

Stormen efter lugnet – lärdomar för den penningpolitiska analysen

Jesper Hansson, Marianne Nessén och Anders Vredin*

Jesper Hansson är chef för avdelningen för penningpolitik, Marianne Nessén senior rådgivare till direktionen och Anders Vredin chef för stabsavdelningen på Riksbanken. Vredin var chef för penningpolitiska avdelningen 2003–2009, Nessén var avdelningschef 2012–2016.

Den finansiella krisen och erfarenheterna sedan dess har blottlagt en del svagheter i den penningpolitiska analysapparaten som tillämpats under inflationsmålsregimen. I denna artikel beskriver vi några av erfarenheterna och lyfter fram några områden där vi anser att det är särskilt angeläget att utvidga den penningpolitiska analysen: det finansiella systemets roll i penningpolitikens transmissionsmekanism, ekonomins utbudssida, och kopplingarna mellan penningpolitik och finanspolitik.

1 Introduktion

Underlaget för de penningpolitiska besluten, det vill säga den penningpolitiska analysen, ser i stora delar ut på samma sätt idag som före den finansiella krisen. Det har förvisso gjorts många nya analyser av olika relevanta frågeställningar, men de viktigaste beslutsunderlagen i form av penningpolitiska rapporter, eller motsvarande, har inte förändrats särskilt mycket. Vår bild är att detta är situationen inte bara i Sverige utan även i andra länder. Samtidigt visade den finansiella krisen och erfarenheterna sedan dess att underlagen, kommunikationen och analyserna behöver utvidgas i vissa avseenden. Det gäller exempelvis hur penningpolitiken påverkar inflation och den ekonomiska utvecklingen i övrigt via det finansiella systemet, den så kallade transmissionsmekanismen, och vad förändringar i denna mekanism kan ha för konsekvenser. Det senare kan exempelvis handla om hur förändringar på kredit- och tillgångsmarknader påverkar penningpolitikens genomslag, när så kallade kvantitativa lättnader (eller åtstramningar) kan vara befogade utöver ändringar i styrräntor, eller om risker för finansiell stabilitet bör beaktas i de penningpolitiska besluten. Erfarenheterna visar också att analysen i ökad utsträckning behöver fokusera på mer varaktiga, strukturella förändringar utöver de mer kortsiktiga, konjunkturella förlopp som av tradition oftast står i fokus. Sambanden mellan penningpolitiken och finanspolitiken är ytterligare ett område som inte givits tillräcklig uppmärksamhet under inflationsmålregimen. Det är inte så att dessa frågeställningar har ignorerats – tvärtom finns det gott om exempel på fördjupningar, forskningsrapporter och andra publikationer – men analyserna har inte givit särskilt stora och varaktiga avtryck i beslutsprocesserna. Utmaningen framöver är att anamma den kunskap som trots allt håller på att byggas upp och inlemma den i beslutsunderlagen.

Avsaknaden av stora förändringar i den penningpolitiska analysen trots de erfarenheter som gjorts beror enligt vår bedömning inte på att centralbanker och andra prognosmakare har en ovilja att tänka om, utan på att de nya analyser som behöver göras och de nya

* Vi vill tacka Meredith Beechey Österholm, Vesna Corbo, Mattias Erlandsson, Magnus Jonsson, Stefan Laséen, Jesper Lindé och Ulf Söderström för värdefulla och uppriktiga diskussioner. De synpunkter som framförs i artikeln är författarnas egna och behöver inte sammanfalla med de synpunkter som finns i Riksbankens direktion.

modeller som behövs för detta är genuint svåra att utveckla och anpassa till centralbankernas behov. Det finns idag ingen allmänt accepterad ny tankemått utgå från, till skillnad från när Riksbanken för ca femton år sedan anammade en tankemått för flexibel inflationsmålpolitik och började använda en uppsättning nya makromodeller speciellt anpassade för den tankemått-ramen. Men det beror också på att grundstommen i den analysapparat som tillämpats före och efter den finansiella krisen fortfarande upplevs som mycket användbar och på goda grunder anses ha tjänat penningpolitiken och samhällsekonomin väl.¹ Det finns varken hos centralbankerna själva eller hos ledande forskare på området något brett stöd för ett totalt nytänkande. Den så kallade inflationsmålpolitiken uppfattas överlag som en framgångsrik penningpolitisk strategi. Exempelvis var inflationen i Sverige decennierna före inflationsmålet infördes i genomsnitt 8 procent.² Den genomsnittliga inflationen är nu väsentligt lägre. Räknat som ett genomsnitt under perioden mellan januari 1995 och oktober 2018 är den 1,3 procent i termer av konsumentprisindex (KPI) och 1,6 procent om man istället ser till KPI med fast ränta, KPIF.

Den svenska utvecklingen avspeglar en internationell trend mot lägre och stabilare inflation så det vore missvisande att påstå att inflationens utveckling i Sverige helt är ett resultat av Riksbankens framgångar eller tillkortakommanden. Under 1990-talet ändrades också ramverket för lönebildningen, som manifesterades i det så kallade Industriavtalet 1997, och finanspolitiken i Sverige fick ett ökat fokus på långsiktigt hållbara offentliga finanser. Som en konsekvens av den så kallade budgetsaneringen under första hälften av 1990-talet stärktes den offentliga sektorns strukturella sparande med motsvarande 7 procent av bruttonationalprodukten (BNP) mellan 1994 och 1998.³ Finanspolitiken reformerades även i många andra EU-länder efter Maastrichtfördragets implementering. Perioden från mitten av 1980-talet fram till 2008 betecknas i den internationella ekonomisk-politiska diskussionen ofta som "Det stora lugnet" ("the Great Moderation").⁴ Efter 1970-talets problem med stagflation, det vill säga hög inflation kombinerat med låg tillväxt, föll inflationen till låga och stabila nivåer samtidigt som den ekonomiska tillväxten var god.

Denna lugna period avslutades inledningsvis i USA under 2007 och övergick sedan i "the Great Recession" 2008, då den internationella finansiella krisen drog fram som en storm över stora delar av världsekonomin – "stormen efter lugnet". Centralbanker och regeringar världen över vidtog kraftfulla åtgärder i syfte att mildra effekterna av den finansiella krisen på inflation, tillväxt och sysselsättning. Sverige tillhörde länderna med störst fall i BNP och Riksbanken och andra myndigheter var mycket aktiva. Reporäntan sänktes från 4,75 till 0,25 procent inom loppet av 7 månader från oktober 2008 till april 2009 samtidigt som Riksbanken lånade ut stora mängder utländsk valuta och svenska kronor till bankerna för att stabilisera finanssektorn och förhindra en kreditåtstramning.

Det har nu gått 10 år sedan den ekonomiska "stormen" under hösten 2008. Det kan konstateras att återhämtningen efter den finansiella krisen har varit mycket trögare än väntat, både i Sverige och globalt, trots mycket kraftfulla åtgärder från centralbanker och regeringar (se Berg m.fl. 2018). Någon normalisering av penningpolitiken, åtminstone i Europa, har ännu inte skett. Någon ny konsensus om hur penningpolitik bäst bör bedrivas finns heller inte på samma sätt som under "Det stora lugnet". När den finansiella krisen spreds över världen 2007–2008 övergavs inte inflationsmålpolitiken, men de förhållandevis enkla principer för räntestyrning som hade etablerats under "Det stora lugnet" behövde snabbt kompletteras med andra åtgärder.

I denna artikel ger vi en översiktlig bild av penningpolitiken och erfarenheterna i Sverige och i andra länder under det senaste dryga decenniet. Vi diskuterar vilka frågor den penningpolitiska analysen har brottats med och lyfter fram några områden som vi

1 Se Galí (2018) och Lindé (2018) för färskare beskrivningar av analysramverket.

2 Genomsnittet under 1973–1992 för den årliga procentuella förändringen i KPI.

3 Strukturellt sparande i offentlig sektor, procent av potentiell BNP enligt Konjunkturinstitutet (2018).

4 I Sverige började den stabilare utvecklingen först en bit in på 1990-talet.

tror kommer behöva ägnas mer uppmärksamhet i framtiden. När vi gör det kommer vi att peka på områden där den analysapparat som blev dominerande under ”Det Stora Lugnet” behöver kompletteras. Den utgick ofta från en starkt förenklad syn på hur det finansiella systemet fungerar, på centralbankens roll och på vad som ska räknas in i begreppet penningpolitik. Den var därtill framtagen för att främst förstå kortsiktiga fluktuationer i den ekonomiska utvecklingen, och där mer långsiktiga och strukturella fenomen inte lika lätt kunde analyseras. Och finanspolitiken fanns oftast inte med, vilket innebar att dess effekter på den ekonomiska utvecklingen fick för lite uppmärksamhet. På dessa tre områden behövs fördjupade analyser.

Syftet med denna artikel är inte i första hand att göra någon ny utvärdering av *penningpolitiken* utan att beskriva några utmaningar för den *penningpolitiska analysen*.⁵ En vanlig bild både i Sverige och utomlands är att centralbankerna och penningpolitiken misslets av bristfälliga modeller av makroekonomin. Det har dock gjorts noggranna studier som talar för att den kritiken är missvisande.⁶ Vi anser ändå att vi som varit ansvariga för den penningpolitiska analysen har skäl att vara självkritiska och mot bakgrund av de erfarenheter som gjorts dra några slutsatser om på vilka områden analysen behöver förbättras. Artikeln är bara ett inspel till en diskussion och för att komma vidare behövs förstås djupare analyser. Vi fortsätter i nästa avsnitt med att beskriva utvecklingen av inflationen och penningpolitiken i Sverige, USA och euroområdet under det senaste dryga decenniet. Denna redogörelse hjälper oss att illustrera några av de områden där vi menar att den enkla tankeramen för inflationsmålpolitik behöver utvecklas och kompletteras.

