

# En ränteduvas och inflationshöks beträktelser

Danske Bank  
3 december 2019

Per Jansson  
Vice riksbankschef



# Två delar i talet

- Hur jag ser på penningpolitiken för närvarande
  - Mina argument vid de senaste penningpolitiska mötena
  - Fördjupade resonemang om inflationsmålets roll och hur vi kommunicerar kring detta
  - Några aspekter om nedre gränsen och lång tid att nå målet
- Min syn på fördelarna med inflationsmål och rörlig växelkurs
  - Bra att påminna om, slagsida mot nackdelarna i debatten
  - Diskuterar inflationsmålets betydelse särskilt inom två områden: lönebildningen och växelkursen

# Kommunikationen har stor betydelse

- Lärdom jag lyfte i Jansson (2017): "Viktigt att inte tappa greppet om inflationen och inflationsförväntningarna"
- 2011-2014: Mycket fokus på finansiella obalanser, för lite på inflationsmålet?
  - Tänkbar tolkning: Vi hade "tappat blicken på bollen"

# 2011-2014: Stort fokus på hushållens skulder

Bostadspriserna och skuldsättningen ökar **Hushållens skulder under lupp\***

## Åtgärder för att minska riskerna med hushållens höga och växande skulder

Den senaste tidens utveckling av bostadspriser och skulder utgör ytterligare en källa till osäkerhet

Ännu ingen dämpning i hushållens skuldsättning

Hushållens skuldsättning ökar

Reporäntans effekt på hushållens skuldsättning en viktig del av bedömningen

■ Penningpolitikens effekt på hushållens skuldsättning

Hushållens skulder stiger ytterligare

Riskerna med hushållens skuldsättning måste hanteras

Denna utveckling förstärks nu och hushållens skulder som andel av deras inkomster bedöms öka mer än i tidigare bedömning. Detta ökar riskerna för att ekonomin utvecklas på ett sätt som inte är långsiktigt hållbart.

**Bostadspriser och skuldsättning fortsätter att stiga**

Jansson: Hur stoppar vi trenden i hushållens skulder? Ett arbete på flera fronter



Anm. Årlig procentuell förändring.

