



ANFÖRANDE

DATUM: 2020-10-07
TALARE: Förste vice riksbankschef Cecilia Skingsley
PLATS: Nordea

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

Post-pandemisk penningpolitik och ränteverktyget i framtiden*

Coronapandemin har på kort tid förändrat den ekonomiska spelplanen på ett dramatiskt sätt. För andra gången på bara lite mer än ett decennium har regeringar och centralbanker runt om i världen behövt sätta in kraftfulla åtgärder för att så långt det är möjligt lindra en recession och försöka förhindra varaktiga skador på ekonomin.

En följd av detta har varit att allt fler centralbanker nu befinner sig i ett läge med inflationen under målet och styrräntan på eller nära den nedre gränsen. I vissa ekonomier, som euroområdet och Sverige, har styrräntorna länge varit låga. Men pandemin har gjort att också exempelvis amerikanska Federal Reserve, som så sent som för ungefär ett år sedan hade en styrränta på över 2 procent, snabbt har tvingats sänka den till i stort sett 0 procent. Man kan säga att den penningpolitiska spelplanen på det sättet har utjämnats (se diagram 1).

En annan observation är att även inflationsprognoserna nu tenderar att ligga under sina respektive mål, inte bara på kort sikt utan också i slutet av prognosperioden. Så är fallet för Riksbankens och ECB:s prognoser, men även Federal Reserves prognoser ligger fortfarande under målet om två år och når det först 2023 (se diagram 2).¹ Det tycks vara så att centralbankerna i ökad utsträckning gör bedömningen att de har svårt att föra en så expansiv politik att inflationen kan vara tillbaka på målet lika snabbt som de vanligtvis räknar med.

Det är egentligen inte särskilt anmärkningsvärt. Förklaringen finns i två samverkande faktorer. Dels har pandemin resulterat i ett osedvanligt snabbt och kraftigt fall i efterfrågan. Det knappast särskilt märkligt att detta får till följd att inflationen

* Jag vill tacka Mikael Apel för arbetet med detta tal, Elizabeth Nilsson för översättning och Emma Bylund, Charlotta Edler, Petra Frid, Jens Iversen, Åsa Olli Segendorf, Marianne Sterner, Ulf Söderström och Anders Vredin för värdefulla synpunkter.

¹ ECB:s målformulering är att inflationen ska "understiga men ligga nära 2 procent". Den långsiktiga prognosen (5 års sikt) har dock gradvis reviderats ned och ligger för närvarande på 1,6 procent, vilket är lägre än någonsin tidigare.

faller så mycket att det kan vara svårt att få den att stiga så snabbt att den når målet på ett par års sikt är. Dels gör det redan låga ränteläget i världen att det blir svårt för centralbankerna att sänka sina räntor så mycket som skulle krävas för att stimulera efterfrågan i den utsträckning som skulle behövas. Det här var ett problem som var aktuellt och diskuterades ganska livligt redan innan pandemin. Exempelvis konstaterade jag i ett tal 2016 att det läge vi är i nu, med en inflation som inte förväntas nå riktigt upp till målet ens i slutet av prognosperioden, var något som inte kunde uteslutas de kommande åren.² Men också i USA, där styrräntan var betydligt högre än i Sverige och euroområdet, fanns en sådan debatt.³ Låt mig göra en liten utveckling kring detta eftersom det är centralt för mitt fortsatta resonemang.

Låg neutral ränta försvårar expansiv politik

Det allmänna ränteläget i Sverige och omvärlden har alltså kommit att bli historiskt lågt. Detta beror i grunden på strukturella faktorer som enkelt uttryckt har gjort att benägenheten att spara i världen är större än benägenheten att investera.⁴ Detta har medfört att det globala reala ränteläget, det vill säga räntan med inflationen borträknad, har fallit de senaste decennierna (se diagram 3). Dessutom har de nominella räntorna i världen också sjunkit bland annat på grund av att många länder introducerat inflationsmålspolitik. I den nominella räntan ingår ju kompensation för inflationen.