2 Låg inflation trots låg ränta och god genomsnittlig tillväxt

Diagram 1 visar utvecklingen av inflationstakten i Sverige, euroområdet och USA från 2000 till 2017.⁷ För Sverige avses KPIF som under denna period ännu inte var målvariabel men som blev alltmer viktig som vägledning för räntebesluten i takt med att det blev mer och mer tydligt att de direkta effekterna på KPI av ränteförändringar skymde den mer trendmässiga utvecklingen av inflationen.⁸ För euroområdet och USA redovisas inflationen enligt respektive centralbanks målvariabel, HIKP och deflatorn för privat konsumtion. Inget av dessa mått påverkas direkt av ränteförändringar som det svenska KPI. Av diagrammet framgår att det finns skillnader i utvecklingen – inflationen var lägre i Sverige under 2004–2007 och 2011–2013 – men också tydliga gemensamma drag. Inflationstakten toppade 2008 innan den finansiella krisen bröt ut på allvar. Därefter följde flera år med en nedåtgående trend i inflationstakten. Särskilt under 2014 och 2015 blev inflationen i alla dessa valutaområden oväntat och oönskat låg. Sedan dess har dock inflationen åter stigit.

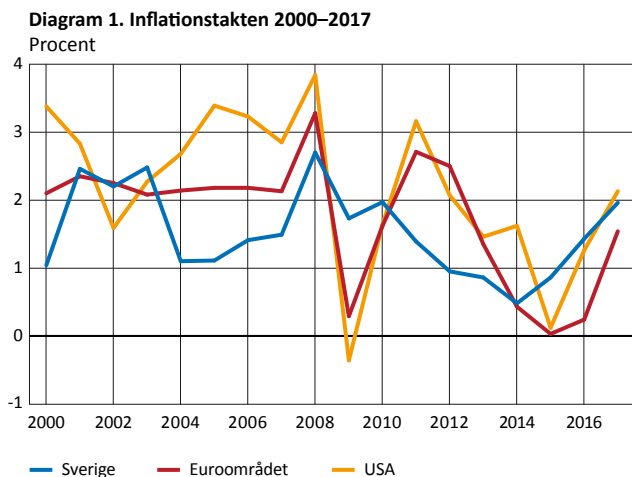
Den nedåtgående trenden i inflationstakten skulle vara lättare att förstå om den sammanfallit med ovanligt svag tillväxt och fallande resursutnyttjande. Men som framgår av Diagram 2 var tillväxten i BNP några år efter den finansiella krisen jämförelsevis god. Den genomsnittliga tillväxten under perioden 2014–2015 var ca 3,5 procent i Sverige, dryga 2,5 procent i USA, och ca 2 procent i euroområdet. Visserligen var resursutnyttjandet fortfarande lägre än normalt 2014–2015 enligt exempelvis OECD:s bedömning, men det höll på att förbättras efter en svag utveckling 2012–2013.

5 För utvärderingar av penningpolitiken i Sverige, se Goodhart och Rochet (2011), Bryant m.fl. (2012) och Goodfriend och King (2016).

6 För svenska studier se Iversen m.fl. (2016) som visar att Riksbankens modellprognoser varit mer träffsäkra än de publicerade prognoserna. En tidigare studie av Adolfson m.fl. (2007) kom till liknande resultat. Lindé och Reslow (2017) visar att Riksbankens publicerade prognoser på medellång sikt mestadels baseras på bedömningar snarare än på modellprognoser.

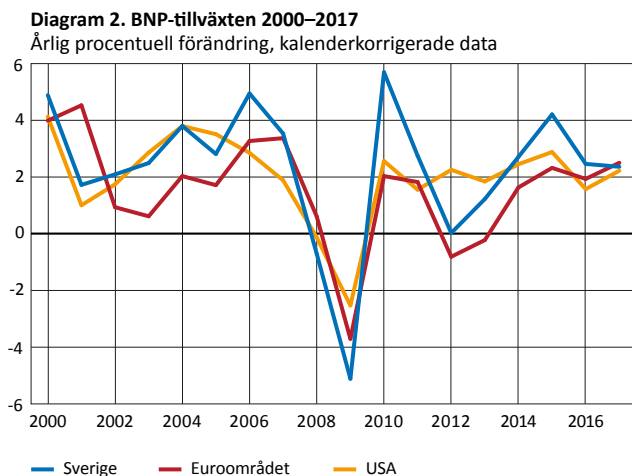
7 Tillsammans utgör euroområdet och USA drygt hälften av Sveriges handelsviktade omvärld.

8 Fram till september 2017 var KPI den officiella målvariabeln. Men i och med att KPI påverkats så mekaniskt och starkt av det senaste decenniets stora ränterörelser har penningpolitiken i praktiken väglett av KPIF. Se Sveriges riksbank (2016).



Anm. För Sverige avses KPIF, för euroområdet används HIKP och för USA deflatorn för privat konsumtion.

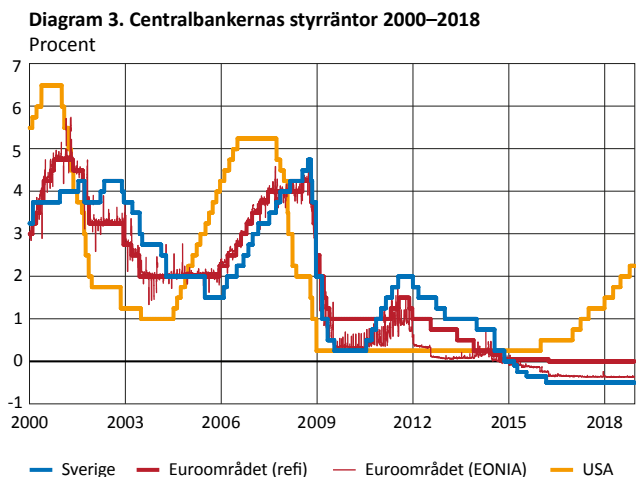
Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och SCB



Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och SCB

Den nedåtgående trenden i inflationstakten har också varit oväntad givet den mycket expansiva penningpolitik som bedrivits alltsedan den finansiella krisen. Diagram 3 visar utvecklingen av styrräntorna i Sverige, euroområdet och USA. Återigen finns likheter i utvecklingen. Under högkonjunkturen före den finansiella krisen höjdes styrräntorna successivt under några år för att toppa i spannet 3–5 procent. Därefter sänktes som bekant styrräntorna kraftigt under 2008–2009 och de har sedan dess legat kvar på historiskt låga nivåer. I USA höll Federal Reserve styrräntan kvar på 0,25 procent i nästan 7 år, från december 2008 ända fram till slutet av 2015, varefter försiktiga höjningar inleddes. Riksbanken och (i mindre utsträckning) ECB höjde styrräntorna 2010–2011 för att därefter sedan sänka dem igen när den statsfinansiella krisen i euroområdet fördjupades. När inflationen under 2014 och 2015 fortsatte att sjunka sänkte både Riksbanken och ECB styrräntorna under noll. Sedan 2015 har Riksbanken genom den negativa räntan en lägre styrränta än Federal Reserve men ungefär samma nivå som ECB.

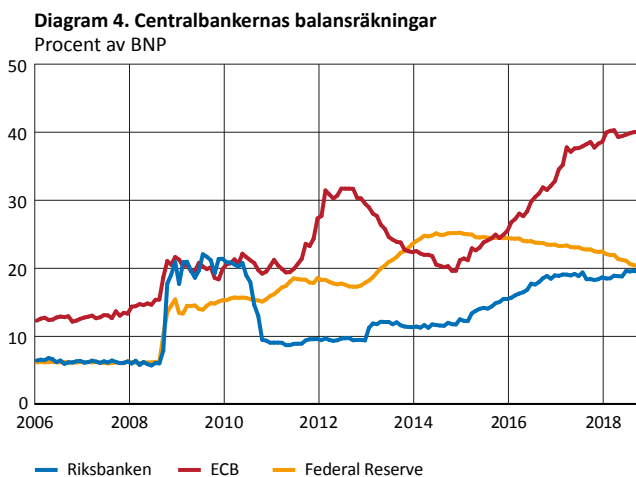
För att få en mer heltäckande bild av penningpolitiken och graden av penningpolitisk stimulans behöver vi dock beakta ytterligare tre förhållanden.



