning. Erfarenheterna av inflationsmålpolitiken de senaste decennierna är trots allt mycket goda och det gäller förstas att undvika att ”kasta ut barnet med badvattnet”. Det finns därför också skäl att anlägga ett kortare perspektiv där man utgår från att det penningpolitiska ramverket inte kommer att ändras ännu på ett tag. Inom ramen för nuvarande ramverk, och givet det penningpolitiska läget som uppstått efter krisen, har man all anledning att börja inventera vilka möjligheter det finns att tackla nästa ekonomiska nedgång – när denna nu kan tänkas komma.

Det är alltså två ämnen jag tänkte prata om idag – hur förutsättningarna att möta nästa lågkonjunktur ser ut utan reformer av det penningpolitiska ramverket samt vilka möjliga förändringar av ramverket som diskuteras internationellt och hur lovande jag för stunden bedömer att dessa är. Låt mig börja med det första ämnet.

Förutsättningarna att möta nästa lågkonjunktur

Den bild som ges av svenska prognosmakare idag är att en regelrätt lågkonjunktur inte är omedelbart förestående (se diagram 2). Men det finns ändå en hel del som understryker att man gör klokt i att ta höjd för att sämre tider kan komma fortare än vi nu tror: den senaste tidens något skakiga konjunktursignaler i bland annat Europa och osäkerheten kring effekterna av handelskonflikter och Brexit, spänningar i eurosamarbetet samt stor skuldsättning och andra obalanser i tillväxtekonomier. Men trots dessa varnande ord är den mest rimliga utgångspunkten förstås ändå att utvecklingen de närmaste åren blir ungefär som de ledande prognosmakarna tror.

² Se till exempel Rachel och Smith (2017).

³ Ett exempel från centralbanksvärlden är att Wilkins (2018) flaggar för att detta kommer att vara en fråga när Bank of Canadas penningpolitiska ramverk utvärderas nästa gång, år 2021.

Reporäntan kommer att vara något högre

Vi kan mot den här bakgrunden räkna med att reporäntan har hunnit höjas åtminstone en del innan de sämre tiderna är här. De allra flesta svenska prognosmakare, inklusive Riksbanken, räknar med att reporäntan kommer att vara 0,5–0,75 procent i slutet av 2020. Fram till dess tror i stort sett alla bedömare att tillväxten visserligen mattas av, men inte så mycket att svensk ekonomi går in i en lågkonjunktur före 2021. Det finns som sagt inga garantier för att så inte blir fallet men det är så prognoserna ser ut idag. Hur långt efter 2021 en eventuell lågkonjunktur inträffar kan förstås heller ingen säga. Den kan komma strax därefter, men också dröja flera år ytterligare.⁴

Nu är 0,5–0,75 procent inte några särskilt höga nivåer på reporäntan, om man tittar tillbaka historiskt. Å andra sidan är historien kanske inte så informativ i det här fallet eftersom det funnits en trend nedåt i globala realräntor de senaste decennierna, som jag nyss konstaterade. Det är därför svårt att veta vad som idag är en neutral, ”normal” nivå på reporäntan. Vad man med säkerhet kan säga är att den är väsentligt lägre än för 10–15 år sedan. Men även med hänsyn tagen till detta framstår inte en reporänta på 0,5–0,75 procent som särskilt hög om en ekonomisk nedgång skulle inträffa i början av 2021.

Hur mycket brukar räntan då sänkas i lågkonjunkturer? I Sverige är det inte så lätt att ha en klar uppfattning om detta eftersom vi har haft rörlig växelkurs och inflationsmål i bara lite drygt 25 år, och under den tiden inte hunnit med så många konjunkturcykler. Det är ju bara när växelkursen är rörlig som styrräntan kan användas för att motverka lågkonjunkturer – när växelkursen är fast är styrräntan i princip låst till att försvara den valda växelkursrelationen. Ett par av de räntesänkingsfaser vi haft under den här tiden har dessutom varit lite speciella. Den som inträffade under i huvudsak 1996, då reporäntan sänktes från knappt 9 till drygt 4 procent, hade exempelvis till stor del att göra med att förtroendet för inflationsmålet hade börjat etableras på allvar och helt enkelt möjliggjorde en rejäl sänkning av räntan. Den kraftiga räntesänkningen i samband med den globala finanskrisen, från 4,75 till 0,25 procent inom loppet av ett år, var också speciell eftersom kriser av den digniteten lyckligtvis är sällsynta (se diagram 3).

I USA, som har en längre historia med rörlig växelkurs, brukar man räkna med att styrräntan vid konjunkturedgångar sänks med ungefär 5 procentenheter.⁵ Det är rimligt att utgå från att i Sverige, som är en liten öppen ekonomi, kommer en större del av anpassningen vid en lågkonjunktur att ske via växelkursen än vad som är fallet i USA. Låt oss, utan några anspråk på vetenskaplig exakthet, säga att det vore önskvärt att kunna sänka reporäntan med 2,5–3 procentenheter vid en normal lågkonjunktur. Om det skulle vara så att en lågkonjunktur inträffar i början

⁴ Rudebusch (2016) visar att sannolikheten för att en konjunkturuppgång bryts numera inte ökar med tiden den varat. Så var däremot fallet med konjunkturuppgångarna före andra världskriget.

⁵ Se till exempel Summers (2018).

av 2021 och räntan sänks från 0,75 till -0,5 procent skulle sänkningen bli 1,25 procentenheter, det vill säga betydligt mindre än de uppskattade 2,5–3 procentenheter.⁶

Att höja räntan för att ha "torrt krut"?

Här skulle jag kort vilja beröra en särskild fråga innan jag går vidare. Om man nu är bekymrad för att reporäntan inte kommer att vara tillräckligt hög när nästa lågkonjunktur kommer, kan man då inte bara höja den till en lämplig nivå redan nu, i förebyggande syfte – så att det finns "torrt krut" att ta till när det behövs? Det är ett argument som inte så sällan förs fram i den allmänna debatten. Men dessvärre finns ett antal problem med argumentet.

För det första kommer ekonomin givetvis att påverkas av räntehöjningarna. Tillväxten skulle bromsa in och inflationen sjunka. Om man höjer tillräckligt snabbt och mycket kan man i värsta fall skapa den lågkonjunktur som man i förlängningen är ute efter att motverka. Men även om så inte skulle bli fallet så skulle – för det andra – ett högst sannolikt scenario vara att inflationen ändå sjunker tillbaka en hel del, kanske ner mot 1 procent eller lägre, alltså till en nivå där den var för några år sedan. Detta skulle i sin tur kunna göra att inflationsmålets trovärdighet åter ifrågasätts och aktörerna i ekonomin börjar förvänta sig att inflationen i genomsnitt snarare ska vara 1 procent än 2 procent. Effekten blir då i praktiken densamma som om målet skulle ha sänkts till 1 procent. Med en lägre förväntad inflation kommer också de nominella räntorna i ekonomin, reporäntan inräknad, att i genomsnitt bli lägre. Det innebär att vid framtida lågkonjunkturer är reporäntans avstånd till den nedre gränsen mindre än tidigare.

Om reporäntan tidigare slår i sin nedre gräns och blir kvar där under längre perioder kommer den att bli ett mindre effektivt verktyg för att motverka lågkonjunkturer. Det kommer att vara ännu svårare än vad det är nu att få ned den reala räntan så lågt som man skulle behöva. Kontentan är att "förebyggande" höjningar av reporäntan i slutänden inte skulle resultera i *mer* torrt krut, utan *mindre*. Det är alltså viktigt att höjningar av reporäntan inte sker på ett sådant sätt att inflationen blir påtagligt lägre och förtroendet för inflationsmålet riskerar att gå förlorat.

Sänka reporäntan mer?

Ett annat möjligt sätt att motverka en lågkonjunktur är att sänka räntan mer än till de -0,5 procent som den hittills varit som lägst. Det är möjligt att det går att komma ännu lite lägre – exempelvis är ju styrräntan i Schweiz -0,75 procent. Men personligen tror jag att möjligheterna här är ganska begränsade.

Det handlar kanske inte så mycket om rent ekonomiska aspekter, utan mer om vad som enligt samhälleliga konventioner är gångbart och möjligt att skapa förståelse för. Under den period när vi haft negativ reporänta har privatpersoner inte mött negativa räntor och alltså inte behövt betala för att ha pengar på banken. Men om reporäntan blir tillräckligt negativ kommer detta rimligen att hända. På

⁶ Jag utgår här ifrån att -0,5 procent, det vill säga den lägsta nivån på reporäntan som Riksbanken någonsin har haft, är en undre gräns för hur mycket räntan kan sänkas. Antagandet kan naturligtvis diskuteras och jag återkommer strax till det.

ett teoretiskt plan kan man argumentera för att politiken då skulle bli mer verksam och effekten på ekonomin större – den så kallade penningpolitiska transmissionsmekanismen fungerar ju i det läget bättre. Men det riskerar också att leda till olika typer av problem. Som jag ser det är det största problemet inte de ekonomiska argument man brukar lyfta fram, som att allmänheten skulle välja att tömma sina bankkonton och bara hålla kontanter. Att hålla besparingar i kontanter är när allt kommer omkring krångligt och kostsamt och med tanke på att de flesta i Sverige har börjat att vänja sig av med kontanter är det inget som skulle falla sig särskilt naturligt. Smärtgränsen där är förmodligen relativt hög.