Att ränteläget fallit och nu är historiskt lågt innebär att den nivå där centralbankernas styrräntor är ”neutrala” – det vill säga varken expansiva eller åtstramande – också har utvecklats på samma sätt. Sambandet mellan den neutrala räntan och penningpolitiken kan illustreras med hjälp av diagram 4. Den neutrala räntan representeras av den streckade linjen. När centralbanker bedriver penningpolitik via styrräntan så ändrar de den på det sätt som beskrivs av den heldragna linjen. En ränta som är lägre än den neutrala stimulerar efterfrågan och inflationen, medan en ränta som är högre än den neutrala har motsatta effekt. Centralbankerna kan inte sätta vilken ränta som helst, utan måste förhålla sig till den neutrala räntan. Eftersom den neutrala räntan idag är historiskt låg krävs att centralbankens styrränta är *mycket* låg för att få en expansiv effekt. Den här trenden har medfört att styrräntan i många länder idag är på eller nära den nedre gränsen och skulle ha varit ännu lägre om man hade bedömt att detta vore möjligt. Penningpolitiken är idag med andra ord klämd från två håll – å ena sidan av pandemin och fallet i efterfrågan som dämpar inflationen och å den andra av förhållanden som gör det är svårt att sänka räntan för att motverka detta.

Vad innebär en inflationsprognos under målet?

Så hur ska man tolka det faktum att Riksbankens inflationsprognoser ligger under målet? En tolkning har varit att ”Riksbanken nu har gett upp inflationsmålet”. Om man med detta enbart menar att vi accepterar att inflationen inte riktigt når 2

² Skingsley (2016).

³ Framför allt Larry Summers varnade för att Federal Reserves utrymme för räntesänkningar skulle vara för litet för att effektivt kunna hantera en kraftig lågkonjunktur, se till exempel Summers (2016).

⁴ Se till exempel Lundvall (2020) för en genomgång av faktorer som har drivit på nedgången i realräntorna.

procent på några års sikt så stämmer det förstås – det är ju den prognos vi själva gör. Däremot vill jag göra helt klart att det inte stämmer om man menar att vi har övergett målet i mer allmän bemärkelse och i stället avser att inrikta oss på något annat.

Vad som gör mig en aning bekymrad är att det på en del håll tycks finnas en uppfattning om att inflationsmålet har spelat ut sin roll. Argumentet är ungefär att inflationsmålet var bra en gång i tiden för att få ned inflationen från de alltför höga nivåer den då varierade kring, men sedan vi väl fått låg inflation så fyller målet inte längre någon funktion utan kan lika gärna överges. Men poängen med inflationsmålet är inte bara att förhindra för hög inflation utan också att se till att inflationen inte blir för låg. Båda delarna är viktiga för att penningpolitiken ska kunna ge ett positivt bidrag till den ekonomiska utvecklingen.

Om man ska se något positivt i den situation som världen nu befinner sig i så är det att den har ställt den internationella diskussionen på sin spets: Måste centralbankernas penningpolitiska ramverk anpassas för att klara de utmaningar vi står inför och i så fall, på vilket sätt? Många länder och centralbanker sitter nu i samma båt och det är tydligt att det i hög grad handlar om gemensamma problem, som i grunden bottenar i att det låga neutrala reala ränteläget är bekymmersamt, snarare än om att vissa centralbanker gjort rätt och andra fel de senaste tio åren eller så. Jag vill här redogöra för hur jag ser detta.

Räntan behövs som penningpolitiskt verktyg

En mycket central fråga är, som jag ser det, följande: "Hur ska vi se till att penningpolitiken i framtiden har utrymme att motverka recessioner och ökad arbetslöshet?", eller kanske mer precist "Hur ska vi förhindra att utrymmet att motverka recessioner i framtiden inte blir mindre än det är idag?" Jag skulle vilja börja besvara den frågan genom att gå igenom tre centrala delfrågor och relatera till framför allt den svenska debatten, och då framför allt till den argumentation som går ut på att inflationsmålet har spelat ut sin roll:

- Är det bra om centralbanken kan motverka recessioner med räntesänkningar?
- Är det lättare att motverka recessioner om räntan i normalläget är någorlunda hög än om den är väldigt låg?
- Är räntan i genomsnitt högre om inflationen i genomsnitt är någorlunda hög än om den är mycket låg?

Är det bra om centralbanken kan motverka recessioner med räntesänkningar?