Anm. För Sverige avses reporäntan, för euroområdet refi och dagslåneräntan EONIA eftersom den senare sedan 2009 systematiskt har underskrivit styrräntan refi, samt för USA taket i spannet för Fed Funds Target Rate.
Källor: Macrobond och nationella centralbanker

2.1 Det finns fler penningpolitiska instrument än räntan

För det första – penningpolitik är inte bara förändringar i styrräntan. Under den finansiella krisen började flera centralbanker bedriva penningpolitik genom olika åtgärder som fått omslutningen på balansräkningen att öka. Diagram 4 visar omslutningen på centralbankernas balansräkningar i procent av BNP i de tre studerade valutaområdena. Riksbanken, ECB och Federal Reserve ökade kraftigt storleken på sina balansräkningar i slutet av 2008, inledningsvis främst genom olika slags utlåningsprogram riktade till banker. Federal Reserve lånade även ut till andra finansiella intermediärer samt köpte statsobligationer och bostadsobligationer som garanterades av statliga aktörer. Federal Reserves balansomslutning stannade kvar på hög nivå och ökade till och med ytterligare fram till och med 2014 till följd av fortsatta tillgångsköp. Riksbankens balansomslutning sjönk under hösten 2010 när de stora ett-åriga fasträntelånen till bankerna betalades tillbaka. En motsvarande utveckling ser man i ECB:s balansräkning under 2013 och 2014 då stora lån utgivna till europeiska affärsbanker betalades tillbaka. Sedan början av 2015 har dock Riksbankens och ECB:s balansräkningar åter ökat till följd av stora köp av statsobligationer.



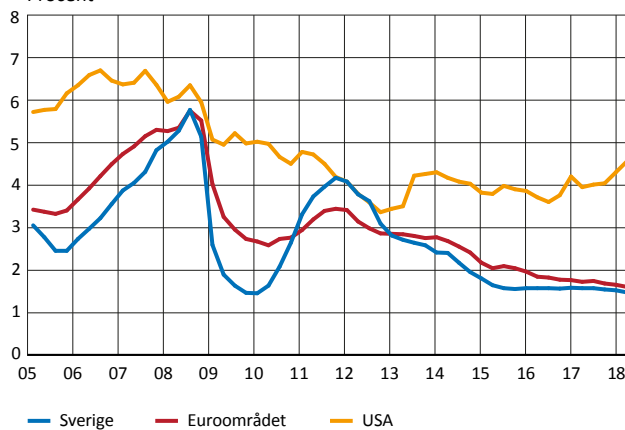
Källor: ECB, Federal Reserve och Riksbanken

2.2 En viss nivå på styrräntan kan ha olika effekt

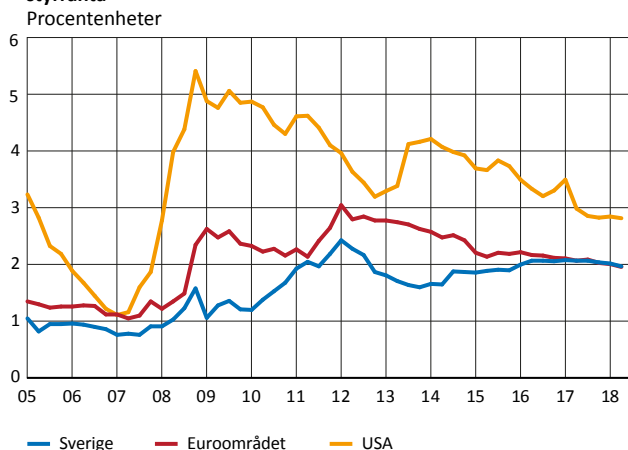
För det andra – för att beskriva den penningpolitik som bedrivits och vilken slags effekt som penningpolitiken rimligen haft på ekonomin behöver vi även se hur sluträntor till företag och hushåll utvecklats samt hur kreditgivningen sett ut. Under den finansiella krisen blev det extra tydligt att en viss given nivå på styrräntan kunde vara förknippad med olika nivåer på sluträntor och kreditutvecklingen. Detta var förstås inget nytt fenomen, men det blev särskilt tydligt under finanskrisen.

En illustration av detta ges i Diagram 5, som visar utvecklingen av de räntor som hushåll i de tre valutaområdena möter, Diagram 6 som visar skillnaden mellan dessa räntor och respektive centralbanks styrränta, och Diagram 7 som visar hur kreditgivningen till hushållssektorn utvecklats. Studerar man först hushållsräntorna i Diagram 5 ser vi dels att de är högre än centralbankernas styrräntor, dels att skillnaden dem emellan inte ser ut som skillnaden mellan styrräntor. I Diagram 6 illustreras detta på ett annat sätt i form av skillnaden mellan hushållsräntan och styrräntan. Dessa så kallade ”spreadar” steg kraftigt under den akuta fasen av den finansiella krisen 2008–2009, särskilt i USA. I euroområdet och Sverige fortsatte de att stiga till följd av bland annat den europeiska skuldkrisen. Spreadarna har sedan dess minskat – till följd av bland annat centralbanksåtgärder – men inte tillbaka till de nivåer som rådde 2007. Till sist, kreditgivningen till hushåll, som visas i Diagram 7, bromsade in under 2008 och 2009, särskilt i USA och euroområdet. Men medan kreditgivningen i USA efter några år började att växa igen har kreditgivningen till hushållen i euroområdet haft en mycket svag utveckling. I Sverige har kredittillväxten varit mycket mer stabil, och hållit sig i intervallet 5–10 procent.

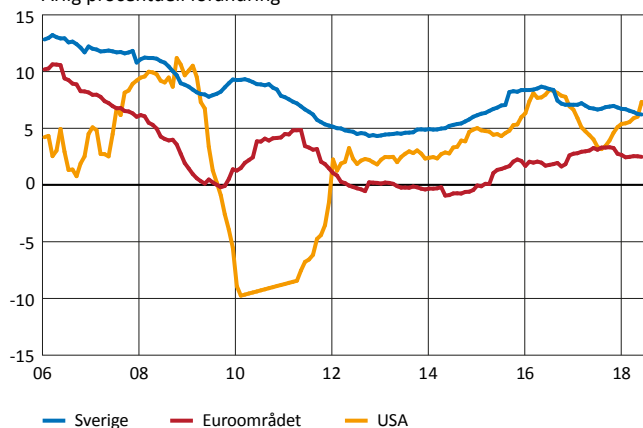
Diagram 5. Räntor på nyutlåning till hushåll, bostadslån med kort räntebindningstid
Procent



Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 6. Skillnad mellan hushållsräntor och centralbankens styrränta

Anm. Skillnad mellan bolåneränta med kort räntebindningstid och styrränta.
Källor: Macrobond och Riksbanken

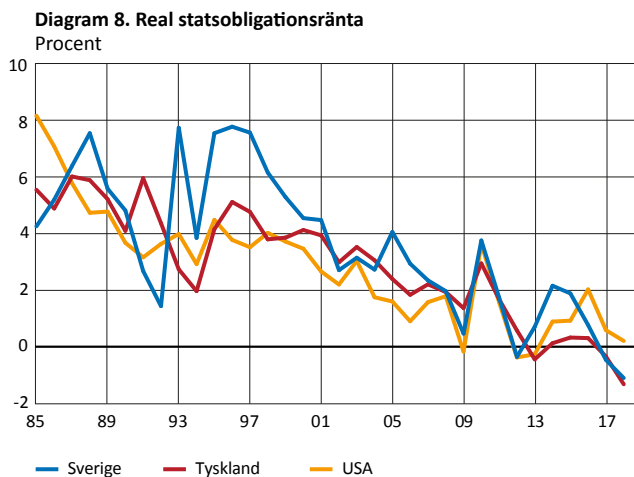
Diagram 7. Kreditgivning till hushåll
Årlig procentuell förändring

Anm. Hushållens totala skulder till banker och andra monetära finansiella institut.
Källor: Macrobond och Riksbanken

Vad dessa bilder förmedlar är att transmissionsmekanismen och graden av penningpolitisk stimulans (eller dess motsats) inte bara fångas av nivån på centralbankernas styrräntor. Ett exempel gäller kreditgivningen till hushåll och räntorna på den under 2013–2015 i Sverige respektive euroområdet. Trots att den svenska styrräntan var högre än den i euroområdet var de räntor som svenska hushåll mötte lägre, och kreditgivningen växte snabbare än i euroområdet. Kredittillväxten påverkas både av efterfrågan på krediter, som påverkas av konjunkturen och penningpolitiken, och utbudet på krediter som också kan påverkas av penningpolitikens inriktning. Svag konjunktur i euroområdet kan vara en del av förklaringen till den svaga kredittillväxten, men även utbudet spelar sannolikt en viktig roll. Transmissionsmekanismen påverkas alltså starkt av faktorer som påverkar bankernas räntesättning på lån och på deras kreditgivning, utöver centralbankens styrränta. Det kan handla om olika riskpremier som investerare kräver och om tillståndet hos banker och andra finansiella intermediärer, och vi återkommer till dessa frågor i avsnitt 3.

2.3 Det allmänna ränteläget har sjunkit under de senaste decennierna

För det tredje – en diskussion av penningpolitikens expansivitet behöver även ta upp den nedåtgående trenden i globala realräntor under de senaste decennierna. Det internationella ränteläget har sjunkit trendmässigt under flera decennier vilket även smittat av sig på det svenska ränteläget, se Diagram 8. Från nivåer kring 5–7 procent under 1980-talet har realiserade realräntor för statsobligationer med lång löptid fallit till ca 2 procent före finanskrisen och på senare år ända ner till omkring noll procent eller lägre. I grund och botten handlar en fallande ränta om att utbudet av sparande är högre än efterfrågan. En omfattande forskningslitteratur har växt fram under senare år som i detalj studerat faktorer som påverkar utbudet respektive efterfrågan. Faktorer som ofta lyfts fram är fallande produktivitet, åldrande befolkning, ökande inkomstklyftor och brist på säkra tillgångar (se till exempel Del Negro m.fl. 2017 och Ingves 2017). För en liten öppen ekonomi som Sverige kan det vara särskilt betydelsefullt att realränteutvecklingen i olika länder verkar bli mer och mer synkroniserad, där utvecklingen i USA blir alltmer vägledande (se Del Negro m.fl. 2018). Globala realräntor har alltså fallit under de senaste decennierna, men det är först efter den finansiella krisen som denna utveckling har uppmärksamats på allvar i policysammanhang, och som ett huvudskäl till att centralbankernas styrräntor är så låga och, under senare år, till och med negativa.