Huvudproblemet är, som jag ser det, ett annat. För ett par år sedan höll jag ett tal där jag förklarade varför det inte nödvändigtvis är mer onaturligt med en negativ nominell ränta än med en negativ real ränta, det vill säga räntan med inflationen borträknad.⁷ Till skillnad från negativ nominell ränta har negativ real ränta förekommit då och då. Skälet till att man kan tycka att skillnaden inte är så stor är att det normalt är vår köpkraft vi bekymrar oss om. Om man lånar ut pengar kommer man både vid negativ realränta och negativ nominell ränta att kunna konsumera mindre än innan man lånade ut. I fallet med negativ realränta beror detta på att inflationen överstiger den ränta man får, och man kan därför inte köpa lika mycket för den summa pengar man får av låntagaren. När den nominella räntan är negativ så skrivs så att säga den negativa avkastningen redan från början in i kontraktet. Men sett i köpkraftstermer är negativ nominell ränta inte särskilt anorlunda än negativ realränta.

Sedan jag höll det talet har vi haft negativ reporänta i ytterligare två år. De erfarenheter jag tycker mig ha gjort under den tiden är att kommunikationen kring den negativa räntan inte har blivit lättare, vilket för ett par år sedan nog var min utgångspunkt. Även om negativ nominell ränta i ekonomisk mening inte är mer onaturligt än negativ real ränta är det uppenbart att den förra, till skillnad från den senare, uppfattas strida mot sociala och ekonomiska konventioner. Jag misstänker därför starkt att det skulle vara svårt att få förståelse för en politik som innebär att också privatpersoner måste ”betala för att spara”. Det kanske är en begränsning som man helt enkelt måste acceptera. I slutändan bygger legitimiteten hos och trovärdigheten för en självständig institution som Riksbanken på att allmänheten förstår den politik som bedrivs, eller i alla fall inte uppfattar den som ologisk och orättfärdig.

Detta innebär inte att jag menar att vi ska avstå från att utnyttja det utrymme som ändå verkar finnas att hålla reporäntan negativ i situationer när detta behövs för att undvika stora kostnader för samhällsekonomin. Men det finns begränsningar för hur mycket räntan kan sänkas. Och jag tror alltså att det skulle bli svårt att sänka den så lågt att privatpersoner blir tvungna att betala för att ha pengar på banken.

Påverka förväntningarna på den framtida reporäntan?

Om man har sänkt reporäntan så mycket som man bedömer möjligt kan man också försöka påverka förväntningarna hos ekonomins aktörer på den *framtida*

⁷ Jansson (2016).

reporäntan på ett sätt som stimulerar efterfrågan. Det jag närmare bestämt har i åtanke är en strategi som brukar kallas "lower-for-longer" eller "makeup strategy" och som bland annat har förordats av Federal Reserve, den amerikanska centralbankens, tidigare chef Janet Yellen.⁸ På svenska skulle det kanske kunna benämnas kompensationsstrategi, men låt mig fortsättningsvis för enkelhets skull använda den engelska termen "makeup strategy".

Tanken är ganska rättfram. Startpunkten är att centralbanken vid en recession har sänkt sin styrränta så lågt som den bedömt det vara möjligt. Exakt hur lågt räntan kan sänkas är oklart och bedömningarna varierar från land till land. Federal Reserve brukar betrakta noll som nedre gränsen och pratar om "zero lower bound" medan man i Sverige och andra länder, som alltså sänkt sin styrränta under noll, pratar om "effective lower bound". För enkelhets skull kommer jag att i fortsättningen bara kalla detta styrräntans "nedre gräns".

Anta nu att centralbanken *egentligen* skulle ha behövt sänka räntan lägre än den nedre gränsen för att penningpolitiken ska bli tillräckligt expansiv. För att kompensera för att den inte kan göra det kan centralbanken i stället hålla kvar styrräntan vid den nedre gränsen under en längre period (se diagram 4).⁹ Sett i ett lite längre perspektiv, till exempel en tioårsperiod, borde detta ge ungefär samma genomsnittliga styrränta som om man *hade* kunnat sänka räntan under den nedre gränsen.

Om ekonomins aktörer är införstådda med att centralbanken tillämpar den här strategin när räntan är vid den nedre gränsen, och de betraktar strategin som trovärdig, så borde de längre räntorna anpassa sig på ungefär samma sätt som om den nedre gränsen inte vore en begränsning.¹⁰ Om man utgår från det rimliga antagandet att efterfrågan i ekonomin inte bara beror på den aktuella nivån för styrräntan utan också på räntor med längre löptider, borde detta alltså ge centralbanken möjligheter att stimulera ekonomin även under tider då styrräntan är vid den nedre gränsen.

En fördel med "makeup strategy" är att den kan tillämpas inom ramen för den nuvarande inflationsmålpolitiken. Men en förutsättning för att den ska fungera är att den utgör ett förutsägbart inslag i centralbankens politik. Därför skulle det vara bra, om man önskar tillämpa en sådan strategi, att i förväg formalisera den i exempelvis ett strategidokument som beskriver hur centralbanken kommer att agera i ett läge då räntan ligger vid den nedre gränsen.¹¹ Jag kommer strax att diskutera en specifik tillämpning av "makeup strategy".

⁸ Yellen (2018). Uttrycket "lower-for-longer" brukar tillskrivas Reifschneider och Williams (2000).

⁹ För ett mer utförligt resonemang, se till exempel Söderström och Westermark (2009).

¹⁰ Detta följer av den så kallade förväntningshypotesen som något förenklat säger att längre räntor bestäms av förväntningar om den framtida styrräntan.

¹¹ Yellen (2018) har till exempel föreslagit att detta för USA:s del skulle kunna göras genom en revidering av den penningpolitiska kommitténs (Federal Open Market Committee) "Statement on Longer Run Goals and Monetary Policy Strategy" eller genom att publicera ett separat tillägg, "Committee Guidelines for Implementing Policy at the Zero Lower Bound".

En lagom strikt odyssevsk "forward guidance"?

Att centralbanken försöker ge ekonomins aktörer en vägledning om hur styrräntan kommer att utvecklas framöver brukar kallas för "forward guidance". I Sverige publicerar Riksbanken prognoser för hur den räknar med att reporäntan kommer att utvecklas. Det här brukar i litteraturen kallas för delfisk "forward guidance" efter oraklet i Delfi i den grekiska mytologin, som ansågs kunna förutsäga framtiden. Hur väl den här strategin kommer att fungera beror i detta fall på hur bra centralbanken är på att förutsäga sin egen framtida räntepolitik. Om prognoserna för styrräntan ofta visar rätt så kommer det att vara ganska vanligt att aktörerna tror på centralbankens vägledning om den framtida penningpolitiken. Men om prognoserna för reporäntan inte är så träffsäkra så kommer vägledningen förmodligen i många fall inte att tas på så stort allvar. Och dessvärre måste här konstateras att det är mycket svårt att göra prognoser för styrräntor. Om det inträffar oförutsedda störningar till ekonomin, vilket det väldigt ofta gör, så håller inte de tidigare gjorda ränteprognoserna.

Erfarenheterna i Sverige illustrerar tydligt problemet. Både Riksbanken och marknaden har i sina prognoser ofta gjort betydande överskattningar av reporäntan (se diagram 5).¹² Marknadens prognoser var visserligen tydligt bättre än Riksbankens under perioden 2011–2013 men mönstret är i grunden detsamma – stora överskattningar och prognoser med dålig träffsäkerhet.

En liten randanmärkning kan vara på sin plats här. Ibland får man intrycket från debatten att det bara är Riksbanken som haft dålig träffsäkerhet i sina prognoser medan de flesta andra bedömare, marknaden inkluderad, har lyckats väl. Men så är alltså inte riktigt fallet. En invändning som någon kanske har är att marknaden inte gör egna prognoser utan bara utgår från att Riksbanken kommer att följa sin räntebana. Men erfarenheten 2011–2013 visar att det inte riktigt stämmer. Jag tycker att det här är en nyttig bild att ha i minnet.

Om man alltså vill implementera en "makeup strategy" i ett läge där reporäntan nått den nedre gränsen så krävs sannolikt något mer övertygande än delfisk "forward guidance". Alternativet till delfisk "forward guidance" brukar benämnas odyssevsk "forward guidance". Även den benämningen är hämtad från den grekiska mytologin och anspelar på Odysseus, som låter sig bindas vid masten för att inte lockas av sirenernas sånger att styra sin båt mot klipporna. I termer av penningpolitik är den här strategin i mindre grad beroende av prognosernas träffsäkerhet utan handlar i stället om att förbinda sig att inte avvika från den ränteutveckling man i förväg har pekat ut.