Svaret på frågan om det är bra om centralbanken kan motverka recessioner med räntesänkningar kan framstå som självklart men frågan är ändå en bra utgångspunkt. De flesta är nog överens om att en centralbank fyller en viktig funktion för stabilisera ekonomin och förhindra att arbetslösheten stiger oacceptabelt mycket

när recessioner inträffar. Vi har som sagt inom loppet av bara lite mer än ett decennium sett exempel på att kraftfulla åtgärder från centralbanker verkligen behövts för att inte arbetslösheten ska dra iväg.

Jag tror att de flesta också är överens om att räntan är ett bra penningpolitiskt verktyg. Visserligen har den penningpolitiska verktygslådan fler instrument, men räntan är tveklöst det mest inarbetade och det som vi vet mest om när det gäller hur det fungerar. Jag ganska säker på att de allra flesta skulle tycka att det vore en fördel om centralbankerna även i framtiden skulle kunna använda räntan som det huvudsakliga verktyget för att stimulera ekonomin, motverka arbetslöshet och hålla inflationen låg och stabil.⁵

Är det lättare att motverka recessioner om räntan *i normalläget* är någorlunda hög än om den är väldigt låg?

När det gäller den andra frågan – ”Är det lättare att motverka recessioner om räntan i normalläget är någorlunda hög än om den är väldigt låg?” – är det förstås ganska uppenbart att om det normala är att räntan kan sänkas från en nivå som inte ligger alltför lågt så är det att föredra framför att räntan redan i normalläget är låg och inte kan sänkas speciellt mycket. Men vad avses egentligen med normalläget? Det leder in på nästa fråga.

Är räntan i genomsnitt högre om inflationen i genomsnitt är någorlunda hög än om den är mycket låg?

Som jag redan varit inne på består räntan, enkelt uttryckt, av en real del och en del som utgör ersättning för inflationen.⁶ I en värld med en mycket låg genomsnittlig inflation kommer därför det allmänna ränteläget – räntan i normalläget – att vara lägre än i en värld där inflationen i genomsnitt är högre. Som jag nyss konstaterade är ett skäl till att ränteläget idag är lägre än under exempelvis 1980-talet just att inflationen har fallit. En lägre inflation var ju också precis vad vi ville att inflationsmålpolitiken skulle åstadkomma. Men det är inte bara en varaktigt alltför *hög* inflation som kan ställa till problem, det kan även en varaktigt alltför *låg* inflation göra.

Anta att inflationen i ett land i genomsnitt är 2 procent medan den i ett annat i genomsnitt är 0 procent – orsaken kan exempelvis vara att de har olika inflationsmål. Räntan i det första landet kommer därför att vara 2 procentenheter högre än i det andra landet, eftersom den som lånar pengar inte behöver betala någon kompensation för inflationen, om denna är noll.

Anta nu att en lågkonjunktur inträffar i de båda länderna, och respektive centralbank behöver sänka räntan. Anta också att det *reala* ränteläget är rekordlåg, såsom fallet är idag, och att den neutrala nivån på styrräntan därför redan är låg.

⁵ De exempel som jag använder fokuserar på centralbankens styrränta, men resonemanget kan också breddas till längre räntor. Okonventionell penningpolitik i form av köp av värdepapper verkar bland annat genom att sänka längre räntor.

⁶ Sambandet beskrivs av den så kallade Fisherekvationen, namngiven efter den amerikanske Irving Fisher, känd bland annat för sina arbeten om ränteteori och skuldeflation under de första decennierna på 1900-talet. Fisherekvationen brukar skrivas $i = r + \pi$, där i är den nominella räntan, r den reala räntan och π inflationen.

Utrymmet att sänka räntan i det andra landet är mindre än i det första. När styr-räntan i det andra landet når sin nedre gräns återstår 2 procentenheter att sänka i det första landet. Det går med andra ord inte att göra penningpolitiken lika expansiv i landet där inflationen i genomsnitt är noll och det blir därför svårare att motverka lågkonjunkturen (se diagram 5).⁷

Penningpolitiskt utrymme att motverka recessioner och hålla uppe sysselsättningen är givetvis bra i sig, men en högre genomsnittlig inflationstakt minskar också risken för att hamna i ett läge med varaktig *deflation*, det vill säga att den allmänna prisnivån i ekonomin faller. Deflation är skadligt på många sätt, bland annat därför att den reala bördan på skulder ökar, vilket kan få låntagare att minska sin konsumtion. Orsaken till deflationen är ofta ett bortfall i efterfrågan i ekonomin och den här typen av mekanismer kan då ytterligare förstärka nedgången. Med en deflation som biter sig fast blir det dessutom *ännu* svårare att använda penningpolitiken för att vända utvecklingen än om inflationen skulle vara noll.⁸