Anm. Nominell statsobligationsränta med 10 års löptid, deflaterad med KPI.
Källor: Federal Reserve, Macrobond och Riksbanken

2.4 Vad kan vi lära oss av utvecklingen?

Vad kan vi lära oss av utvecklingen under det senaste dryga decenniet? En första observation tar sin utgångspunkt i inflationsutvecklingen, som alltså blivit väsentligt lägre än man haft anledning att tro mot bakgrund av den mycket expansiva penningpolitik som bedrivits i Sverige och i de stora ekonomierna under större delen av perioden. Eftersom penningpolitik påverkar inflationen främst via efterfrågan ligger det nära till hands att se det oväntat svaga inflationstrycket som en effekt av olika förändringar på ekonomins utbudssida. Fenomen som digitalisering och globalisering har ofta diskuterats som tänkbara förklaringar, men i avsaknad av tydliga forskningsresultat på området har det varit svårt att diskutera sambanden annat än på ett principiellt plan. Det finns dock ny forskning på området och det blir viktigt för centralbanker att följa den.⁹

⁹ Se till exempel de uppsatser som presenterades i Jackson Hole 2018 (se Federal Reserve Bank of Kansas City 2018).

En andra observation – som vi redan varit inne på – gäller penningpolitikens genomslag, det vill säga hur förändringar i styrräntan och andra centralbanksåtgärder fortplantar sig genom det finansiella systemet och till sist påverkar de räntor som spelar roll för den ekonomiska utvecklingen. Den finansiella krisen och de åtgärder som vidtagits med anledning av den har gjort det uppenbart att man inte kan räkna med att den penningpolitiska transmissionsmekanismen är helt stabil. För att löpande kunna ta hänsyn till detta i den penningpolitiska analysen krävs fokus på hur finansiella tillgångar och risk prissätts, hur banker och andra finansiella intermediärer agerar och hur sambanden påverkas av olika finansiella friktioner. Med finansiella friktioner menar vi exempelvis asymmetrisk information och "agency costs", se Adrian och Liang (2018) eller Finocchiaro och Grodecka (2018) för en diskussion. Som vi återkommer till nedan har de flesta makromodeller och enklare tumregler som använts för praktisk penningpolitisk analys en starkt förenklad beskrivning av finansiella marknader, och oftast ingen explicit roll för finansiella intermediärer. Man kan säga att dessa modeller antar att finansiella marknader är "perfekta", där friktioner inte behöver modelleras. Utvecklingen det senaste decenniet visar dock att denna förenkling behöver överges om effekterna av till exempel ändrade förhållanden mellan styrräntor och sluträntor eller effekter av centralbankens köp av statspapper ska kunna analyseras.¹⁰ Studien av Cai m.fl. (2018) visar också i en prognosutvärdering av de modeller som används på Federal Reserve Bank of New York att modeller som inkluderar finansiella friktioner gjort bättre prognoser än modeller som saknar dem.

En tredje observation: en fundamental svårighet när man studerar ekonomiska förlopp är att skilja mellan tillfälliga ("konjunkturella") störningar och sådana av mer varaktig ("strukturell") natur. Den nedåtgående trenden i globala realräntor som vi diskuterade ovan är ett exempel på en långsiktig strukturell förändring som har gjort kortsiktsanalyserna mer komplicerade, men det finns flera. Teknologiska förändringar, ökad internationell handel och ökad rörlighet för kapital och arbetskraft över nationsgränser de senaste decennierna har bidragit till ökad konkurrens och en "globalisering" som påverkat inflation, lönebildning och finansiella marknader utöver de mekanismer och kortsiktiga fluktuationer som man förknippar med vanliga konjunkturcykler. De modeller som utvecklades för penningpolitisk analys under "Det stora lugnet" bygger på forskning som huvudsakligen syftat till att förstå ekonomiska fluktuationer, det vill säga variationer i data runt dessa trender. Dessa modeller är med andra ord inte avsedda att använda för att studera brott i trender eller andra varaktiga strukturella förändringar.

En fjärde observation – till denna lista av områden som behöver belysas bättre för att man ska kunna förstå penningpolitikens effekter hör kopplingarna mellan penningpolitiken och finanspolitiken. Vi konstaterade ovan att det penningpolitiska regelverket i Sverige reformerades ungefär samtidigt med finanspolitiken. På samma sätt som en mer statsfinansiellt hållbar finanspolitik kan ha bidragit till att dämpa inflationen när reformerna genomfördes, kan den också ha bidragit till den låga inflationen på senare år. När båda politikområdena reformerades under 1990-talet var dock inte frågor om kopplingar mellan penning- och finanspolitiken prioriterade. Erfarenheterna av aktiv stabiliseringspolitik på 1970- och 1980-talen var huvudsakligen negativa. Ambitionen var att utforma nya regelverk för varje område för sig. Ett inflationsmål infördes, uppgiften att upprätthålla ett fast penningvärde lagfästes och Riksbanken fick ökad självständighet. På finanspolitikens område infördes en ny lag för statsbudgeten (budgetlagen), kommunalt balanskrav och något senare ett överskottsmål för de offentliga finanserna. Inflationsmålet och överskottsmålet uppfattades båda som ambitiösa men också oberoende av varandra. Riksbankens självständighet och instruktionsförbudet har medfört att politiker avhållit sig från att recensera

¹⁰ Antagandet om stela priser och löner – en "friktion" på ekonomspråk – är ett centralt antagande i ny-keynesianska modeller, och en anledning till att penningpolitik antas ha reala effekter. Det borde vara lika naturligt att explicit ha med friktioner på de finansiella marknaderna (i den mån de bedöms vara av betydelse). Se vidare i till exempel Woodford (2012).

penningpolitiken, och Riksbanken har heller inte kommenterat finanspolitiken. Dessa skarpa gränser mellan penning- och finanspolitik kan visa sig svårare att upprätthålla framöver, både i Sverige och i andra länder. Exempelvis närmar sig centralbankernas "okonventionella" åtgärder finanspolitiken om man tar på sig ökad kreditrisk, och frågor om penningpolitikens fördelningseffekter ställs allt oftare. Samtidigt bör utrymmet för kontracyklisk finanspolitik rimligen öka i takt med att de offentliga finanserna blir mer robusta. Dessutom innebär den lägre globala räntenivån att Riksbankens och andra centralbankers styrräntor oftare kommer att nå den effektiva nedre gränsen framöver. Även om det finns andra penningpolitiska instrument innebär det att kontracyklisk finanspolitik kan bli viktigare för att stabilisera ekonomin framöver.

Det går alltså att identifiera ett antal utvecklingsområden för den penningpolitiska analysen som vi menar borde vara prioriterade. I nästa avsnitt diskuterar vi några av dem lite mer i detalj.

3 Lärdomar för penningpolitisk analys – vilka frågor behöver mer fokus framöver?

3.1 Fördjupad förståelse för den finansiella sektorn och dess roll i den penningpolitiska transmissionsmekanismen

Standardmodellerna för analys av penningpolitik i en inflationsmålsregim utgår vanligen från ett förenklat sätt att se på hur penningpolitiken påverkar inflationen och den ekonomiska utvecklingen i övrigt. Centralbanken bestämmer sin styrränta och denna blir sedan vägledande för hushållens och företagens beslut. Relationerna mellan centralbankens styrränta och de räntor som mer direkt styr hushållens och företagens beteende (som bankernas ut- och inlåningsräntor och räntorna på olika obligationer) antas vara stabila. Kortfristiga marknadsräntor antas vara nära kopplade till centralbankens styrränta, och långfristiga räntor hänger ihop med kortfristiga enligt den så kallade förväntningshypotesen: långa räntor är helt enkelt lika med genomsnittet av framtida förväntade korträntor. Därmed kan centralbankens åtgärder beskrivas i termer av en enda variabel, styrräntan, och andra åtgärder än förändringar i den behöver under dessa antaganden inte vidtas.

Som framgick av den inledande beskrivningen av den makroekonomiska utvecklingen i avsnitt 2 varierar dock skillnaden mellan centralbankens styrränta och hushållens och företagens låneräntor såväl över tid som mellan länder. Den så kallade transmissionsmekanismen är inte stabil utan påverkas exempelvis av olika premier på de finansiella marknaderna, hur risk prissätts, hur robust banksystemet är eller uppfattas vara. Som nämnts ovan innebär det att styrräntans nivå inte är det enda relevanta måttet på "hur expansiv" penningpolitiken är och inte heller det enda instrumentet för centralbanken att påverka ekonomin. Detta blev särskilt tydligt under upprinnelsen till den finansiella krisen 2007–2008 och för Sveriges del när både regeringen, Riksbanken och Riksgälden behövde gripa in under 2008 och 2009. Men även senare, under den långsamma återhämtningen, när nivån på Riksbankens och andra centralbankers styrränta kommit nära sin nedre gräns och andra åtgärder som obligationsköp vidtagits, har det blivit tydligt att penningpolitik handlar om mer än att bestämma nivån på en kortsiktig styrränta. Andra faktorer som har att göra med centralbanken som "bankernas bank" har också effekt på finansiella förhållanden och är därmed penningpolitiska instrument. Exempel på detta är: vilka finansiella institut ska få låna av, eller placera medel i, centralbanken? På vilka villkor, när det gäller till exempel löptid, säkerheter för lånen och andra krav på instituten? På vilka andra sätt kan centralbankens balansräkning användas för att påverka räntor och kreditvolym i ekonomin? Hur kan till

exempel en centralbanks köp av statsobligationer eller andra finansiella tillgångar påverka marknadsräntor och därmed ses som ett komplement till, eller substitut för, styrränteförändringar?