Men även odyssevsk "forward guidance" har sina problem. Att förbinda sig att *vad som än händer* föra en viss penningpolitik kan visserligen å ena sidan visa på en stark beslutsamhet, och därigenom få effekt på förväntningarna. Å andra sidan kan en sådan politik framstå som halsstarrig och verklighetsfrämmande. Om det inträffar händelser som får den utstakade politiken att framstå som olämplig eller

¹² För mer detaljerade analyser av Riksbankens erfarenheter av att publicera ränteprognos, se Sveriges riksbank (2017a).

direkt skadlig kommer det att vara svårt att genomföra den.¹³ Och har man väl avvikit en gång från en strategi som man strikt förbundit sig att följa, så kan man knappast räkna med att få trovärdighet när man försöker tillämpa den nästa gång.

Vid tillämpning av en "makeup strategy" skulle en mindre strikt odyssevisk "forward guidance" kunna innebära att centralbanken – i enlighet med på förhand bestämda och klagjorda principer – gör klart att den kommer att hålla styrräntan vid den nedre gränsen till dess att inflationen, eller kanske något mått på utvecklingen i realekonomin, nått en viss nivå. I detta fall låser man alltså inte upp sig helt och hållet utan betingar sitt agerande på en viss utveckling.¹⁴

Köp av finansiella tillgångar?

En möjlighet som Riksbanken och andra centralbanker har använt sig av för att göra penningpolitiken mer expansiv när styrräntan är vid eller nära den nedre gränsen är att köpa statsobligationer på andrahandsmarknaden. Detta påverkar marknadsräntor och andra finansiella priser via olika kanaler.¹⁵ De man vanligtvis pratar om är *signaleringskanalen* – som verkar genom att köpen signalerar att penningpolitiken kommer att vara expansiv och räntan ligga länge vid den nedre gränsen, *portföljbalanskanalen* – som innebär att köpen ger spridningseffekter till priser på andra tillgångar och *premiekanalen* – som verkar genom att köpen minskar tillgången på obligationer, vilket pressar upp obligationspriserna och sänker tillhörande räntor.

Eftersom det här är ett nytt penningpolitiskt verktyg har det gett upphov till en omfattande akademisk forskning som försöker uppskatta dess effekter. Den vanligaste slutsatsen är att politiken har fungerat ungefär som förväntat och kompletterat styrräntesänkningarna på ett bra sätt.¹⁶

Ett problem för Sveriges del är att det blir svårare att använda köp av statsobligationer som ett verktyg vid nästa ekonomiska nedgång i och med att Riksbanken redan äger en stor del av den utestående stocken av statsobligationer, drygt 40 procent. Denna finns därmed inte tillgänglig för handel på marknaden, vilket bidrar till att göra marknaden mindre likvid och till att det tar längre tid att göra transaktioner. Problemen har hittills varit hanterliga, men ju större andel Riksbanken skulle äga desto större skulle problemen bli. Det kan dessutom vara så att den expansiva effekten av varje ytterligare köp gradvis blir allt mindre.

Visserligen kommer Riksbanken så småningom att trappa ned sitt innehav, men troligen i långsam takt.¹⁷ Riksbanken kommer därför med stor sannolikhet att ha

¹³ Se till exempel Bernanke (2003).

¹⁴ Federal Reserve och Bank of England har vid olika tillfällen använt sig av betingad "forward guidance". Jag tillämpade för egen del också en sådan strategi för några år sedan när jag i de penningpolitiska diskussionerna underströk att jag inte hade för avsikt att rösta för en höjning av reporäntan så länge KPIF-inflationen inte tar fart och överstiger 1,5 procent (se till exempel Sveriges riksbank, 2014). Det gjorde den heller inte som bekant på ett tag. Att de penningpolitiska besluten i många fall fattas av en kommitté utgör en komplicerande omständighet i sammanhanget.

¹⁵ Se till exempel Alsterlind m.fl. (2015) för en mer detaljerad genomgång.

¹⁶ Se till exempel Weale och Wiedalek (2016) och De Rezende (2017).

¹⁷ Se fördjupningen "Riksbankens strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken" i Sveriges riksbank (2017b).

ett betydande innehav av statsobligationer under en lång tid framöver. Sammantaget innebär detta att det finns begränsningar när det gäller möjligheterna att använda köp av statsobligationer som penningpolitiskt verktyg framöver. Min bedömning är att det nog går att öka köpen ytterligare något, men det finns som sagt en gräns.

Att köpa statspapper är inte ett helt onaturligt steg för en centralbank som normalt försöker påverka ekonomin genom att ändra en kort riskfri ränta, den penningpolitiska styrräntan. Köp av statsobligationer innebär ju att man, via premiekanalen, också i detta fall försöker påverka kreditriskfria räntor, även om det nu gäller räntor med både korta och längre löptider.¹⁸ Trots att åtgärden går under beteckningen "okonventionell" kan man säga att den här typen av penningpolitisk intervention följer ett standardtänkande i det att man begränsar sig till att försöka få effekter på riskfria räntor, "bottenplattan" för räntebildningen i ekonomin. Tanken är sedan, precis som när reporäntan justeras, att effekterna ska sprida sig till andra mer riskfyllda räntor.

Men det är givetvis också möjligt, även om Riksbanken hittills inte gjort det, att köpa andra finansiella tillgångar än statsobligationer. Federal Reserve, Europeiska centralbanken, Bank of England och Bank of Japan har till exempel även köpt olika kommersiella värdepapper, bland annat bostadsobligationer och företagsobligationer. Till skillnad från köp av statspapper innebär detta en direkt intervention i tillgångar med högre risk. På den marknad där interventionen genomförs uppstår då en "positiv finansieringseffekt", både för att räntorna på den aktuella marknaden blir lägre relativt räntorna på andra kommersiella marknader och för att emittenterna på marknaden i fråga har fått en "säker" långgivare. Den här typen av åtgärd kräver därför lite mer detaljerade överväganden och dessutom kunskaper om hur olika kommersiella marknader fungerar och är sammanlänkade med andra delar av ekonomin.

Därmed är det kanske inte så förvånande att köp av kommersiella värdepapper ofta har använts just när det finns allvarliga problem på en viss marknad och när risken också finns att dessa problem för med sig negativa effekter på ekonomin i övrigt. Till exempel köpte Federal Reserve stora mängder bostadsobligationer när denna marknad hotade att sluta att fungera, vilket hade kunnat få allvarliga konsekvenser för kreditförsörjningen till hushållen.

Köp av kommersiella värdepapper är alltså en principiellt sett annorlunda åtgärd än köp av statspapper. Men den utgör definitivt ett möjligt verktyg att ta till om behov uppstår, även för Riksbanken.

Naturligt med en större roll för finanspolitiken

Sammantaget kommer Riksbanken alltså inte att stå utan möjligheter att motverka nästa ekonomiska nedgång. Men det går ändå knappast att påstå att förutsättningarna är lika goda som för, säg, 15–20 år sedan, när den neutrala räntan fortfarande var relativt hög och det fanns gott om utrymme att sänka reporäntan.

¹⁸ För ekonomier med hållbara offentliga finanser är statsobligationer kreditriskfria. Räntan på långfristiga obligationer reflekterar den förväntade utvecklingen av korta räntor och kompensation för annan risk relaterad till investeringens horisont och likviditeten på obligationsmarknaden.

Beroende på när nästa nedgång inträffar och hur djup den blir finns det alltså en risk för att penningpolitiken inte räcker till när det gäller att motverka den.

Detta har, som jag ser det, vissa vidare implikationer för hur man bör se på stabiliseringspolitiken. Det har länge funnits en tendens, både i Sverige och utomlands att, nästan lite slentrianmässigt, hävda att när växelkursen är rörlig är det penningpolitikens och inte finanspolitikens uppgift att stabilisera konjunkturen. Kanske är det, i ljuset av erfarenheterna efter krisen, dags att nyansera den bilden en aning.

På ett sätt bidrar finanspolitiken förstås alltid till att stabilisera konjunkturen. System för skatter och utgifter är till exempel utformade så att dessa med automatik anpassas till konjunkturutvecklingen. Exempel på sådana så kallade automatiska stabilisatorer är inkomstberoende skatter och arbetslöshetsersättning.

Däremot har det länge funnits en skepsis mot att använda så kallad diskretionär finanspolitik – direkta beslut om förändringar av skatter och offentliga utgifter – i syfte att stabilisera konjunkturen. Ett problem som ofta lyfts fram är att diskretionära finanspolitiska åtgärder ofta sätts in eller får effekt för sent på grund av olika tidsfördröjningar, och därför förstärker konjunktursvängningarna snarare än stabiliserar dem. Ett annat och kanske ännu större problem är att sådan finanspolitik historiskt har tenderat att användas alltför generöst och därför gett problem med hållbarheten i de offentliga finanserna.¹⁹

Men det kan finnas skäl att väga in att förutsättningarna idag ser lite annorlunda ut jämfört med för ett par decennier sedan. En ny omständighet är som sagt att centralbankerna numera har svårare att parera ekonomiska nedgångar med sänkningar av styrräntan på grund av den nedre gränsen. En annan förändring, i synnerhet i Sverige, är att de offentliga finanserna idag är i betydligt bättre skick än de var tidigare. De finanspolitiska regler som infördes efter krisen i början av 1990-talet har tillsammans med en god tillväxt bidragit till att den svenska offentliga bruttoskulden har minskat från mellan 70 och 80 procent av BNP i mitten på 1990-talet till cirka 40 procent idag. Numera har vi alltså bättre förutsättningar om vi skulle behöva använda finanspolitiken för att motverka en ekonomisk nedgång.