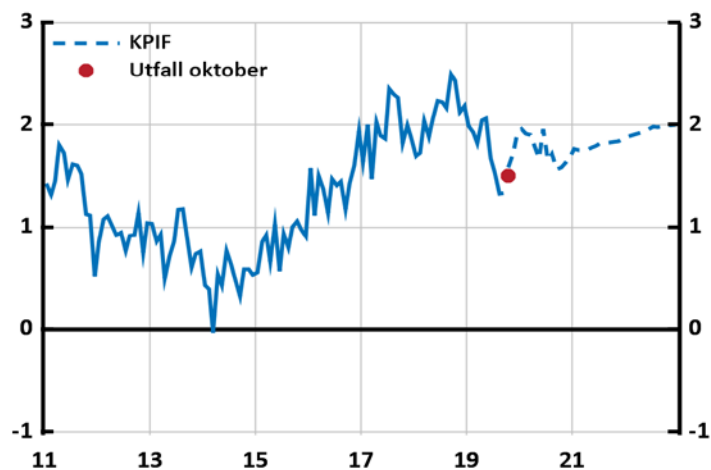
Källa: SCB

# Lärdom av intresse även nu

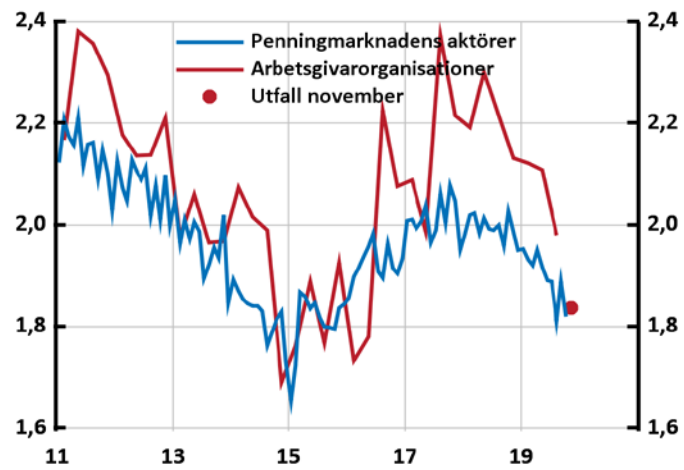
- På mötet i oktober: Rimligt att reporäntan långsamt stiger (och blir positiv på sikt), men tveksam till höjning redan i december
  - Inflationen kvar under målet i närtid, stabil på målet först i slutet av 2022
  - Går inte att identifiera några allvarliga uppåtrisker
  - Nedåtgående trend i inflationsförväntningarna (även mer långsiktiga)
  - Fed och ECB mer expansiv politik – vad betyder det?
- Tolkning bland bedömare
  - "Nollränta självändamål", "Riksbanken har insett problemen med negativ ränta" (Bloomberg, Financial Times)
  - "Högre tröskel för att sänka under noll framöver"
- Risk för tolkningen (återigen) att vi har tappat blicken på bollen
  - "Tiondelar" i sig inte viktiga men signalerna kan vara det, speciellt om förtroendet för målet står på spel

# Tveksam till höjning redan i december på oktobermötet

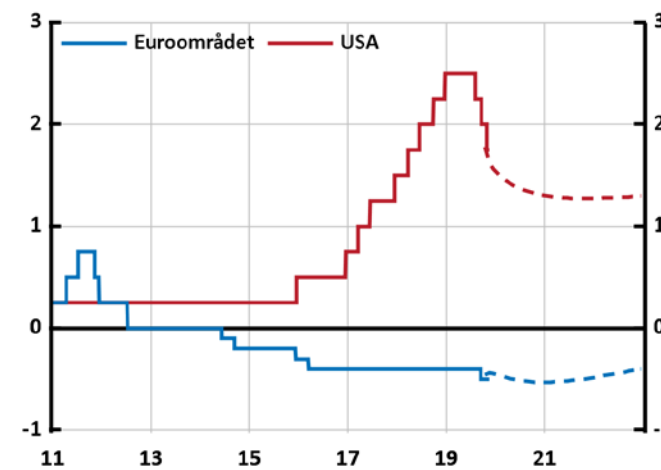
Inflationen kvar under målet i närtid, på målet först i slutet av 2022



Nedåtgående trend i långsiktiga inflationsförväntningar



Mer expansiv politik från Fed och ECB



Anm. Vänster: Årlig procentuell förändring, streckad linje avser Riksbankens prognos i oktober. Mitten: Årlig procentuell förändring. Höger: Procent, streckade linjer avser terminsräntor 2019-10-21. Terminsräntor beskriver förväntad dagslåneränta.