Alla dessa frågor är mycket viktiga för en centralbank, inte bara i en finansiell kris eller när en sådan närmar sig, utan även under normala omständigheter. Det faktum att ränteläget sjunkit trendmässigt de senaste decennierna och att centralbanker därmed riskerar att oftare slå i den nedre gränsen för styrräntan understryker behovet av att inlemma även penningpolitiska åtgärder som obligationsköp i standardmodellen för penningpolitisk analys (se Nessén 2016 för en diskussion och ytterligare referenser). Men även när styrräntan är på behörigt avstånd från sin nedre gräns påverkar centralbankens köp och försäljningar av finansiella tillgångar (vilket även påverkar mängden reserver i det finansiella systemet) de allmänna kreditförhållandena i ekonomin och därmed inflationen och konjunkturen. Detta är en gammal insikt i den makroekonomiska forskningen som förknippas bland annat med bidrag till forskningslitteraturen av Nobelpristagaren James Tobin, men den tycks delvis ha gått förlorad under "Det stora lugnet".¹¹

Några konsekvenser för praktisk penningpolitisk analys

Om man väl accepterar tanken att det finns friktioner i det finansiella systemet och att dessa påverkar penningpolitikens genomslag och effekter, så följer flera viktiga slutsatser för praktisk penningpolitisk analys.

För det första innebär det faktum att förekomsten och betydelsen av finansiella friktioner kan variera över tiden, att centralbanken kontinuerligt behöver följa hur transmissionsmekanismen utvecklas (se till exempel Woodford 2010). Den praktiska penningpolitiska analysen behöver alltså följa, till exempel, hur olika premier kopplade till olika slags risk utvecklas, hur finansieringskostnader för banker och företag förändras, och hur tillgången på krediter ser ut. Detta behövs för att kunna avgöra om en viss nivå på styrräntan eller balansräkningen (eller dess sammansättning) kan antas ha samma konsekvenser för inflation och konjunktur som tidigare. Det kan till och med vara så att om det skett förändringar i transmissionsmekanismen – till exempel i form av ändrade räntespreadar – kan nya penningpolitiska åtgärder behövas även om makroförhållandena i övrigt inte ändrats.¹²

För det andra finns det skäl att tro att storleken och sammansättningen på centralbankens balansräkning har betydelse för inflationen och konjunkturen (se till exempel Gertler och Karadi 2013 och Greenwood m.fl. 2016). Om centralbanken exempelvis köper statsobligationer kommer detta att sänka marknadsräntorna på statsobligationer, men detta kommer att smitta av sig även på räntorna till hushåll och företag. Om centralbanken köper andra tillgångar än statspapper kan detta förväntas få ännu större effekter på de finansiella marknaderna och makroekonomin, men eftersom centralbanken i så fall också tar på sig mera risk kan detta anses gå utanför vad som normalt betraktas som penningpolitik. Förekomsten av finansiella friktioner talar i vilket fall som helst för att tillgångsköp (och försäljningar) alltså kan vara ett komplement till, eller substitut för, förändringar i centralbankernas mer kortfristiga styrräntor. På senare år har det både på centralbanker och bland akademiska ekonomer ägnats mycket arbete åt att uppskatta effekterna av centralbankernas tillgångsköp.¹³ Men det har ofta handlat om studier där man försöker fånga effekterna av centralbankernas beslut som sådana, utan att mäta betydelsen av storleken på de tillgångsköp som gjorts.

11 I samband med ett tal sa den dåvarande amerikanska centralbankschefen Ben Bernanke att kvantitativa åtgärder "fungerar i praktiken, men inte i teorin" (Brookings Institution 2014). Som påpekas i till exempel Dell'Ariccia m.fl. (2018) gäller detta endast teoretiska modeller utan finansiella friktioner.

12 Se Adrian och Liang (2018) för förslag på vilken typ av analyser som skulle kunna ingå i en sådan process. Vredin (2015) kopplar sådana förslag till en inflationsmålsstrategi. Gertler och Gilchrist (2018) sammanfattar ny forskning om finansiella faktors roll i "the Great Recession".

13 Se Dell'Ariccia m.fl. (2018) för en sammanfattning av empiriska studier som gjorts för euroområdet, Japan och Storbritannien, och Kuttner (2018) för USA. De Rezende (2017) har gjort en studie av effekterna av Riksbankens obligationsköp.

För det tredje, förekomsten av friktioner på de finansiella marknaderna kan påverka hur man ser på vilka centralbankens uppgifter, och målen för penningpolitiken, bör vara. Detta är en omdiskuterad fråga – huruvida centralbankens penningpolitik bör ta *särskild* hänsyn till risker för finansiell instabilitet, *utöver* de konsekvenser sådana risker kan ha för inflationen och den realekonomiska stabiliteten. Att graden av finansiell stabilitet påverkar den penningpolitiska transmissionsmekanismen tycks numera vara allmänt accepterat, även om sådana effekter fortfarande är svåra att inkorporera i den löpande penningpolitiska analysen. Graden av finansiell stabilitet är således något som centralbanken bör beakta när de penningpolitiska besluten tas. Men frågan är om det räcker att ta hänsyn till de effekter som graden av finansiell stabilitet har för prognosticerade avvikelser från inflationsmålet och ett eventuellt mål för produktion eller sysselsättning, eller om finansiell stabilitet bör vara ett ytterligare mål för penningpolitiken *i sig självt*. Enligt Woodford (2012) är svaret på denna fråga i princip ja. Precis som prisstelheter och bristande konkurrens på varu- och tjänstemarknaderna skapar ineffektiviteter i ekonomin som centralbanken kan motverka genom att stabilisera inflationen och resursutnyttjandet, så kan friktioner i det finansiella systemet ge upphov till obalanser som penningpolitiken kan behöva motverka. Det kan dock knappast sägas råda någon konsensus i litteraturen i denna fråga.¹⁴

Ett skäl till att finansiella intermediärer, finansiella friktioner och viktiga finansiella mekanismer hittills oftast saknats i de återkommande penningpolitiska analyserna är att detta är svårt att få in i de standardmodeller som hittills använts. Leeper och Nason (2015) menar att det är svårt att förstå betydelsen av finansiell stabilitet, och därmed implikationerna för penningpolitiken, om man utgår från det förenklande antagandet om en "representativ agent" som oftast görs i makromodellerna. Kostnader för finansiell instabilitet uppstår i hög grad för att riskerna inte är jämnt fördelade mellan olika individer i ekonomin, men sådant är svårt att analysera om man bara tittar på aggregerade data och därmed analyserar utvecklingen för den genomsnittlige individen. Det finns alltså mycket som talar för att penningpolitisk analys framöver i högre utsträckning behöver bygga på modeller (både teorier och data) där man kan beakta skillnader mellan olika hushåll och företag. Mer mikrodata kommer därför att behövas, såväl för penningpolitiska analyser som analyser av finansiell stabilitet.¹⁵

Man kan både bland centralbanksekonomer och akademiska forskare se olika förhållningssätt, som var för sig kan vara inbördes konsistenta, men som har olika konsekvenser för den praktiska politiken. Ett synsätt är att finansiella friktioner inte har så stor betydelse (annat än, möjligen, i krissituationer). Då ser man en kortfristig styrränta som centralbankens enda instrument (åtminstone i normalsituationer), man menar att tillgångsköp inte har så stor betydelse, man tycker inte finansiell stabilitet bör vara något mål för penningpolitiken och som konsekvens av detta kan analyser av penningpolitik och finansiell stabilitet bedrivas i stort sett åtskilda inom centralbanken. Ett annat synsätt är att finansiella friktioner har signifikant betydelse, även i normala situationer. Då följer att styrräntan inte är det enda penningpolitiska instrumentet, att till exempel tillgångsköp utgör ett komplement, att ett säkert och effektivt finansiellt system bör vara ett av målen även för penningpolitiken och att centralbankernas beslutsunderlag för penningpolitiken bör integreras med deras analyser av finansiell stabilitet. Hittills har inflationsmålspolitiken typiskt sett utmärkts av det första synsättet. Vi tycker att det är hög tid att röra sig i riktning mot det andra. Det gäller även i länder där andra myndigheter än centralbanken har det direkta ansvaret för att upprätthålla den finansiella stabiliteten och har tilldelats verktyg för exempelvis makrotillsyn.

14 För lättillgängliga översikter av olika argument, se till exempel Mester (2016), Schnabel (2016) och Svensson (2017, 2018) samt förslaget till ny lag för Norges Bank, Norges offentlige utredningar (2017), främst kapitel 11.