Under vilka former detta i så fall skulle kunna ske är dock inte uppenbart. I Storbritannien har det förts fram förslag som går ut på att Bank of Englands penningpolitiska kommitté ska indikera när man till följd av den nedre gränsen inte kan stimulera ekonomin så mycket som man bedömer är lämpligt.²⁰ Kommittén föreslås i sådana lägen ange hur mycket man skulle ha velat sänka räntan. Storbritanniens finansdepartement skulle därefter få förslaget att implementera en valfri finanspolitisk åtgärd som ersättning för den uteblivna räntesänkningen. Finansdepartementet kan hörsamma detta, men kan också avböja i ett offentligt svar. Om

¹⁹ Strax efter millennieskiftet utredde en kommitté hur stabiliseringspolitiken skulle bedrivas i händelse av att Sverige skulle införa euron (Statens offentliga utredningar, 2002). Där tänkte man sig att man vid normala konjunkturstörningar skulle nöja sig med att låta de automatiska stabilisatorerna verka och att diskretionär finanspolitik bara skulle användas vid ovanligt stora störningar. Att kommittén drog den här slutsatsen berodde just på den här typen av problem.

²⁰ Se Yates (2017).

uppmaningen hörsammas ska en särskild myndighet, motsvarigheten till det Finanspolitiska rådet ("Office for Budget Responsibility"), göra en utvärdering av om åtgärden är förenlig med finanspolitisk hållbarhet.

Tanken är alltså att diskretionära finanspolitiska åtgärder ska ersätta den penningpolitiska stimulans som inte kommer till stånd till följd av den nedre gränsen. Vissa menar att detta skulle vara en effektivare och ekonomiskt mer pålitlig mekanism än att försöka åstadkomma motsvarande med exempelvis köp av finansiella tillgångar.²¹

Om en liknande lösning skulle kunna fungera i Sverige är en öppen fråga. Ett förhållande man bör ha i åtanke, vilket även det brittiska förslaget understryker, är att användningen av diskretionär finanspolitik alltid innebär en balansgång. Sveriges numera starka offentliga finanser utgör i sig ett skydd mot störningar. Sedan en tid tillbaka drabbas vi inte längre av finansiella premier på grund av trovärdighetsproblem i den ekonomiska politiken. Det framgår exempelvis av att skillnaden i tioåriga statsobligationsräntor mellan Sverige och Tyskland idag är mycket mindre än tidigare (se diagram 6).

Att räntor och växelkurs varierar förhållandevis lite trots svårigheterna att bilda en ny regering kan också ses som en indikation på att den svenska ekonomin åtnjuter hög trovärdighet. Det finanspolitiska ramverket som infördes efter krisen på 1990-talet är helt centralt för denna stabilitet och det gäller att hela tiden vårda det. Att skapa trovärdighet tar lång tid men att förlora den går fort. Detta sagt känns det förstås ändå tryggt att ha ett finanspolitiskt manöverutrymme, även om man helst aldrig utnyttjar det.

Vilken roll finanspolitiken bör spela är alltså en långtifrån okomplicerad fråga. Men jag tror att det hur som helst är viktigt att frågan om hur konjunkturen ska stabiliseras när Riksbankens möjligheter inte är obegränsade kommer upp på den ekonomisk-politiska agendan.²²

Innan jag fortsätter kan det också vara värt att understryka att även ett annat alternativ att stimulera ekonomin som ibland nämns – det som brukar kallas "helikopterpengar" – kräver att penningpolitiken och finanspolitiken samspelar. I korthet innebär helikopterpengar att staten ökar de offentliga utgifterna eller sänker skatterna och att detta finansieras med en permanent ökning av penningmängden.²³ Jag har dock valt att utelämna detta alternativ eftersom det är förknippat med betydande juridiska komplikationer.

Internationell debatt om förändringar i det penningpolitiska ramverket

Som jag nämnde inledningsvis pågår en diskussion i forskarvärlden och bland centralbanker om huruvida den nuvarande inflationsmålspolitiken skulle kunna

²¹ Se till exempel Stirling (2018). Det kan här som en randanmärkning vara värt att nämna att även vissa verktyg inom makrotillsynen i princip kan användas i konjunkturstabiliserande syfte. Det är emellertid inte makrotillsynens huvuduppgift och betydelsen av sådana åtgärder bör heller inte överdrivas.

²² Se också Finanspolitiska rådet (2018).

²³ Se till exempel Bernanke (2016).

reformerar, eller ersätts med något annat penningpolitiskt ramverk, så att förutsättningarna att motverka lågkonjunkturer och recessioner blir bättre i framtiden.

Det här är en ganska intressant diskussion, inte minst eftersom personer som är framträdande i den penningpolitiska idédebatten eller har varit inflytelserika penningpolitiska beslutsfattare har lite olika syn på vilken lösning som är lämpligast. Jag har redan nämnt att Janet Yellen menar att man kanske inte behöver göra speciellt stora ändringar av det nuvarande ramverket utan att det kan räcka med en "makeup strategy", där centralbanken följer en formaliserad handlingsplan som går ut på att den vid behov håller räntan låg länge vid den nedre gränsen.

Tillfälligt prisnivåmål

Yellens företrädare som chef för Federal Reserve, Ben Bernanke, har föreslagit en variant som kan ses som en speciell tillämpning av "makeup strategy".²⁴ Den bygger på att centralbanken under vissa omständigheter inte ska ha ett mål för inflationen utan för hur *prisivån utvecklas*. Skillnaden kan till synes framstå som liten eftersom inflationen ju är förändringen av prisnivån, men den är potentiellt viktig.

Anta att både inflationsmålet och den målsatta ökningen för prisnivån är 2 procent. Om man i en inflationsmålsregim får en inflation som under en period avviker från 2 procent är det centralbankens uppgift att föra inflationen tillbaka till målet. Att inflationen avviker tidigare spelar ingen roll – "bygones are bygones" som man brukar säga på engelska. Men om det istället är utvecklingen av prisnivån som är målet och inflationen avviker från 2 procent, så måste detta "hämtas in igen". Principen är alltså densamma som i Yellens "makeup strategy", men där man i förväg klargjort den genom att målformuleringen avser prisnivån snarare än inflationen.

Skillnaden mellan ett prisnivåmål och ett inflationsmål illustreras i bild 7.²⁵ Om det i en inflationsmålsregim händer något oväntat som får inflationen att bli lägre än målet räcker det att få inflationen tillbaka till 2 procent igen (nedre högra diagrammet). Uttryckt i termer av en bana för prisnivån räcker det alltså att denna har samma lutning som tidigare (övre högra diagrammet). Att den nya banan ligger under den ursprungliga spelar ingen roll. Men om man istället har ett prisnivåmål måste man däremot tillbaka till den tidigare banan (övre vänstra diagrammet). Detta innebär att inflationen under en period måste vara högre än 2 procent för att kompensera för att den under en tidigare period var lägre (nedre vänstra diagrammet).

En fördel med ett prisnivåmål kan således vara att det gör att ekonomins aktörer ställer in sina förväntningar på att en låg inflation idag kommer att kompenseras av en mer expansiv politik, snabbare tillväxt och högre inflation i framtiden. Pressen nedåt på realräntor som detta ger mildrar nedgångarna i produktionen och inflationen i utgångsläget och snabbar också på den framtida återhämtningen.

²⁴ Se Bernanke (2017a).

²⁵ Diagrammet är hämtat från Andersson och Claussen (2017) som går igenom olika alternativ till inflationsmålspolitik.

Detta kan naturligtvis vara särskilt fördelaktigt under de perioder då den nedre gränsen binder.

En nackdel med ett prisnivåmål är att centralbanken inte kan bortse ifrån, eller "se igenom", utbudsstörningar som tillfälligt driver upp inflationen. Eftersom man måste tillbaka till samma bana för prisnivån måste en period med ovanligt hög inflation – oavsett vilken orsaken är – åtföljas av en åtstramande politik som driver ner prisutvecklingen och bidrar till en period med ovanligt låg inflation. Redan den negativa utbudsstöringen kan ha påverkat produktionen och sysselsättningen negativt och effekten då penningpolitiken dessutom måste stramas åt kan därför bli kännbar. Det kan leda till svårigheter för centralbanken att trovärdigt binda sig vid en sådan strategi.