Ränteverktyget förutsätter viss inflation

Så för att sammanfatta: Jag tror att de allra flesta skulle besvara de tre frågor jag gått igenom jakande och den slutsats som man då landar i är att det är bra om centralbanker kan använda räntan för att motverka recessioner och detta är lättare att göra om det finns en viss genomsnittlig inflation i ekonomin. Ambitionen att upprätthålla inflationsmålet handlar med andra ord inte bara om att låg och stabil inflation är fördelaktigt i sig, utan också om att det är ett sätt att se till att räntan kan användas som ett penningpolitiskt verktyg.

Det är värt att notera detta har implikationer för den argumentation som går ut på att centralbanken inte borde bry sig om inflationen överhuvudtaget utan fokusera på annat, som att balansera konjunkturen eller dämpa finansiella cykler. För att kunna göra detta effektivt krävs att man kan använda räntan och för att kunna använda räntan krävs en viss genomsnittlig inflation.

Det kan också vara värt att notera att det finns en internationell debatt som betonar att eftersom den neutrala räntan är historiskt låg så ger även ett inflationsmål på 2 procent ett alltför litet penningpolitiska utrymme. Målet borde därför vara högre.⁹ Jag tänkte inte beröra den debatten här idag, utan fokusera på hur man kan försöka behålla det penningpolitiska utrymme som ett inflationsmål på 2 procent trots allt ger. Att förhindra att utrymmet krymper *ytterligare* framstår, när allt kommer omkring, som ett mer akut problem för ögonblicket.

⁷ Det är värt att notera att det inte bara är styrräntan som begränsas av en nedre gräns, utan också längre räntor. Även så kallade kvantitativa lättnader som syftar till att sänka längre räntor blir därmed mindre effektiva i en miljö med mycket låg inflation, se Gagnon och Collins (2019).

⁸ Se till exempel Broadbent (2015).

⁹ Se till exempel Blanchard, Dell’Ariccia, och Mauro (2013), Ball (2014), Krugman (2014), Rosengren (2015) och Gagnon och Collins (2019). Även min kollega i direktionen, Per Jansson, menade i ett tal 2018 att av de olika förslagen som cirkulerar i den internationella diskussionen skulle ett höjt inflationsmål vara att föredra, även om han också poängterade att det är svårt att göra en sådan förändring frikopplat från omvärlden (Jansson, 2018).

Vägen framåt – kommunikationen svår men central

Så hur tar vi oss bäst vidare från det läge vi är i nu? Jag tänkte dela upp mitt svar på den frågan i två delar: Dels hur jag menar att man kan agera givet det penningpolitiska ramverk och den målformulering vi nu har, dels vilka förändringar i ramverket och målformuleringen som skulle kunna vara tänkbara. I det senare fallet kommer jag att utgå från de förändringar i strategin och målformuleringen som den amerikanska centralbanken Federal Reserve genomförde för lite drygt en månad sedan.

I det tal jag höll 2016 menade jag att det är helt centralt att tydliggöra för hushåll, företag och marknadsaktörer att även om prognosen för inflationen understiger målet under hela prognosperioden så innebär detta inte att centralbanken har gett upp inflationsmålet. En fara är annars att inflationsförväntningarna börjar falla och till sist fastnar på en mycket låg nivå. Detta skulle kunna leda till att man blir ekonomin i det tidigare exemplet med noll i genomsnittlig inflation och stora svårigheter att använda räntan som ett verktyg för att motverka recessioner och ökad arbetslöshet.

I talet 2016 framhöll jag också att jag var ganska optimistisk om utsikterna för att detta skulle lyckas. En parallell jag lyfte fram var regimskiftena i centralbanksvärlden under 1980- och 1990-talen, då idéerna om självständiga myndigheter med tydliga uppdrag och mandat för penningpolitiken blev ett framgångsrikt recept för att stabilisera inflationsutvecklingen och höja tilltron till penningpolitiken i en lång rad länder. Men en omständighet som komplicerar och som jag inte tog upp då var att det är lättare att få gehör för att hög inflation är skadlig än för att mycket låg inflation är det. När inflationen är hög är problemen uppenbara för de flesta, i synnerhet om den dessutom varierar mycket. Problemen med för låg inflation kan, som förhoppningsvis har framgått av min diskussion här, vara nog så allvarliga, men märks inte på samma sätt "till vardags" utan först i riktigt dåliga tider. Det ställer större krav på centralbankens kommunikation.