15 De så kallade Heterogenous Agent New Keynesian (HANK)-modellerna är försök att frångå antagandet om en representativ agent. Se till exempel Kaplan m.fl. (2018) och Debortoli och Galí (2018).

Avslutningsvis, oavsett om finansiell stabilitet bör vara ett separat mål för penningpolitiken eller bara spelar roll för transmissionsmekanismen är det mycket som talar för att analyser av finansiell stabilitet bör och kan spela en mycket större roll i beredningar av penningpolitiska beslut än de gjort hittills. Det är inte osannolikt att en större medvetenhet om riskerna för finansiell instabilitet kunde ha påverkat penningpolitiken internationellt och i Sverige före den finansiella krisen och att krisen möjligen blivit mindre.¹⁶ Men för att veta om finansiell stabilitet bör påverka penningpolitiken och i så fall *hur*, så behövs ju i vilket fall som helst noggranna analyser av den finansiella stabiliteten som en del av underlaget för penningpolitiken.

3.2 Ökat hänsynstagande till strukturella förändringar

Arbetet med prognoser av inflation, BNP, arbetslöshet etc. och analyser av lämplig penningpolitisk (eller finanspolitisk) respons på sådana variabler har traditionellt starkt fokus på "efterfrågesidan" i ekonomin. Detta gäller såväl det prognosarbete och de politikanalyser som görs på den privata marknaden, av banker m.fl., som motsvarande analyser som görs på centralbanker och andra myndigheter. Fokuseringen på efterfrågesidan beror i sin tur på att nationalekonomisk makroanalys traditionellt gjort skillnad på förklaringsmodeller (teorier) för kortsiktiga konjunkturfuktuationer respektive långsiktiga strukturella fenomen som olika trender. Antagandet har varit att de kortsiktiga förändringar man är mest intresserad av att prognosticera och förstå handlar om kortsiktiga fluktuationer runt relativt stabila trender, och att variationer i efterfrågan dominerar de kortsiktiga svängningarna medan utbudsfaktorer (demografi, teknologi, arbetsmarknadens funktionssätt, skattesystemets incitamentseffekter, konkurrensförhållanden) är av relativt större betydelse för de långsiktiga trenderna. Så presenteras också regelmässigt BNP-tillväxten, på ett missvisande sätt, som orsakad av förändringar i efterfrågan så som den avspeglas i olika efterfrågekomponenter som konsumtion, investeringar och export. Och arbetslöshetens förändringar presenteras oftast som ett resultat av förändringar i efterfrågan på arbetskraft – även om förändringar i utbudet mycket väl skulle kunna vara lika relevanta, även på kort sikt. De dynamiska allmän jämviktsmodeller (DSGE-modeller) som centralbanker de senaste 10–20 åren har använt i policyanalysen ger både tillfälliga och permanenta teknologiförändringar en jämförelsevis stor roll i förklaringen av ekonomiska fluktuationer.¹⁷ Men de innehåller inte flera av de faktorer som behövs för att analysera förändrade långsiktiga trender som ofta förknippas med ekonomins utbudssida.

Faust och Leeper (2015) menar att fokuseringen på kortsiktiga fluktuationer runt trender är en stor svaghet i de analyser som görs på centralbanker, finansdepartement och andra prognosmakare världen över, eftersom de problem som beslutsfattarna de facto brottats med efter "Det stora lugnet" i stor utsträckning handlat just om förändringar i trender eller andra varaktiga skift i ekonomin, inte om cykliska fenomen.

Vi har tidigare diskuterat den nedåtgående trenden i globala realräntor, vilket är ett exempel på en varaktig förändring, men det finns flera. Vi tar nu upp ytterligare en, som handlar om förändringar på arbetsmarknaden.

Förändringar på arbetsmarknadens utbudssida

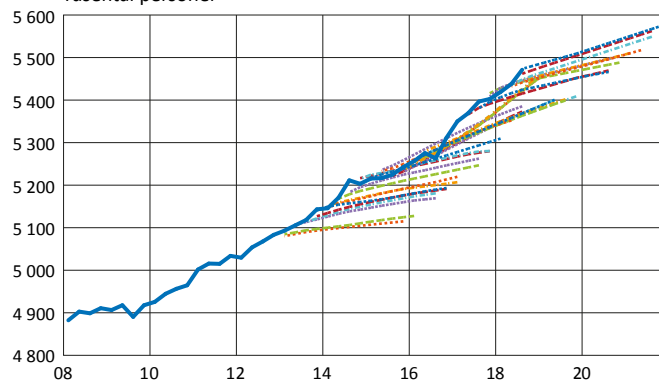
Arbetsmarknadens utveckling i Sverige ger ytterligare exempel på trendmässiga förändringar som prognosmakare, inte bara Riksbanken, haft svårt att fånga upp. Diagram 9 visar utvecklingen av arbetskraftens storlek i Sverige de senaste åren tillsammans med Riksbankens prognoser från olika tidpunkter. Riksbanken har som synes underskattat ökningen i arbetskraften. Detta beror dels på en underskattning av befolkningen (även

¹⁶ Rajan (2005) gjorde bland annat denna poäng, intressant nog *före* den finansiella krisen.

¹⁷ Denna sorts analys har dock varit svår att passa ihop med den traditionella, mer efterfrågeinriktade konjunkturanalysen och har därför inte haft en så framskjutet roll i den penningpolitiska analysen och kommunikationen.

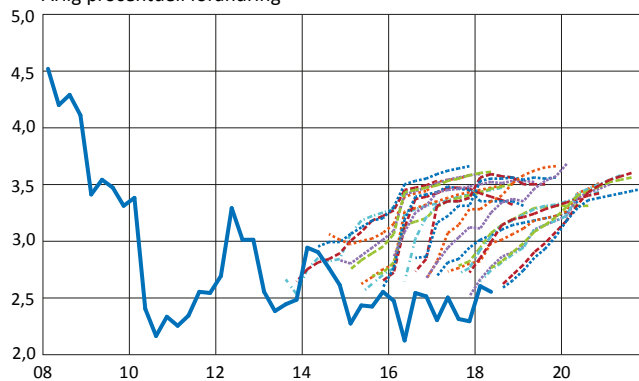
i SCB:s prognoser, som Riksbanken baserar sina på), dels på att arbetskraftsdeltagandet har stigit som andel av befolkningen (se Flodberg och Löf 2017). Vad det senare beror på är svårt att veta, men det skulle kunna vara en effekt av olika reformer som gjorts under åren för att stimulera arbetskraftsutbud och sysselsättning. Till detta kommer ett ökat utbud av utländsk icke-folkbokförd arbetskraft, som exempelvis arbetar i Sverige på olika former av tillfälliga kontrakt och som är svåra att fånga i statistiken. Att prognoserna för löneutvecklingen inneburit överskattningar – se Diagram 10 – samtidigt som arbetskraften och sysselsättningen underskattats (och kanske än mer än vad som framgår av den officiella statistiken) talar för att de måttliga löneökningarna delvis beror på ett ökat arbetskraftsutbud. Det ökade arbetskraftsutbudet kan i sin tur ha flera olika förklaringar: invandring och andra befolkningsförändringar, ökade drivkrafter att arbeta till följd av förändrat skatte- och pensionssystem, andra beteendeförändringar, o.s.v. Sådana förändringar fångar de modeller som används i praktisk penningpolitisk analys vanligtvis inte upp.

Diagram 9. Arbetskraftsdeltagande 2008–2018 och Riksbankens prognoser sedan 2013
Tusental personer



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 10. Löneökningstakt 2008–2018 enligt konjunkturlöne-statistiken och Riksbankens prognoser sedan 2013
Årlig procentuell förändring



Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

Jonsson och Theobald (2018) är ett exempel på den sortens analyser som vi menar bör bli mer vanliga inslag i den löpande penningpolitiska analysen. Denna studie försöker identifiera effekter av förändringar på arbetsmarknaden. Med hjälp av en siffersatt teoretisk allmänjämviktsmodell finner de att man har skäl att förvänta sig att de förändringar i arbetsutbud och arbetstagarnas förhandlingsstyrka som observerats sedan den finansiella krisen ger lägre ökningstakt i reallöner, nominallöner och den allmänna prisnivån.

Om långsamma löneökningar bidrar till lägre inflation, inte för att det råder svag efterfrågan på arbetskraft (vilket skulle kunna vara förknippat med svag BNP-tillväxt, vilket vi inte sett i Sverige), utan för att utbudet av arbetskraft ökat (vilket skulle kunna vara förknippat med stark BNP-tillväxt, mer i linje med den svenska utvecklingen), då skulle detta kunna ha betydelse inte bara för tolkningarna av den låga inflationen hittills och för prognoserna för utvecklingen framöver utan även för vad som bedöms vara en väl avvägd penningpolitik. Det är dock inte uppenbart exakt vad de penningpolitiska implikationerna är. Ett lägre resursutnyttjande motiverar vanligen en mer expansiv penningpolitik oavsett om resursutnyttjandet gått ned för att efterfrågan minskat eller för att resurserna ökat till följd av ökat utbud (på grund av ökat arbetskraftsutbud eller ökad konkurrens). Men rimligen borde ens syn på behovet av penningpolitisk stimulans påverkas av om man tror att det huvudsakligen är konsumtionen som bestämmer produktionen genom effekterna på efterfrågan, eller om det är den teknologiska utvecklingen och tillgången på arbetskraft som styr produktionen och därmed konsumtionen. Båda mekanismerna är säkert relevanta. Svårigheten ligger i att avgöra vilka drivkrafter som har störst betydelse vid olika tidpunkter och för olika tidshorisonter. Men utbudssidan i ekonomin behöver få mer fokus i analys- och prognosarbetet framöver för att man ska kunna få tillfredsställande svar på sådana frågor.