Källor: Kantar Sifo Prospera, Nationella centralbanker, SCB och Riksbanken

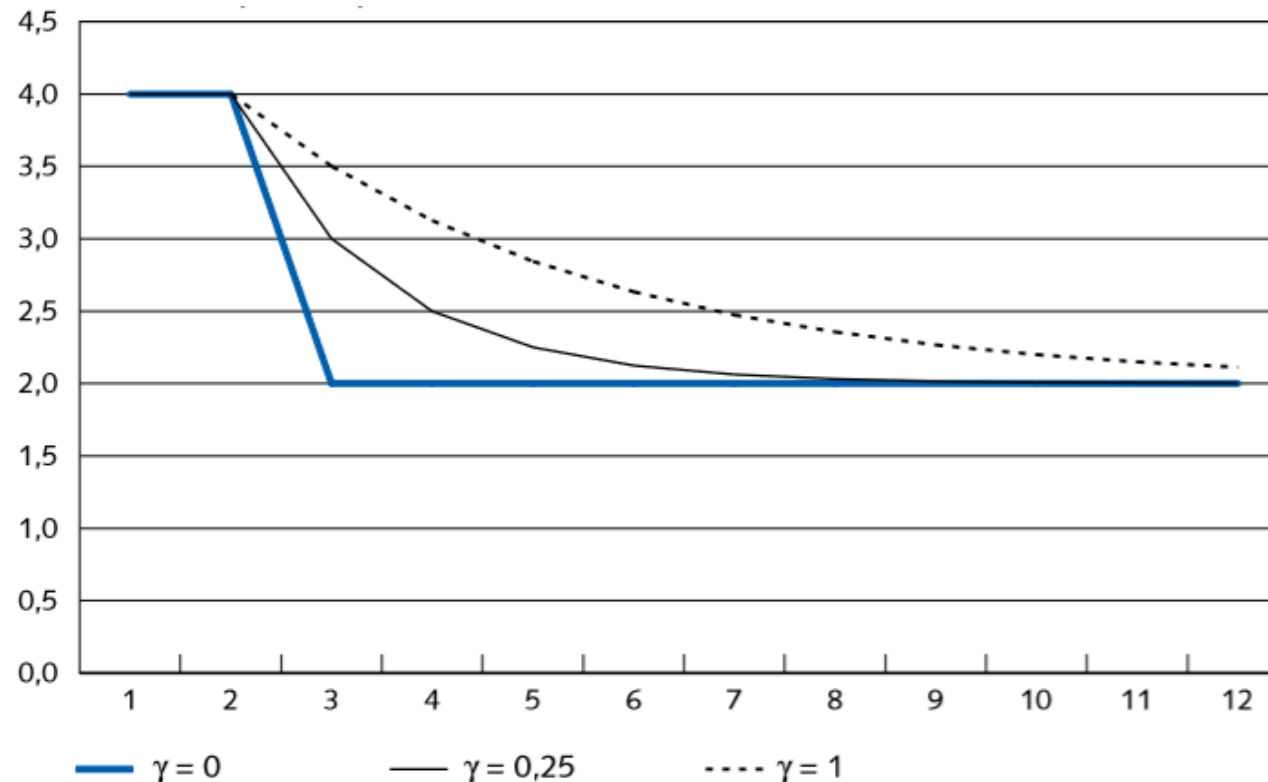
# Lärdom av intresse även nu

- På mötet i oktober: Rimligt att reporäntan långsamt stiger (och blir positiv på sikt), men tveksam till höjning redan i december
  - Inflationen kvar under målet i närtid, stabil på målet först i slutet av 2022
  - Går inte att identifiera några allvarliga uppåtrisker
  - Nedåtgående trend i inflationsförväntningarna (även mer långsiktiga)
  - Fed och ECB mer expansiv politik – vad betyder det?
- Tolkning bland bedömare
  - "Nollränta självändamål", "Riksbanken har insett problemen med negativ ränta" (Bloomberg, Financial Times)
  - "Högre tröskel för att sänka under noll framöver"
- Risk för tolkningen (återigen) att vi har tappat blicken på bollen
  - "Tiondelar" i sig inte viktiga men signalerna kan vara det, speciellt om förtroendet för målet står på spel



# Väldigt viktigt att vara tydlig med att inflationens målet styr penningpolitiken

$$L_t = (\pi_t - \pi^*)^2 + \gamma(y_t - y_t^*)^2$$



Anm. Apel, Heikensten och Jansson (2007) "Penningpolitiken och akademikerna: en studie av svensk penningpolitik med inflationsmål"  
Penning och valutapolitik 1/2007.