I talet 2016 gick jag heller inte in på *hur* penningpolitiken och den penningpolitiska kommunikationen bör se ut mer konkret i ett läge där inflationen inte förväntas nå upp till målet inom prognosperioden, och där det finns en risk för att de långsiktiga inflationsförväntningarna sjunker och fastnar på en för låg nivå. Vi var ju inte riktigt där ännu vid den tiden, men eftersom många länder nu befinner sig i en situation där en sådan risk är en realitet är detta ett problem som det är angeläget för världens centralbanker och regeringar att ta tag i.

Fortsatt expansiv politik med möjliga modifieringar

Så, om jag återgår till Riksbanken, hur menar jag att vi ska agera mer konkret – vad bör planen från nu och framåt vara? När det gäller kommunikationen på det principiella planet bör vi, som jag redan varit inne på, dels vara fullständigt tydliga med att penningpolitiken alltså är inriktad på inflationsmålet, dels fortsätta att betona *varför* det är viktigt att inflationsmålet ligger en bit över noll – med hjälp av exempelvis de tre frågor jag nyss gick igenom. Att förklara varför ett sådant respektavstånd till nollinflation och deflation är centralt är inget nytt i vår kommunikation, men eftersom det är viktigare än någonsin att det finns en bred förståelse för det i samhället behöver vi öka ansträngningarna.

Själva politiken bör förstås i enlighet med detta fortsätta att vara expansiv, med de verktyg vi förfogar över. Här idag har jag fokuserat på räntan, den faktiska och förväntade, och tänkte inte säga särskilt mycket om andra verktyg.¹⁰ Dessa har tveklöst varit viktiga i det läge som uppstått, men min huvudtes är att räntan är att föredra som det huvudsakliga penningpolitiska verktyget.

Viktigare roll för finanspolitiken

Ett förhållande som blivit uppenbart de senaste åren är dock att finanspolitiken framöver behöver dra ett tyngre stabiliseringspolitiskt lass än vad som varit fallet de senaste decennierna. Det har länge funnits en tendens att se det som att det är penningpolitikens och inte finanspolitikens uppgift att stabilisera konjunkturen när växelkursen är rörlig. Men centralbankernas gradvis minskade handlingsutrymme har bidragit till en omprövning av finanspolitikens stabiliseringspolitiska roll – penningpolitiken kan inte längre vara ”the only game in town”, som bland annat tidigare ECB-chefen Mario Draghi uttryckt det.¹¹

Vanligen uttrycker man det som att finanspolitiken ska hjälpa till att parera ekonomiska nedgångar. En intressant tanke som jag menar att man gärna skulle kunna fundera lite mer på är om finanspolitiken skulle kunna spela en mer explicit roll även när det gäller att upprätthålla inflationsmålet.¹² När allt kommer omkring är inflationsmålet i de flesta länder något som det politiska systemet står bakom. Det är alltså inte bara centralbankens mål utan ett samhälleligt mål. Även finanspolitiken kommer att fungera bättre om inflationsmålet kan förbli ankaret inom pris- och lönebildningen. I det ljuset framstår det inte som helt onaturligt att finanspolitiken i exceptionella lägen kan ge understöd till penningpolitiken när det gäller att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet – och därigenom säkerställa att centralbankens styrränta kommer att kunna vara ett effektivt verktyg även i framtiden.

Villkora penningpolitiken en möjlig väg?

Ett område som vi som centralbank själva styr över och där vi förmodligen skulle kunna bli mer effektiva är vår kommunikation om penningpolitiken framöver. Visserligen publicerar vi sedan många år tillbaka en prognos för reporäntan de kommande åren. Men dessvärre måste vi konstatera att våra prognoser det senaste decenniet systematiskt har överskattat hur snabbt räntan kan höjas. Den överskattningen har vi inte varit ensamma om – marknadens prognoser har sett ganska snarlika ut (diagram 6). De var visserligen tydligt bättre än Riksbankens under perioden 2011–2013 men mönstret är i grunden detsamma – stora överskattningar och prognoser med dålig träffsäkerhet. Det är därmed fullt naturligt om ränteprognosens värde som vägvisare vad gäller den framtida reporäntan har devalverats en del.¹³

¹⁰ För en mer detaljerad diskussion av Riksbankens penningpolitiska verktygslåda, se Ingves (2020).