3.3 Kopplingarna mellan finans- och penningpolitiken

I Sverige utvecklades under det sena 1990-talet en syn om att penningpolitiken har det huvudsakliga ansvaret för stabiliseringspolitiken. Finanspolitiken skulle inriktas på att skapa uthålliga offentliga finanser inför kommande demografiskt drivna utgiftsökningar och bara användas i stabiliseringspolitiskt syfte i krislägen. Uppfattningen kom till uttryck bland annat i den så kallade STEMU-utredningen inför folkomröstningen om euron 2003 (Statens offentliga utredningar 2002, s. 35) och på senare tid exempelvis i Finanspolitiska rådet (2018). Analysen bakom vilar på den enkla Mundell-Flemming modellen som förutsäger att finanspolitiken bara har en begränsad effekt på efterfrågan i en öppen ekonomi med rörlig växelkurs. En förmodligen viktigare anledning till att man drog slutsatsen att penningpolitiken är bättre lämpad än finanspolitik för stabiliseringspolitik, var de dåliga erfarenheterna från 1970- och 80-talens finanspolitik. Enligt detta synsätt blir slutsatserna att de automatiska stabilisatorerna i finanspolitiken ska få verka fullt ut, men aktiv finanspolitik ska reserveras till perioder med exceptionella omständigheter. Penningpolitiken ska inriktas på prisstabilitet, men ta realekonomisk hänsyn när så är möjligt (så kallade flexibel inflationsmålspolitik). Aktiv penningpolitik blir då i praktiken mer använd än aktiv finanspolitik för stabilisering av resursutnyttjandet. Detta till trots delar penning- och finanspolitiken huvudansvaret för stabiliseringspolitiken, dels för att penningpolitikens viktigaste roll är att skapa prisstabilitet, dels för att finanspolitiken har stor betydelse för den ekonomiska utvecklingen via de automatiska stabilisatorerna.

Den långa trenden med fallande globala realräntor har medfört att centralbankernas styrräntor oftare riskerar att nå den så kallade effektiva nedre gränsen. Tidigare ansågs denna gräns ligga vid noll procent eftersom räntan på kontanter är noll procent, men erfarenheterna från bland annat Sverige, Schweiz, Danmark och euroområdet har visat att svagt negativa styrräntor är möjliga (se Nessén 2016). Även om styrräntan inte går att sänka hur mycket som helst finns det andra metoder för att göra penningpolitiken mer expansiv så som tillgångsköp och valutainterventioner. Det står dock klart att det blir svårare att stimulera efterfrågan i ekonomin när inte det tidigare huvudsakliga verktyget, korta räntor, går att utnyttja lika mycket. Det innebär i sin tur att finanspolitikens roll för att stabilisera både konjunktur och inflation blir viktigare.

Den långa perioden med inflation under målet efter finanskrisen i stora delar av världen har samtidigt aktualiserat forskningen om vad som egentligen bestämmer inflationen. Enligt "the fiscal theory of the price level" bestäms prisenivån, och därmed inflationen,

av den samlade offentliga sektorns skuld i förhållande till förväntade framtida (primära) budgetöverskott. Den samlade offentliga sektorns skuld inkluderar både allmänhetens fordran på centralbanken (kontanter och monetär bas) och den vanliga statskulden. Det är kanske inte så konstigt att mängden kontanter, som är en icke-räntebärande fordran på staten, påverkar inflationen på liknande sätt som statens räntebärande obligationsskuld. Det finns många som är skeptiska till en bokstavlig tolkning av denna teori, se till exempel Finanspolitiska rådet (2018). Däremot är det allmänt accepterat att resursutnyttjande och inflation påverkas av både finans- och penningpolitik. Hur mycket respektive politikområde bidrar beror på omständigheter som kan variera över tid. Finanspolitiken har rimligen större effekt i en liten ekonomi med fast växelkurs än i en ekonomi med inflationsmål och rörlig växelkurs, men även med rörlig växelkurs påverkar finanspolitiken den ekonomiska utvecklingen signifikant. Även om man liksom till exempel Hassler (2017) tycker att den nuvarande ansvarsfördelningen mellan finans- och penningpolitik har fungerat bra i Sverige, kan dagens delvis nya omständigheter leda till andra slutsatser framöver. Corsetti och Müller (2015) diskuterar under vilka omständigheter finanspolitiken har störst effekt på efterfrågan och när det är lämpligt att ingripa med aktiv finanspolitik. De drar bland annat slutsatsen att finanspolitiken är särskilt effektiv för att stabilisera stora (negativa) chocker om statsfinanserna är solida i utgångsläget (låg statskuld) samt i situationer när penningpolitiken begränsas av den effektiva nedre gränsen för styrräntan.

Exakt hur samspelet mellan finans- och penningpolitik bestämmer inflationen är fortfarande ett omtvistat forskningsområde. Penningpolitikens effekter på ekonomin är beroende av hur den finanspolitiska handlingsregeln ser ut och vice versa, se till exempel Leeper (2018). Leeper driver tesen att penningpolitiken i dagsläget inte varaktigt kan få upp inflationen till målet utan stöd av ett lämpligt finanspolitiskt ramverk och ifrågasätter om de svenska ramverken för penning- och finanspolitiken är konsistenta med varandra. Under de förhållanden som rådde under "Det stora lugnet" var den finanspolitiska handlingsregeln inte avgörande för penningpolitikens möjligheter att stabilisera inflationen och finanspolitiken hade en underordnad roll i de flesta modeller som användes för penningpolitisk analys. Men erfarenheterna från utvecklingen efter finanskrisen har uppmärksammat ekonomer på att den finanspolitiska handlingsregeln spelar roll för penningpolitikens effekter.

Samtidigt finns det betydande problem med att bedriva aktiv finanspolitik i syfte att stabilisera resursutnyttjandet. Risken för så kallad underskottsbias, det vill säga att statskulden trendmässigt stiger, och att finanspolitiska åtgärder tar så lång tid att implementera att de i istället för att stabilisera efterfrågan bidrar till att förstärka konjunktursvängningar ska mot bakgrund av de historiska erfarenheterna inte underskattas. Argumenten för aktiv finanspolitik är dock starkare nu än tidigare eftersom penningpolitikens handlingsutrymme har blivit mindre när det allmänna ränteläget är lägre. Det kommer sannolikt vara motiverat att använda aktiv finanspolitik även under mindre exceptionella omständigheter än vad den gängse uppfattningen har varit i Sverige och EU. Utmaningen är att utforma spelregler för finanspolitiken som ger möjlighet till stabiliseringspolitik utan att urholka den långsiktiga uthålligheten i statsfinanserna. Om inte finanspolitiken kan ta ett större ansvar för stabiliseringen kan vi tvingas acceptera längre perioder med lågt resursutnyttjande och avvikelser från inflationsmålet. Det skulle innebära en utmaning för centralbanker att förklara och även påverka hur en väl avvägd penningpolitik ser ut.

Mot denna bakgrund menar vi att bland annat Riksbankens analyser och prognoser kommer behöva ta hänsyn till hur finanspolitiken bedrivs i större utsträckning än under "Det stora lugnet". Modellstödet för analys av finanspolitiken kommer att behöva utvecklas. Det handlar om att bättre förstå både effekterna av olika slags finanspolitiska åtgärder och hur finanspolitiken typiskt sett bedrivs i Sverige och andra länder. Precis som när det gäller analysen av finansiell stabilitet behövs i detta fall sannolikt modeller som inte utgår från antagandet om en representativ agent (se diskussionen och referenserna ovan).

4 Slutsatser

Den finansiella krisen och erfarenheterna sedan dess har blottlagt en del svagheter i den penningpolitiska analysapparaten som tillämpats under inflationsmålsregimen. Inflationen – i Sverige och i vår omvärld – har under återhämtningen ofta varit lägre än prognosticerat, trots att den realekonomiska utvecklingen snarare varit starkare än väntat. På Riksbanken har stor möda lagts ned på att tolka den låga inflationen och intressanta resultat har kommit fram från dessa analyser.¹⁸ Men analyser av penningpolitiken, både de som görs inom respektive utanför centralbanker, och underlagen för penningpolitiken ser i stora delar ut på samma sätt idag som före den finansiella krisen. Enligt vår bedömning gäller det både i Sverige och i andra länder. Lite tillspetsat skulle man kunna säga att det ser ut som om den finansiella krisen aldrig inträffat. I denna artikel har vi lyft fram några områden där vi anser att det finns särskilt stort behov av att förbättra analyserna, mot bakgrund av de erfarenheter som gjorts under de senaste tio åren.

För det första behöver implikationerna av friktioner på de finansiella marknaderna beaktas i högre grad. De påverkar såväl effekterna av en given penningpolitik, som synen på hur penningpolitiken bör bedrivas. Tror man att centralbankernas tillgångsköp och växande balansräkningar haft avsedda effekter, då bygger denna slutsats åtminstone implicit på antagandet att finansiella friktioner är viktiga. Men det förhållandet kan också innebära att stabilitet och effektivitet i det finansiella systemet bör vara ett av målen för penningpolitiken.