I Bernankes föreslagna variant ska dock centralbanken inte *alltid* ha ett prisnivåmål, utan enbart när räntan har sänkts så långt att den nedre gränsen utgör en restriktion – det ska alltså vara ett tillfälligt prisnivåmål.²⁶ I normala fall ska centralbanken ha ett vanligt inflationsmål på 2 procent, precis som idag. Centralbankens kommunikation kan på så vis fortsätta att fokusera på inflationsmålet. Vid den nedre gränsen kan den tillfälliga övergången till ett prisnivåmål förklaras och kommuniceras i termer av att räntan hålls kvar vid nedre gränsen till dess att den *genomsnittliga* inflationen från det att räntan först träffade nedre gränsen uppgår till 2 procent.²⁷ En fördel med ett prisnivåmål som bara tillämpas vid den nedre gränsen är att man undviker problemet med att behöva kompensera för utbudsstörningar som tillfälligt pressar upp inflationen, vilket man alltså skulle behöva göra om prisnivåmålet alltid tillämpades.

Bernankes förslag med ett tillfälligt prisnivåmål kan alltså ses som en speciell tillämpning av Yellens "makeup strategy", där man siktar på att göra "makeup"-mekanismen tydligare och mer trovärdig genom att formalisera den i termer av en tillfälligt ny målformulering för centralbanken.

Högre inflationsmål

Ett förslag som har Olivier Blanchard, tidigare bland annat chefekonom på Internationella valutafonden (IMF), som en av sina starkaste förespråkare är att höja centralbankernas inflationsmål.²⁸

Idén är rättfram. Med ett högre inflationsmål, säg 3 procent, skulle den nominella styrräntan, förutsatt att det nya målet är trovärdigt, i genomsnitt ligga 1 procentenhet högre än när inflationsmålet är 2 procent. Det skulle därmed finnas 1 procentenhets större utrymme att sänka räntan innan den når den nedre gränsen. En höjning av inflationsmålet till 4 procent skulle öka det utrymmet med ytterligare en procentenhet, och så vidare.

²⁶ Se även exempelvis Evans (2012).

²⁷ Man skulle därför även kunna benämna denna ansats ett tillfälligt mål för den genomsnittliga inflationen. Ett mål för den genomsnittliga inflationen är en strategi som påminner om ett prisnivåmål, men ändå skiljer sig något från detta i vissa avseenden, se Nessén och Vestin (2005) eller Andersson och Claussen (2017).

²⁸ Se till exempel Blanchard, Dell'Ariccia, och Mauro (2013). Exempel på andra som förespråkade detta är Ball (2014), Krugman (2014) och Rosengren (2015). Även Janet Yellen framhöll under sin tid som centralbankschef att frågan om huruvida inflationsmålet bör höjas är "en av de viktigaste frågor som penningpolitiken runt om i världen står inför framöver" (Federal Open Market Committee, 2017, s. 14).

Det finns dock de som menar att en höjning av målet inte är någon bra idé. En farhåga som lyfts fram är att högre inflation skulle innebära att inflationen också kommer att variera mer, vilket är just vad man finner i historiska data. Detta kan leda till större osäkerhet som gör det svårare för hushåll och företag att fatta ekonomiska beslut.²⁹

Vid någon, tillräckligt hög, inflationsnivå kommer det rimligen att vara svårt att påstå att inflationen fortfarande är låg och stabil. Men om det finns förtroende för ett mål på 3 eller 4 procent på samma sätt som för ett mål på 2 procent är det inte uppenbart varför inflationen skulle variera mer. Den historiska negativa samvariationen mellan nivån för och stabiliteten i inflationen avspeglar troligen det faktum att perioder med hög inflation också har varit perioder då det inte funnits något tydligt ankare för inflationen i form av ett inflationsmål.

Om 3 eller 4 procents inflation fortfarande kan betraktas som lågt är en bedömningsfråga. Personligen tycker jag nog att man kan säga det. Jag återkommer till förslaget om att höja inflationsmålet strax.

Mål för nominell BNP-tillväxt

Ytterligare ett förslag är att centralbanken har ett mål för tillväxten i nominell BNP. Larry Summers, tidigare bland annat finansminister i USA och aktiv debattör i många ekonomisk-politiska frågor, är en av dem som har förespråkat detta.³⁰

Nominell BNP är ett mått som speglar både pris och volym. Tillväxten i nominell BNP är i princip lika med summan av förändringen av priserna, med andra ord inflationen, och tillväxten i produktionsvolymen, det vill säga real BNP-tillväxt.³¹

En fördel som ibland lyfts fram är att ett nominellt tillväxtmål "automatiskt" tar hänsyn till realekonomin eftersom penningpolitiken i detta fall lägger lika stor vikt vid tillväxten i realekonomin som vid inflationen. När den reala BNP-tillväxten är låg bedriver centralbanken en expansiv politik för att upprätthålla det nominella tillväxtmålet – och vice versa när tillväxten är hög. Som jag ser det är dock detta ingen avgörande skillnad i förhållande till flexibel inflationsmålspolitik, som ju också i normalfallet väger in realekonomin på ett sätt som stabiliserar konjunkturen.

I ett mer långsiktigt perspektiv kan man se det som att ett nominellt tillväxtmål innebär att centralbanken har ett implicit mål för inflationen, givet ekonomins tillväxtpotential. Till exempel kommer ett mål för nominell BNP-tillväxt på 5 procent och en tillväxtpotential på 3 procent implicit att innebära ett inflationsmål på 2 procent. En fördel som förts fram utifrån den utgångspunkten är att ett nominellt tillväxtmål kan ge en önskvärd anpassning även till mer långsiktiga förändringar i

²⁹ Se Cecchetti och Schoenholtz (2017). För en mer detaljerad genomgång av olika typer av kritik, se Yellen (2015) (fotnot 14) och Bernanke (2017b).

³⁰ Summers (2018). Det är dock intressant att notera att ett av Summers argument för ett mål för nominell BNP-tillväxt (på 5–6 procent) är att det: "would attenuate the issues around explicitly announcing a higher inflation target, which I think are a little problematic on political economy grounds". Exempel på andra förespråkare är Scott Sumner och Jeffrey Frankel (se till exempel Sumner, 2011 och Frankel, 2012). En variant är att målet i stället avser *nivån* på nominell BNP. För en diskussion av detta och andra målformuleringar som jag inte tar upp här, se Andersson och Claussen (2017).

³¹ Inflationen mäts i detta fall med den så kallade BNP-deflatorn.

ekonomin. Om till exempel tillväxtpotentialen minskar så är det sannolikt att även den neutrala realräntan rör sig nedåt. Men den lägre tillväxtpotentialen innebär med ett nominellt tillväxtmål också ett högre implicit inflationsmål, vilket i sin tur borde göra det lättare att åstadkomma en negativ realränta och en expansiv penningpolitik i lägen då detta behövs. Effekten skulle alltså bli snarlik den höjning av inflationsmålet som jag diskuterade nyss.³²

Ett antal nackdelar med ett nominellt tillväxtmål har också lyfts fram. Ett ganska stort problem är att nominell BNP publiceras med lång tidsfördröjning och revideras mycket och ofta. Att datarevideringarna är stora illustreras i diagram 8, där det framgår att utfallsjusteringarna på kvartalsbasis ofta kan vara kring 1 procentenhet och i vissa fall till och med klart större än så. I amerikanska data förefaller revideringarna vara något mindre, men även här rör det sig om stora skillnader mellan preliminära och justerade siffror. Det här skapar naturligtvis stora svårigheter för en penningpolitik som har sitt mål uttryckt i ett sådant mått.

Ett annat problem är att inflationsförväntningarna riskerar att bli dåligt förankrade med ett nominellt tillväxtmål. Inflationen kommer sannolikt att variera ganska mycket och det finns ingen explicit siffersatt nivå på inflationen som hjälper till att förankra förväntningarna. Det riskerar i förlängningen att försämra förutsättningarna för pris- och lönebildningen. Detta är viktigt att påpeka inte minst i ett land som Sverige, där instabilitet i lönebildningen tidigare var ett mycket stort problem.

Slutligen menar en del att det skulle vara betydligt svårare att kommunicera vad ett mål för nominell BNP-tillväxt egentligen innebär än vad det är att kommunicera ett mål för inflationen.

Mina reflektioner om ändringar i ramverket

Det faktum att de olika förslagen till förändringar i det penningpolitiska ramverket alla har sina förespråkare bland välrenommerade ekonomer visar att det finns fördelar och nackdelar med samtliga och att inget av dem är uppenbart bättre än de övriga.

Personligen tror jag, som jag konstaterade inledningsvis, att man måste tänka sig för både en och två gånger innan man ändrar det nuvarande ramverket över huvud taget. Man måste vara ganska säker på att det nått vägs ände och där är vi inte idag, som jag ser det. Exempelvis skulle många av de problem som jag tagit upp lösas, eller i varje fall mildras, om den globala neutrala räntan skulle stiga. Även om de flesta tror att den kommer att vara låg under lång tid framöver, finns det också de som tror att en vändning uppåt inte ligger alltför långt borta.³³

³² Bortsett från detta långsiktiga argument är det inte uppenbart hur ett mål för nominell BNP-tillväxt bidrar till att lösa, eller ens mildra, problemet med räntans nedre gräns.