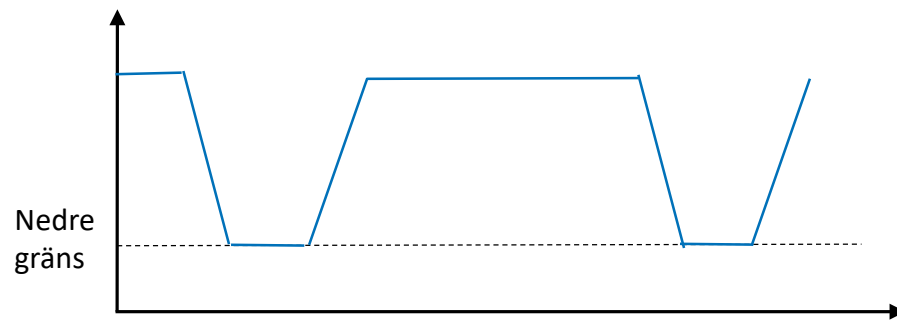
Källa: Riksbanken

# Ytterst handlar det om att undvika att förtroendet för målet försvagas

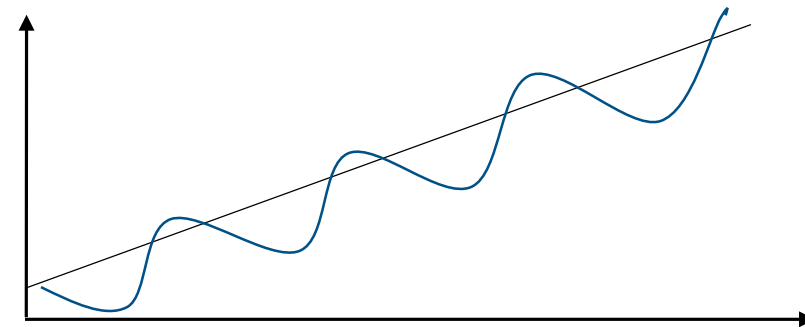
- Inflationsmålet inte "heligt" bara för sakens skull – hög inflation problematiskt (har vi lärt oss, från 70- och 80-talen), men även alltför *låg* inflation (har vi lärt oss det?)
- Skäl till att mycket låg genomsnittlig inflation ger problem
  - Svårare för lönebildningen att fördela resurser (pga. nominella lönesänkningar osannolika) – viss inflation "smörjmedel"
  - Litet avstånd till effektiv nedre gräns för styrräntan – svårare att motverka recessioner, *mer* av minusränta

# Lägre genomsnittlig inflation och styrränta gör det svårare att motverka lågkonjunkturer

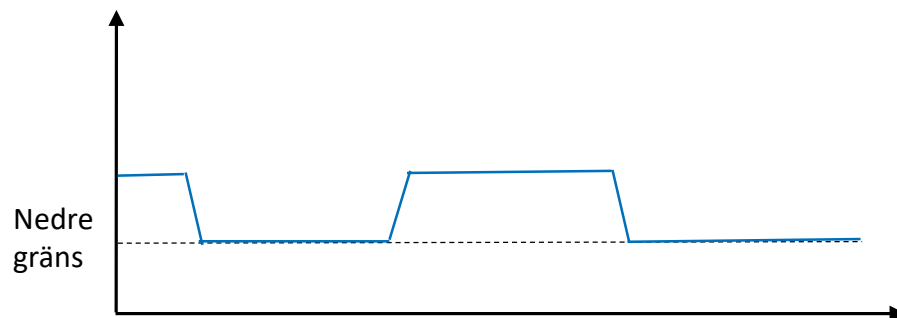
- Styrränta med 2 procent inflation



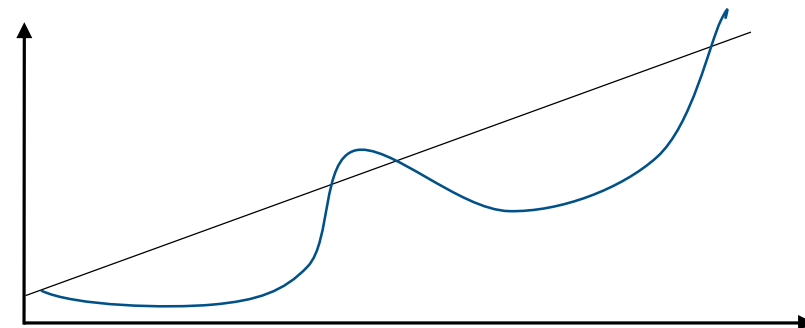
- Konjunktur med 2 procent inflation



- Styrränta med lägre inflation



- Konjunktur med lägre inflation



Anm. Principskiss.