För det andra behöver strukturella (långsiktiga) förhållanden i ekonomin få ökad uppmärksamhet, då inflation och konjunktursvängningar inte styrs bara av kortsiktiga förändringar i efterfrågan. Den trendmässiga nedgången i globala realräntor är ett exempel på en strukturell förändring som har stora konsekvenser för penningpolitiken. Vad ett ökat arbetskraftsutbud (i vid mening, inklusive immigration och förändrade styrkeförhållanden mellan arbetsmarknadens parter) har för konsekvenser för inflationen och penningpolitiken behöver också analyseras mer.

För det tredje behöver förståelsen av samspelet mellan finans- och penningpolitiken fördjupas och sannolikt beaktas mer explicit i den penningpolitiska analysen. Beroende av vilka slutsatser som dras av denna analys kan ramverken för de båda politikområdena behöva justeras.

De analyser som vi efterlyser framöver kommer behöva understödjas av utveckling av nya tankemallar, data, arbetssätt och formella modeller. Modellernas viktigaste roll i den penningpolitiska analysen är att identifiera, illustrera och kvantifiera ekonomiska mekanismer.¹⁹ De har alltid begränsningar och för att ta fram bra beslutsunderlag och prognoser behöver de användas med omdöme och kompletteras med bedömningar. Riksbanken har aldrig använt modeller mekaniskt för att göra prognoser och kommer inte heller att göra det framöver. Nya modeller kommer att förbättra underlagen för de penningpolitiska besluten framöver, men kommer självklart inte lösa alla problem som följer av en osäker och föränderlig värld.

¹⁸ Se till exempel studien av Andersson m.fl. (2015).

¹⁹ Här avses strukturella ekonomiska modeller. Dessutom används – både nu och troligen i framtiden – statistiska modeller för kortsiktiga prognoser.

Referenser

- Adolfson, Malin, Michael Andersson, Jesper Lindé, Mattias Villani och Anders Vredin (2007), "Modern forecasting models in action: improving macroeconomic analyses at central banks", *International Journal of Central Banking*, vol. 3, nr 4, s. 111–144.
- Adrian, Tobias och Nellie Liang (2018), "Monetary policy, financial conditions, and financial stability", *International Journal of Central Banking* vol. 14, nr 1, s. 73–131.
- Andersson, Björn, Vesna Corbo och Mårten Löf (2015), "Varför har inflationen varit så låg?", *Penning- och valutapolitik*, nr 3, s. 5–46, Sveriges riksbank.
- Berg, Claes, Pernilla Meyersson och Johan Molin (2018), "Dramatiska år globalt och i Sverige: den ekonomiska utvecklingen 2006–2017" *Penning- och valutapolitik*, nr 4, s. 18–33, Sveriges riksbank.
- Brookings Institution (2014), "A discussion with Federal Reserve chairman Ben Bernanke on the Fed's 100th anniversary", i *Central banking after the Great Recession: lessons learned and challenges ahead*, 16 januari, Brookings Institution.
- Bryant, Ralph, Dale Henderson och Torbjörn Becker (2012), *Maintaining financial stability in an open economy: Sweden in the global crisis and beyond*, SNS förlag. Stockholm.
- Cai, Michael, Marco Del Negro, Marc Giannoni, Abhi Gupta, Pearl Li och Erica Maszkowski (2018), "DSGE forecasts of the lost recovery", Staff Report nr 844, Federal Reserve Bank of New York.
- Corsetti, Giancarlo och Gernot J. Müller (2015), "Fiscal multipliers: lessons from the great recession for small open economies", underlagsrapport till Finanspolitiska rådet, nr 2.
- Debortoli, Davide och Jordi Galí (2018), "Monetary policy with heterogenous agents: insights from TANK models", working paper, Centre de Recerca en Economia Internacional.
- Dell'Ariccia, Giovanni, Pau Rabanal och Damiano Sandri (2018), "Unconventional monetary policies in the Euro area, Japan and the United States", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 32, nr 4, s. 147–172.
- Del Negro, Marco, Domenico Giannone, Marc Giannoni och Andrea Tambalotti (2017), "Safety, liquidity and the natural rate of interest", *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring, s. 235–294.
- Del Negro, Marco, Domenico Giannone, Marc Giannoni och Andrea Tambalotti (2018), "Global trends in interest rates", Staff Report nr 866, Federal Reserve Bank of New York.
- 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.
- Faust, Jon och Eric Leeper (2015), "The myth of normal: the bumpy story of inflation and monetary Policy", in *Inflation Dynamics and Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium at Jackson Hole 2015.
- Federal Reserve Bank of Kansas City (2018), *Changing Market Structures and Implications for Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium at Jackson Hole 2018.
- Finanspolitiska rådet (2018), "Svensk finanspolitik 2018", Finanspolitiska rådets rapport 2018.
- Finocchiaro, Daria och Anna Grodecka (2018), "Financial frictions, financial regulation and their impact on the macroeconomy", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 47–68, Sveriges riksbank.
- Flodberg, Caroline och Mårten Löf (2017), "Utbudet av arbetskraft har ökat överraskande snabbt", Staff memo, Sveriges riksbank.
- Galí, Jordi (2018), "The state of new keynesian economics: a partial assessment", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 32, nr 3, s. 87–112.
- Gertler, Mark och Simon Gilchrist (2018), "What happened: financial factors in the Great Recession", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 32, nr 3, s. 3–30.
- Gertler, Mark och Peter Karadi (2013), "QE 1 vs. 2 vs. 3. . . : A framework for analyzing large-scale asset purchases as a monetary policy tool", *International Journal of Central Banking*, vol. 9, nr 1, s. 5–52.

Greenwood, Robin, Samuel G. Hanson och Jeremy C. Stein (2016), "The Federal Reserve's balance sheet as a financial-stability tool", in *Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium at Jackson Hole 2016.

Goodhart, Charles och Jean-Charles Rochet (2011), "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010", rapport från riksdagen 2010/11:RFR5.

Goodfriend, Marvin och Mervyn King (2016), "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik", rapport från riksdagen 2015/16:RFR6.

Hassler, John (2017), "Finanspolitik, penningpolitik och sambandet dem emellan", *Ekonomisk debatt*, årgång 45, nr 4, s. 41–55.

Ingves, Stefan (2017), "Penningpolitiska utmaningar – att väga idag mot imorgon", tal vid Nationalekonomiska Föreningen, den 16 maj, Sveriges riksbank.

Iversen, Jens, Stefan Laséen, Henrik Lundvall och Ulf Söderström (2016), "Real-time forecasting for monetary policy analysis: the case of Sveriges Riksbank", Working Paper series nr 318, Sveriges Riksbank.

Jonsson, Magnus och Emelie Theobald (2018), "Arbetsmarknadens effekter på pris- och lönebildningen, Phillipskurvan och Beveridgekurvan", internt utkast, Sveriges riksbank.

Kaplan, Greg, Benjamin Moll och Giovanni L. Violante (2018), "Monetary policy according to HANK", *American Economic Review*, vol. 108, nr 3, s. 697–743.

Konjunkturinstitutet (2018), *Konjunkturläget*, juni.

Kuttner, Kenneth (2018), "Outside the box: unconventional monetary policy in the Great Recession and beyond", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 32, nr 4, s. 121–146.

Leeper, Eric och James Nason (2015), "Bringing financial stability into monetary policy", Working Paper nr 305, Sveriges riksbank.

Leeper, Eric (2018), "Sweden's fiscal framework and monetary policy", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 15–47, Sveriges riksbank.

Lindé, Jesper och André Reslow (2017), "En myt att Riksbankens prognoser styrts av modeller", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 27–48, Sveriges riksbank.

Lindé, Jesper (2018), "DSGE models: still useful in policy analysis?", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 34, nr 1–2, s. 269–286.

Mester, Loretta (2016), "Five points about monetary policy and financial stability", *Penning- och valutapolitik*, nr 3, s. 39–48, Sveriges riksbank.

Nessén, Marianne (2016), "Comments on Marvin Goodfriend", in *Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium at Jackson Hole 2016.

Norges offentlige utredninger (2017), "Ny sentralbankslov. Organisering av Norges Bank og Statens pensjonsfond utland", NOU 2017:16.

Rajan, Raghuram (2005), "Has financial development made the world riskier?" in *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium at Jackson Hole 2005.

Schnabel, Isabel (2016), "What role for central banks in safeguarding financial stability", *Penning- och valutapolitik*, nr 3, s. 49–54, Sveriges riksbank.

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

Svensson, Lars E.O. (2017), "The costs and benefits of leaning against the wind", *Journal of Monetary Economics*, vol. 90, s. 193–213.

Svensson, Lars E.O. (2018), "Monetary policy and macroprudential policy: different and separate?", *Canadian Journal of Economics*, vol. 51, nr 3, s. 802–827.

Sveriges riksbank (2016), "Riksbankens inflationsmål – målvariabel och intervall", Riksbanksstudier september.

Vredin, Anders (2015), "Inflation targeting and financial stability: providing policymakers with relevant information", Working Papers nr 503, Bank for International Settlements.

Woodford, Michael (2010), "Financial intermediation and macroeconomic analysis", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 24, nr 4, s. 21–44.

Woodford, Michael (2012), "Inflation targeting and financial stability", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 7–32, Sveriges riksbank.