³³ Exempelvis menar Goodhart och Pradhan (2017) att globala demografiska trender under det kommande decenniet kommer att vända den nedåtgående trenden i den globala neutrala räntan.

Högre inflationsmål en naturlig vidareutveckling

Men om jag ändå skulle avkrävas en ståndpunkt lutar jag åt att en höjning av inflationsmålet skulle vara det mest naturliga sättet att vidareutveckla det penningpolitiska ramverket. När allt kommer omkring fungerade inflationsmålspolitiken länge bra och problem uppstod egentligen först när det efter finanskrisen blev svårt att göra politiken tillräckligt expansiv till följd av den nedre gränsen. En höjning av målet skulle lösa, eller i varje fall minska, detta problem. Den skulle dessutom bara beröra en parameter i ramverket och inte innebära någon genomgripande förändring av det. Man skulle därmed inte behöva ”sälja in” och förklara ett helt nytt system, med allt vad det skulle kunna innebära av anpassningskostnader och inkörningssvårigheter. Det är inte alltid en fördel att behålla så mycket som möjligt av det gamla, men i det här fallet tror jag att det skulle vara det.

Skulle aktörerna i ekonomin då acceptera en inflation på 3–4 procent? Jag tror det, speciellt som det skulle innebära mindre av negativ ränta i framtiden – något som vi nu av erfarenhet vet uppfattas som onaturligt och problematiskt på flera sätt. Det skulle rimligen också innebära att det blir mindre sannolikt att man behöver tillgripa köp av olika finansiella tillgångar, för att komplettera styrräntesänkningar. Även om kritiken mot denna del av politiken kanske inte har varit lika skarp som kritiken mot negativ ränta har den likväl funnits. Den har, som jag varit inne på, handlat om att Riksbanken skapar likviditetsproblem för aktörerna på statspappersmarknaden, men också om att man gör övertramp i riktning mot att börja bedriva finanspolitik. Om nya köp av tillgångar skulle innebära att Riksbanken behöver köpa annat än statsobligationer, vilket inte kan uteslutas eftersom Riksbankens innehav av statsobligationer kommer att vara stort under lång tid, skulle kritiken förmodligen också växa ytterligare. Att göra penningpolitiska interventioner som tar sikte på olika riskfyllda marknadsräntor är, som jag konstaterat, en helt annan sak än att begränsa sig till interventioner i statsobligationsräntor, som ju precis som den vanliga reporäntepolitiken skjuter in sig på riskfria räntor.

Men är det då realistiskt att räkna med att ett inflationsmål på 3–4 procent över huvud taget är möjligt? När allt kommer omkring har ju centralbankerna haft svårt att ens nå sina nuvarande mål på cirka 2 procent. Min utgångspunkt här är att det inte finns några uppenbara begränsningar när det gäller valet av nivån på inflationsmålet, i varje fall inte kring de procenttal vi pratar om, eftersom inflationen på lång sikt bestäms av den penningpolitik som i genomsnitt bedrivs och dess effekt på inflationsförväntningarna. Hävdvunna ”sanningar” av detta slag omprövas och revideras visserligen då och då, men det sker i så fall först efter omfattande och övertygande teoretiska och empiriska belägg. Några sådana finns inte idag. Till bilden hör att inflationstrycket under senare tid faktiskt till sist har börjat att stiga i flera länder och att vi nu tycks vara på väg mot en situation som börjar likna den som var normal före finanskrisen.³⁴

³⁴ | Jansson (2017) finns en mer utförlig diskussion kring penningpolitikens möjligheter att även fortsättningsvis uppfylla mål för inflationen.

Tillfälligt prisnivåmål – tilltalande men sannolikt för komplext

En praktisk komplikation med att höja inflationsmålet är att det skulle vara svårt för ett enskilt land att ensamt röra sig *från* den rådande normen på 2 procent.³⁵ Ett problem, inte minst från kommunikationssynpunkt, är att om andra länder inte skulle följa efter så skulle ett högre mål än i omvärlden, allt annat lika, medföra att växelkursen kontinuerligt försvagas.

Ur just det här perspektivet skulle det förmodligen vara enklare för ett enskilt land att börja tillämpa det tillfälliga prisnivåmål som Bernanke förespråkade. Det innebär ju att inflationsmålspolitik bedrivs precis som vanligt utifrån ett mål på 2 procent under de perioder då den nedre gränsen inte utgör en restriktion och att målformuleringen bara modifieras när man slår i den nedre gränsen.

För ekonomer är förslaget med ett tillfälligt prisnivåmål säkert på många sätt tilltalande men frågan är om det skulle fungera i praktiken. Jag är ganska tveksam. Syftet med förslaget är att få inflationsförväntningarna att stiga med "automatik" när styrräntan slår i nedre gränsen. Det skulle pressa ned de reala räntorna och därmed öka sannolikheten för att den nedre gränsen inte skapar alltför stora problem. Men för att detta ska fungera ställs stora krav på såväl centralbankens kommunikation som förmågan hos ekonomins olika aktörer att ta till sig och förstå den tillfälligt ändrade målformuleringen. Om det vill sig illa kan en sådan förändring bli kontraproduktiv genom att det blir svårare snarare än lättare att förstå vad penningpolitiken går ut på.

Att höja inflationsmålet har förstås också sina problem. Min bedömning är dock att det är lättare att påverka inflationsförväntningarna genom att ange en tydlig siffra att hänga upp dem på. Det finns ett antal tidigare exempel på att det i praktiken varit möjligt. Det har visserligen då oftast handlat om att få ned inflationsförväntningarna, men det är inte heller någon lätt uppgift. Inte minst i Sveriges fall var ju motvinden hård och tvivlen på att det skulle lyckas starka.

Mina viktigaste budskap

Låt mig avrunda genom att bara kort sammanfatta mina viktigaste budskap. På kort sikt, inom ramen för det nuvarande ramverket, har Riksbanken ett antal verktyg att laborera med för att motverka nästa ekonomiska nedgång. Men den låga neutrala räntan i kombination med att vi behövt föra en mycket expansiv politik de senaste åren kan skapa vissa problem, beroende på hur snart nedgången kommer och hur djup den blir. I ett läge när Riksbankens penningpolitiska utrymme inte är obegränsat är det viktigt att frågan om hur en lågkonjunktur ska motverkas kommer upp på den ekonomisk-politiska agendan. I finanspolitiken finns idag stora reserver men att använda dem är inte problemfritt.

Om det låga realränteläget består kan det, på längre sikt, bli nödvändigt att modifiera det penningpolitiska ramverket med det inflationsmål på 2 procent som de flesta centralbanker idag har. Av de olika förslagen som cirkulerar i den internationella diskussionen lutar jag för stunden åt att ett höjt inflationsmål i så fall

³⁵ Det är ganska vanligt, i synnerhet bland utvecklingsländer, att inflationsmålet har sänkts i takt med att förtroendet för inflationsmålsregimen har ökat. Däremot finns det få exempel på länder som har *höjt* sitt inflationsmål (se till exempel Apel, Armelius och Claussen, 2017).

skulle vara att föredra. Samtidigt som en sådan förändring skulle mildra problemet med att det ibland inte går att sänka räntan så mycket som man önskar är den förhållandevis odramatisk och rättfram. Men det betyder inte att det är något jag tycker att vi ska genomföra mycket snart. Ett ganska stort problem är att det är svårt att göra en sådan förändring frikopplat från omvärlden. Men en god framförhållning är alltid bra och det är därför en poäng att börja fundera på tänkbara modifieringar redan idag.

Referenser

Alsterlind, Jan, Henrik Erikson, Maria Sandström och David Vestin (2015), "Hur kan köp av statsobligationer göra penningpolitiken mer expansiv?", *Ekonomiska kommentarer*, nr. 12, Sveriges riksbank.

Andersson, Björn och Carl Andreas Claussen (2017), "Alternativ till inflationsmålspolitiken", *Penning- och valutapolitik* 2017:1.

Apel, Mikael, Hanna Armelius och Carl Andreas Claussen (2017), "Nivån på inflationsmålet – en problemöversikt", *Penning- och valutapolitik* 2017:2.

Ball, Laurence M. (2014), "The Case for a Long-Run Inflation Target of Four Percent", Working Paper WP/14/92, IMF.

Bernanke, Ben S. (2003), "'Constrained Discretion' and Monetary Policy", anförande vid the Money Marketeers of New York University, 3 februari.

Bernanke, Ben S. (2016), "What tools does the Fed have left? Part 3: Helicopter money", blogginlägg, Brookings. <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/04/11/what-tools-does-the-fed-have-left-part-3-helicopter-money/>

Bernanke, Ben S. (2017a), "Temporary price-level targeting: An alternative framework for monetary policy", blogginlägg, Brookings. <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2017/10/12/temporary-price-level-targeting-an-alternative-framework-for-monetary-policy/>

Bernanke, Ben S. (2017b), "The zero lower bound on interest rates: How should the Fed respond?" blogginlägg, Brookings. <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2017/04/13/the-zero-lower-bound-on-interest-rates-how-should-the-fed-respond/>

Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia och Paolo Mauro (2013), "Rethinking Macro Policy II: Getting Granular", *IMF Staff Discussion Note 13/03*, International Monetary Fund.