Källa: Riksbanken

# Var går nedre gränsen för reporäntan?

- Jansson (2018): Problem med legitimitet när banksparare måste ”betala för att spara”
- Reporäntan  $-0,5$  procent under lång tid utan att detta hände
- Visst utrymme under noll som bör utnyttjas, för att undvika samhällsekonomiska kostnader

# OM det skulle ta längre tid att nå målet...

- Ett fall där det är särskilt viktigt (ännu viktigare än i det tidigare fallet) att kommunicera ändamålsenligt
- Mycket lågt globalt realränteläge
  - Utrymmet att hantera konjunkturedgångar har minskat då vi slår snabbare i styrräntans nedre gräns
  - *Kan* göra att vi någon gång hamnar i läge där vi väljer att inte göra politiken mer expansiv
- Innebär inte att vi ger upp inflationsmålet
  - Bedriver fortfarande än så expansiv politik som vi anser är möjligt
  - Vi *kan* göra mer men bedömer att det är bättre att låta det ta lite längre tid
  - Om det fungerar: På lång sikt förväntas fortfarande 2 procent, ankaret har inte släppt
- Svårt men förhoppningsvis inte omöjligt att tydliggöra i kommunikationen

# Den principiella penningpolitiska debatten

- Inflationsmålet är *Sveriges* inte *Riksbankens*
  - Bestämdes av riksbanksfullmäktige (då politiskt tillsatt beslutsfattande organ) 1993
  - Riksdagen har hela tiden stått bakom det och gör det fortfarande
- Inflationsmålet har haft betydande fördelar, men de tycks börja falla i glömska
  - Mycket fokus på nackdelarna under senare tid

# Den principiella penningpolitiska debatten

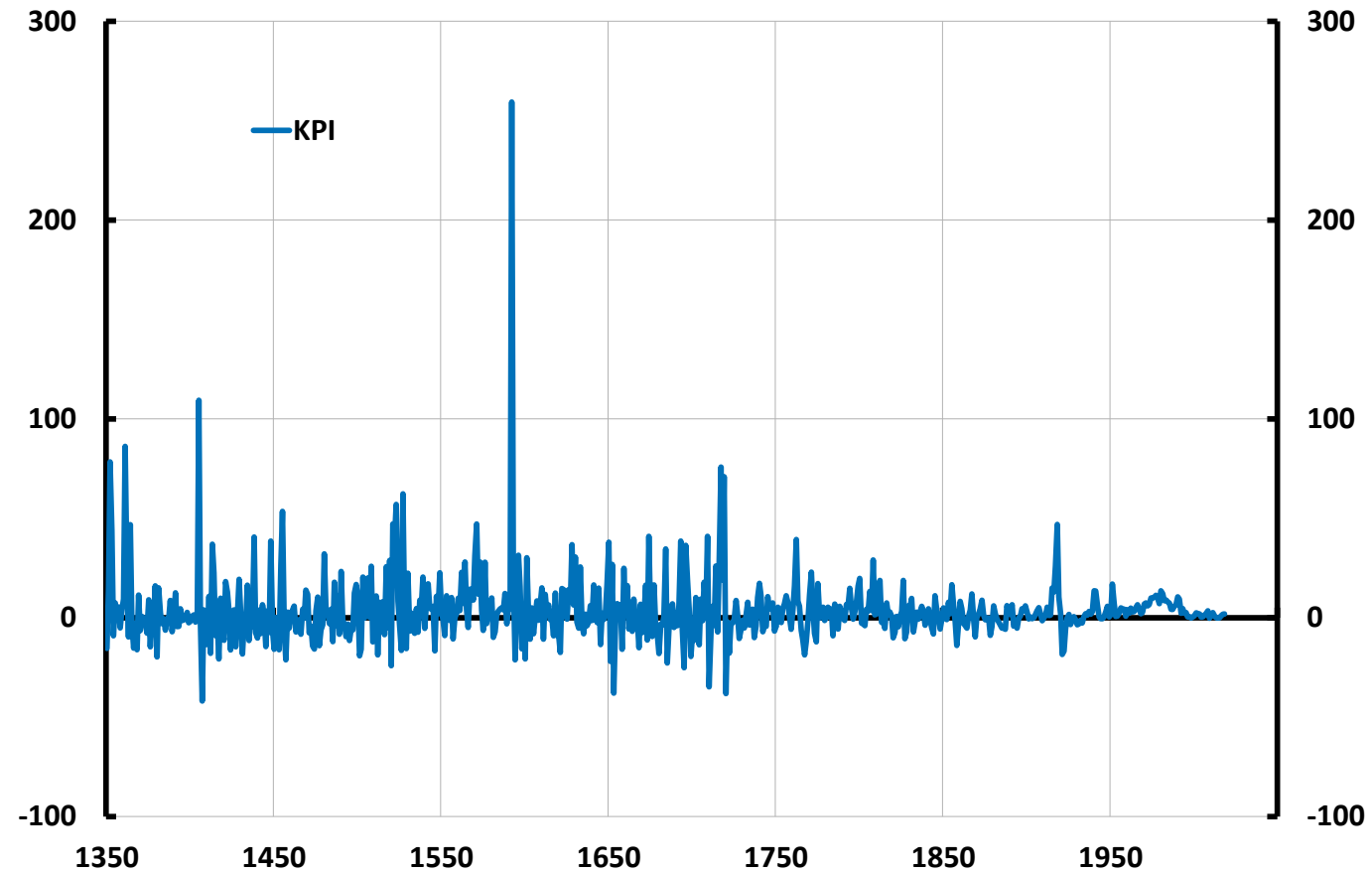
- Ofta oklart om kritik gäller den förda politiken eller målet
- Många tycker att politiken har varit för expansiv men säger sig stå bakom målet
  - De senaste åren har vi bara precis nått upp till målet, aldrig haft överdrivet hög inflation
  - En *mycket* annorlunda politik hade därför knappast varit möjlig
  - Kritiken tycks alltså ofta ändå underförstått gälla målet
- Kritiken som gäller målet handlar bland annat om
  - Lönebildningen
  - Växelkursen