¹¹ Det har dessutom nyligen framförts tankar om att finanspolitik i vissa lägen är ett effektivare stabiliseringspolitiskt verktyg än penningpolitik i och med att finanspolitiska åtgärder på ett mer träffsäkert sätt kan riktas mot de enskilda sektorerna i ekonomin där problemen är störst, se Woodford (2020).

¹² Se till exempel Sims (2016). Tanken har förts fram tidigare även i den svenska debatten, se Borg (2003).

¹³ För en utförlig genomgång av Riksbankens erfarenheter av att publicera ränteprognoser, se Sveriges riksbank (2017).

En tanke som jag för egen del är positiv till är att inte bara publicera en ränteprognos utan också komplettera den med en utfästelse om att villkora, eller betinga, politiken på en viss utveckling i ekonomin.¹⁴ Det som i dagsläget ligger närmast till hands är att göra klart att styrräntan kommer att hållas kvar vid noll till dess att inflationen nått en viss nivå.

Det vanliga är annars att centralbanker börjar höja räntan redan innan inflationen nått upp till målet – man börjar, så att säga, bromsa lite i förväg. Men läget nu är annorlunda. Ett problem för Riksbanken och många andra centralbanker det senaste decenniet har varit att inflationen har tenderat att ligga under målet. Om detta skulle gälla även framöver så finns en risk att inflationsförväntningarna i ekonomin sjunker, även de långsiktiga. Som jag redan förklarat skulle detta göra det svårare att stimulera ekonomin med räntan. Detta skulle kunna innebära att lågkonjunkturer blir djupare, inflationen och inflationsförväntningarna sjunker ytterligare, och så vidare i en negativ spiral. Det finns därför god anledning att slå vakt om symmetrin i inflationsmålet.

Att inte höja räntan förrän inflationen nått målet är ett sätt att inte bromsa i förväg. Om man i en konjunkturuppgång väntar tills dess med att höja räntan är det sannolikt att inflationen under en period därefter kommer att ligga över målet. Riksbankens direktions har under senaste åren, senast i den penningpolitiska rapporten i september, öppnat för att inflationen kan komma att ligga över 2 procent innan det är dags att göra penningpolitiken mindre expansiv. En möjlighet skulle kunna vara att villkora politiken också mer formellt. För att en sådan strategi ska fungera krävs att en majoritet står bakom den och särskilt kraftfull blir den förstås om den kommuniceras av en enad direktions.

Intressanta strategiändringar av Federal Reserve

Att hålla de långsiktiga inflationsförväntningarna i ekonomin förankrade vid 2 procent förefaller ha varit en viktig utgångspunkt för de förändringar som den amerikanska centralbanken Federal Reserve gjorde för lite mer än en månad sedan i sin strategi och målformulering.¹⁵ Förändringarna var de första sedan 2012 när inflationsmålet introducerades och den översyn som föregick förändringarna motiverades av att förutsättningarna sedan dess har ändrats i tre viktiga avseenden:

- Den neutrala räntan har fortsatt att falla och är idag rekordlåg.
- Inflationen och inflationsförväntningarna har systematiskt legat under Feds mål på 2 procent.
- Arbetslösheten i USA hade innan pandemin fallit till den lägsta på 50 år utan att detta satt några märkbara spår i inflationsutvecklingen.

Det är framför allt två av Feds ändringar som är centrala utifrån min diskussion här idag. För det första ska penningpolitiken sikta på att inflationen ska överstiga

¹⁴ I den ekonomiska litteraturen brukar en sådan strategi kallas för betingad "forward guidance".

¹⁵ För en beskrivning av dessa förändringar, se Federal Reserve (2020) samt Powell (2020), Clarida (2020), Brainard (2020).

2 procent under en period om inflationen tidigare har legat under 2 procent. Tidigare målavvikelser ska alltså kompenseras med avvikelser åt andra hållet.¹⁶ Detta är nytt. I konventionell inflationsmålpolitik betraktas avvikelser från mål som ”bygones” som inte behöver kompenseras.