Cecchetti, Stephen G. och Kermit L. Schoenholtz, (2017), "The case for a higher inflation target gets stronger", blogginlägg, Money and Banking. <https://www.moneyandbanking.com/commentary/2017/4/2/the-case-for-a-higher-inflation-target-gets-stronger>

De Rezende, Rafael 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.

Evans, Charles L. (2012), "Monetary Policy in a Low Inflation Environment: Developing a State Contingent Price Level Target", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 44, No. 2, s. 147–155.

Federal Open Market Committee (2017), "Transcript of chair Yellen's press conference June 14".

Finanspolitiska rådet (2018), "Svensk finanspolitik – Finanspolitiska rådets rapport 2018".

Frankel, Jeffrey (2012), "Time for Nominal Growth Targets," commentary, Project Syndicate, 12 januari. www.project-syndicate.org.

Goodhart, Charles och Manoj Pradhan (2017), "Demographics will reverse three multi-decade global trends", BIS Working Papers No. 656, Bank for International Settlements.

Jansson, Per (2016), "Dags att skrota inflationsmålet?", anförande vid Swedbank, 7 december.

Jansson, Per (2017), "Den penningpolitiska idédebatten – lärdomar från utvecklingen i Sverige", anförande vid Fores, 6 december.

Kaplan, Robert S. (2018), "The neutral rate of interest", Essay, Federal Reserve Bank of Dallas. <https://www.dallasfed.org/-/media/Documents/news/speeches/kaplan/2018/rsk181024.pdf>

Krugman, P. (2014), "Inflation Targets Reconsidered", uppsats presenterad vid ECB Sintra conference, maj.

Nessén, Marianne och David Vestin, (2005), "Average inflation targeting", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 37, s. 837-863.

Rachel, Lukasz och Thomas D. Smith (2017), "Are low interest rates here to stay?", *International Journal of Central Banking*, vol. 13, nr. 3, s. 1–42.

Reifschneider, David och John C. Williams (2000), "Three lessons for monetary policy in a low-inflation era", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 32, no. 4, s. 936–66

Rosengren, Eric S. (2015), "Changing economic relationships: Implications for monetary policy and simple monetary policy rules", anförande 16 april, Federal Reserve Bank of Boston.

Rudebusch, Glenn D. (2016), "Will the Economic Recovery Die of Old Age?", *FRBSF Economic Letter* 2016-03. <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2016/february/will-economic-recovery-die-of-old-age/>

Statens offentliga utredningar (2002), "Stabiliseringspolitik i valutaunionen", Kommittén för stabiliseringspolitik för full sysselsättning vid ett svenskt medlemskap i valutaunionen, slutbetänkande, SOU 2002:16.

Stirling, Alfie (2018), "Just about managing demand – Reforming the UK's macroeconomic policy framework", Policy Paper, IPPR Commission on Economic Justice. <https://www.ippr.org/research/publications/just-about-managing-demand>

Summers, Lawrence H. (2018), "Why the Fed needs a new monetary policy framework", i "Rethinking the Fed's 2 percent inflation target", rapport från the Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy at Brookings.

Sumner, Scott (2011), "The Case for NGDP Targeting: Lessons from the Great Recession", Adam Smith Institute, London.

Sveriges riksbank (2014), Penningpolitiskt protokoll februari 2014.

Sveriges riksbank (2017a), "Riksbankens erfarenheter av att publicera ränteprognoiser", Riksbanksstudier, juni.

Sveriges riksbank (2017b), Penningpolitisk rapport december 2017.

Söderström, Ulf och Andreas Westermarck (2009), "Penningpolitik när styrräntan är noll", Penning- och valutapolitik 2009:2.

Weale, Martin och Tomasz Wiedalek (2016), "What are the macroeconomic effects of asset purchases?", *Journal of Monetary Economics*, vol. 79, s. 81-93.

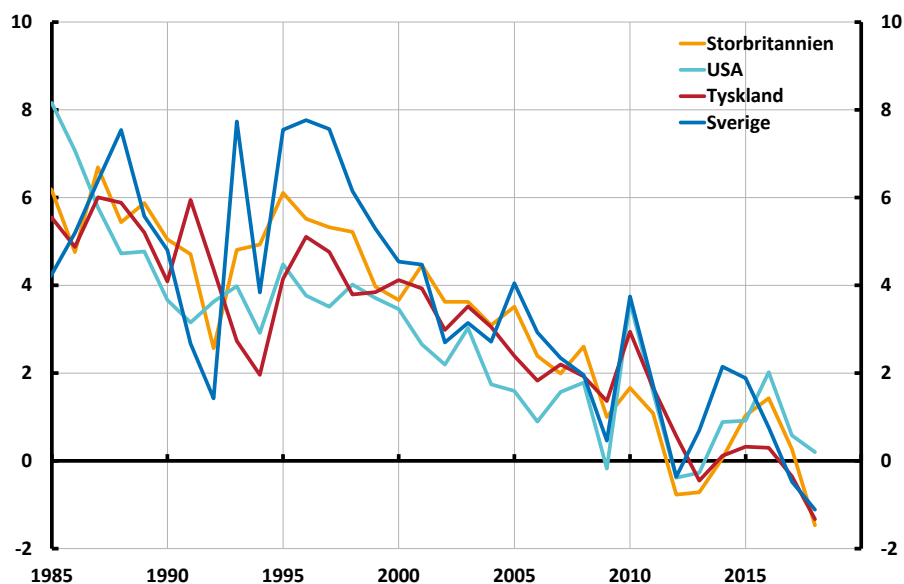
Wilkins, Carolyn A. (2018), "Choosing the Best Monetary Policy Framework for Canada", anförande vid Max Bell School of Public Policy, Montréal, Quebec, 20 november. <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2018/11/re-marks-201118.pdf>

Yates, Tony (2017), "Submission for Treasury Committee inquiry on the 'effectiveness and impact of post-2008 monetary policy – written evidence submitted by Professor Tony Yates". <http://data.parliament.uk/writtenevidence/committeeevidence.svc/evidencedocument/treasury-committee/effectiveness-and-impact-of-post2008-uk-monetary-policy/written/48288.html>

Yellen, Janet L. (2015), "Inflation dynamics and monetary policy", anförande vid The Philip Gamble Memorial Lecture University of Massachusetts, Amherst, 24 september.

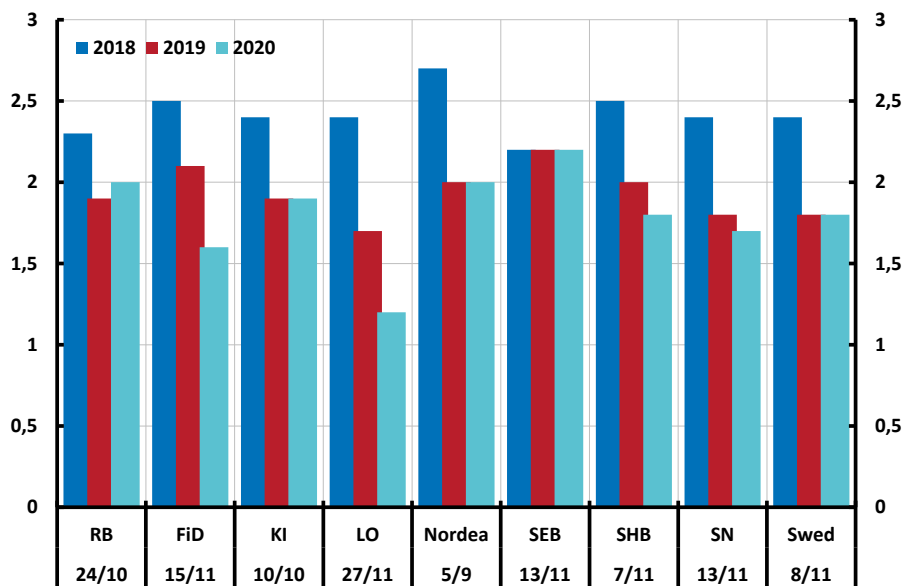
Yellen, Janet L. (2018), "Comments on monetary policy at the effective lower bound", Brookings Papers on Economic Activity, 13-14 september. https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2018/09/ES_20180910_Yellen-ELB.pdf

Diagram 1. Nedåtgående trend i globala räntor



Anm. Procent, årsdata. Statsobligationsräntor med 10 års löptid, deflaterade med KPI.
Källor: Macrobond, OECD, SCB och Riksbanken