# Lönebildningen

- På vissa håll
  - ”Inflationsmålet har spelat ut sin roll”
  - ”Bra för att få ned inflationen, men behövs inte längre”
  - ”Industriavtalet tillräckligt”
- Historielöst och närsynt
  - Inflationsmål stabiliserar lönebildning både vid oväntat hög och oväntat låg inflation
    - Fördel med ankare på 2 procent om inflationen om ett antal år t.ex. är 4 procent
  - Vad skulle ersätta inflationsmålet som ankare för priser och löner i hela ekonomin?
    - Etablerade sätten: inflationsmål eller fast växelkurs
    - Industriavtalet – intensiv debatt, undvik stå tomhänt!
- Viktigt analysera och diskutera samspelet mellan penningpolitiskt ramverk och formerna för lönebildningen



# Inflationen de senaste 669 åren



Anm. Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt.

Källa: SCB

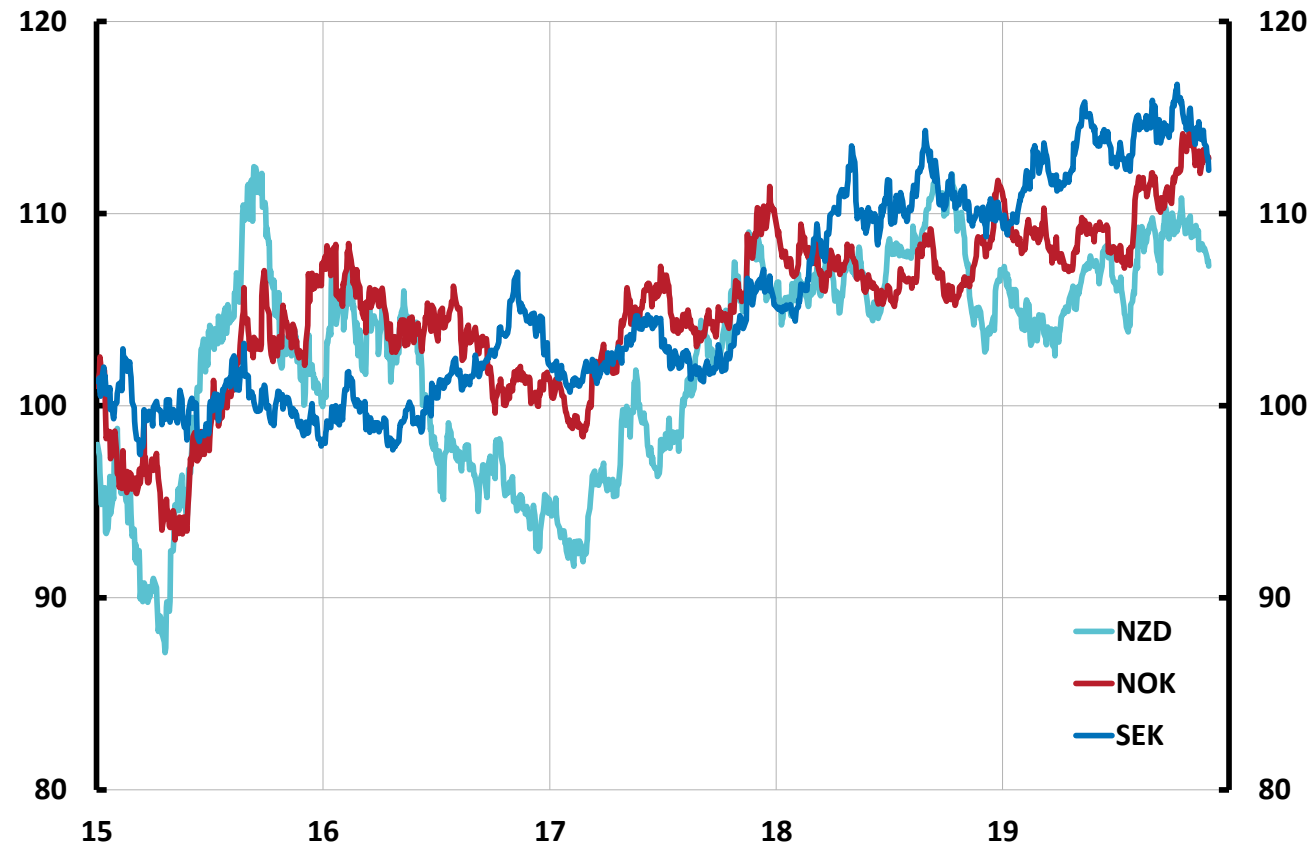
# Lönebildningen

- På vissa håll
  - ”Inflationsmålet har spelat ut sin roll”
  - ”Bra för att få ned inflationen, men behövs inte längre”
  - ”Industriavtalet tillräckligt”
- Historielöst och närsynt
  - Inflationsmål stabiliserar lönebildning både vid oväntat hög och oväntat låg inflation
    - Fördel med ankare på 2 procent om inflationen om ett antal år t.ex. är 4 procent
  - Vad skulle ersätta inflationsmålet som ankare för priser och löner i hela ekonomin?
    - Etablerade sätten: inflationsmål eller fast växelkurs
    - Industriavtalet – intensiv debatt, undvik stå tomhänt!
- Viktigt analysera och diskutera samspelet mellan penningpolitiskt ramverk och formerna för lönebildningen

# Perspektiv på kronutvecklingen

- Inflationsmål/rörlig växelkurs respektive fast växelkurs – olika strategier för att ge ekonomin ett nominellt ”ankare”
  - Erfarenheter med fast växelkurs inte goda i Sverige
- Brett stöd för inflationsmål (och rörlig växelkurs) innebär
  - Förväntan om att Riksbanken försöker upprätthålla förtroendet för målet
  - Kronan påverkas av penningpolitiken – sker via vanlig växelkurskanal
- Penningpolitiken har bidragit till en svag krona under några år men det är långtifrån hela bilden
  - Liknande trend i andra små öppna ekonomier trots högre styrränta – ger perspektiv på ”kronkollaps”

# Utvecklingen av svenska kronan, norska kronan och nya zeeländska dollarn mot euron



Anm. Växelkurs mot euron. Index, 2015 = 100. Senaste utfall avser 2019-11-29.

Källa: ECB

# Mina viktigaste budskap

- Viktigt att hela tiden vara väldigt tydlig med att inflationsmålet är styrande
  - Risk för att genomsnittlig inflation fastnar på för låg nivå
  - Svårare att använda penningpolitiken, oftare minusränta
- Diskuterat och bemött
  - "Inflationsmålet har spelat ut sin roll i lönebildningen"
  - "Kostnaderna för att ha en rörlig växelkurs har blivit för stora"
- "[D]emocracy is the worst form of Government except for all those other forms that have been tried from time to time"
  - Träffande även för inflationsmålspolitik, i varje fall än så länge