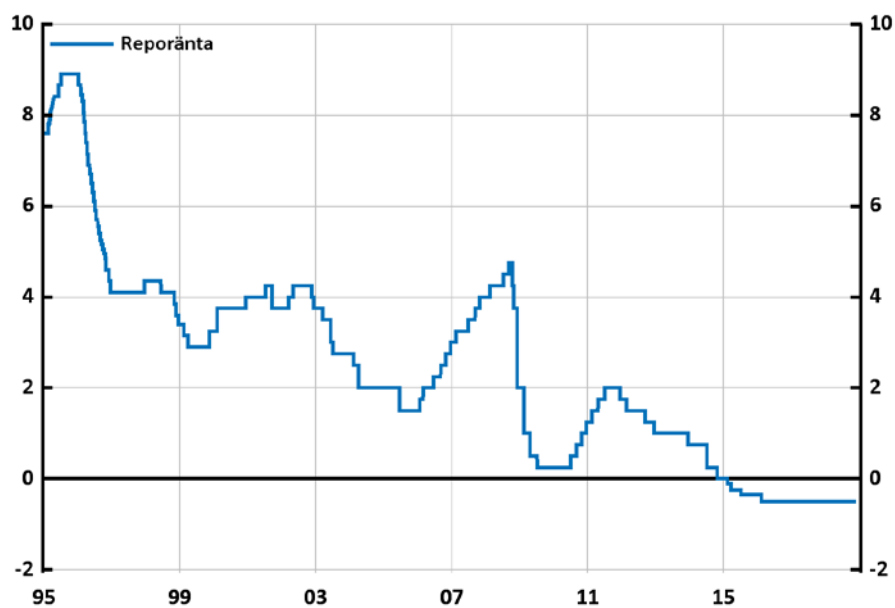
Diagram 2. BNP-prognoser från olika bedömare



Anm. Årlig procentuell förändring, årsdata. RB syftar på Riksbanken, FiD på Finansdepartementet, SHB på Handelsbanken, SN på Svenskt näringsliv och Swed på Swedbank. Datum avser den dag då prognosen publicerades.

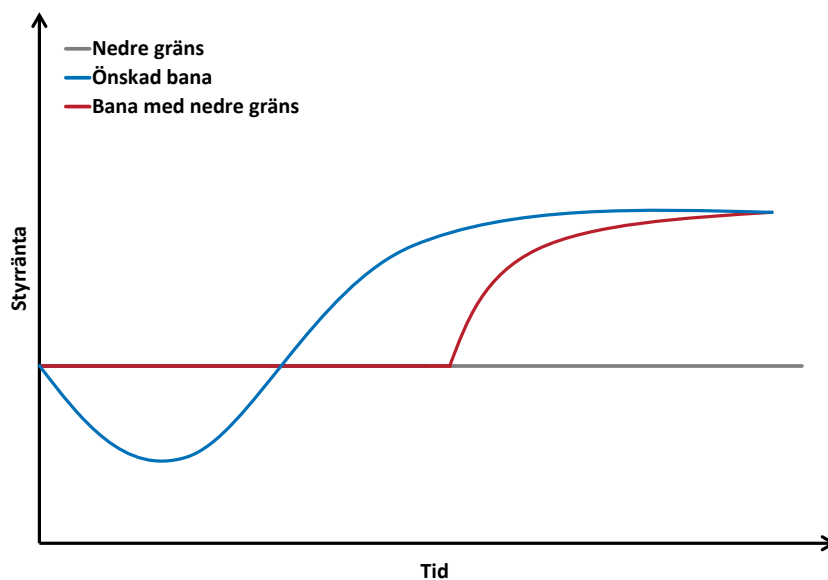
Källor: Respektive bedömare

Diagram 3. Reporäntans utveckling under inflationsmålsregimen



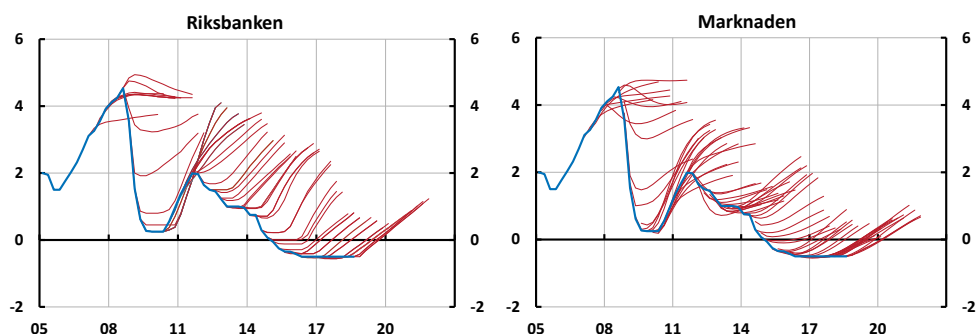
Anm. Procent.
Källa: Riksbanken

Diagram 4. Önskad räntebana och bana med nedre gräns



Anm. Konstruerat exempel.
Källa: Riksbanken

Diagram 5. Svårt att göra prognoser för styrräntan



Anm. Procent. Riksbankens prognoser för reporäntan respektive marknadens terminsräntor. Terminsräntorna är ett mått på marknadsaktörernas förväntade reporänta enligt olika derivatkontrakt. De är skattade ungefär samtidigt som reporänteprognoserna.

Källor: Thomson Reuters och Riksbanken

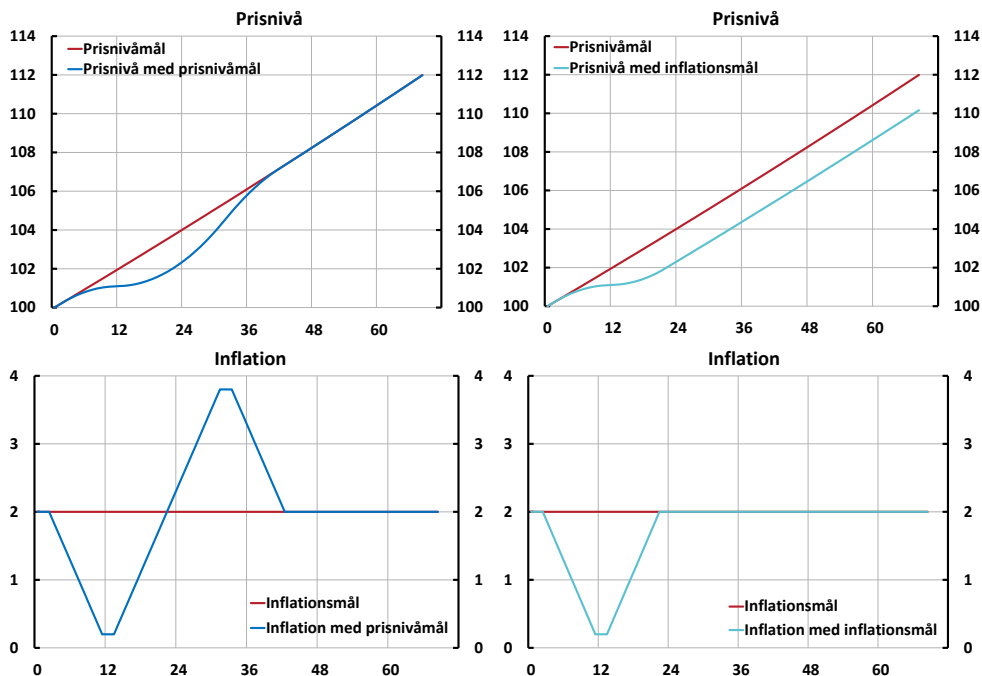
Diagram 6. Ränteskillnad mot Tyskland



Anm. Procentenheter. Ränteskillnaderna avser 10-åriga benchmark-obligationer.

Källa: Macrobond

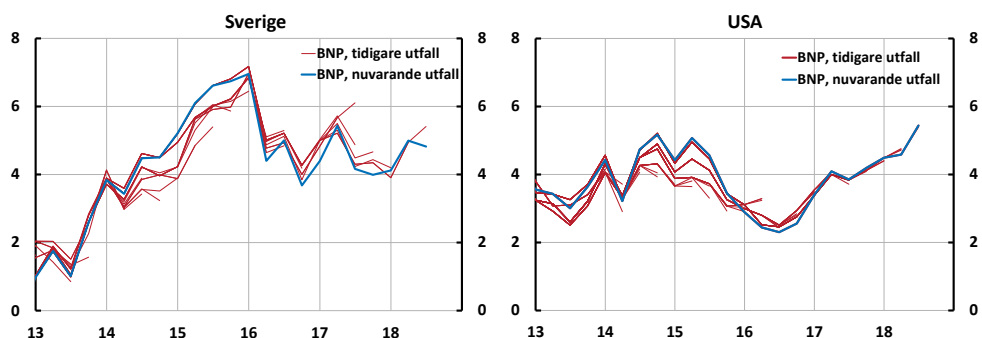
Diagram 7. Utvecklingen av prisnivå och inflation under prisnivåmål och inflationsmål



Anm. Konstruerat exempel. Vertikal axel mäter indexvärden (prisinivå) och procent (inflation). Horisontell axel mäter antal månader.

Källa: Andersson, B. och C. A. Claussen (2017), "Alternativ till inflationsmålspolitiken", Penning- och valutapolitik, 2017:1

Diagram 8. Revideringar i nominell BNP-tillväxt



Anm. Årlig procentuell förändring.

Källor: Bureau of Economic Analysis och SCB