I sitt anförande i Jackson Hole i augusti kallade Fedchefen Jerome Powell detta en ”flexible form of average inflation targeting”. Vad Federal Reserve är bekymrade över är det förhållande som jag tog upp tidigare, det vill säga att om inflationen inte ens som genomsnitt över en lång period når upp till målet så riskerar detta förr eller senare att spilla över på de långsiktiga inflationsförväntningarna i ekonomin. Man vill därför göra klart att man strävar efter att inflationen ska vara i genomsnitt 2 procent – ”average inflation targeting”.¹⁷ Däremot har man valt att inte låsa sig för någon specifik formel för hur medelvärdet ska beräknas, exempelvis över vilken period det ska gälla – därav termen ”flexible”.

Den andra viktiga förändringen gäller synen på hur arbetsmarknaden ska påverka de penningpolitiska besluten. Tidigare var formuleringen att de penningpolitiska besluten vägledades av *avvikelser* från maximal sysselsättning. Dessa avvikelser kunde förstås vara såväl positiva som negativa. Enligt den nya formuleringen ska besluten framöver baseras på en bedömning av i vilken utsträckning sysselsättningen *understiger* maximal sysselsättning.¹⁸

I praktiken innebär detta att låg arbetslöshet eller hög sysselsättning som sådana inte kommer att utlösa penningpolitiska åtstramningar, om inflationen inte samtidigt tagit fart. Fed säger med andra ord att man inte kommer att riskera att bromsa för tidigt i konjunkturuppgångar, utan låta dessa fortgå längre än vad som kanske tidigare varit fallet. Ett skäl är att om en stark arbetsmarknad kan bibehållas under en längre tid så gynnas svagare grupper som annars kan ha svårt att få sysselsättning. Därmed ökar den totala sysselsättningen, men det finns alltså, intressant nog, även fördelningshänsyn inbakade i detta.

Det här är utan tvekan intressanta förändringar. Jag uppfattar dem framför allt som en programförklaring som visar hur man tänker agera framöver och en signal om beslutsamheten när det gäller att uppfylla målen.¹⁹ Som jag ser det kan Fed i och med detta sägas ha anpassat sin strategi på ett mer konkret sätt för att tackla de utmaningar de flesta centralbanker idag står inför. Eftersom den penningpolitiska situationen i USA har mycket gemensamt med den i många andra länder så kommer dessa förändringar att analyseras noggrant av centralbanker världen över. Förändringarna kan visserligen ses mer som en ”evolution” än ”revolution”

¹⁶ Feds kommunikation hittills har fokuserat på målavvikelser nedåt som kompenseras med att man därefter skjuter över målet.

¹⁷ För en mer detaljerad beskrivning av ”average inflation targeting”, se Nessén och Vestin (2005).

¹⁸ Formuleringarna på engelska är ”deviations from maximum employment” respektive ”shortfalls from maximum employment”.

¹⁹ Powell (2020) uttrycker det på följande sätt: ”Overall, our new Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy conveys our continued strong commitment to achieving our goals, given the difficult challenges presented by the proximity of interest rates to the effective lower bound.”

av Feds penningpolitik.²⁰ Men de är ändå tillräckligt stora för att andra centralbanker ska behöva förhålla sig till dem och föra en diskussion om huruvida de bör göra något liknande. Det gäller givetvis även Riksbanken.

Mina viktigaste budskap

Låt mig avsluta med att återupprepa mina viktigaste budskap. Pandemin har ställt den internationella diskussionen om centralbankernas penningpolitiska ramverk och strategier på sin spets. Behöver dessa anpassas till det nya läget och, i så fall, hur ska det gå till? En central fråga är, som jag ser det: "Hur ska vi se till att penningpolitiken även i framtiden har utrymme att motverka recessioner och ökad arbetslöshet?"

Att hålla inflationen låg och stabil har givetvis ett värde i sig. Men jag har också förklarat hur viktigt det är att upprätthålla inflationsmålet för att räntan ska kunna användas som ett penningpolitiskt verktyg även i framtiden. Det faktum att Riksbankens prognoser inte riktigt når upp till 2 procent ska därmed inte ses som att vi har övergett målet och avser att inrikta oss på något annat framöver, utan enbart som att det tar längre tid att nå det än vad vi vanligtvis räknar med.

Själva politiken bör förstås fortsätta att vara expansiv, med de verktyg vi idag förfogar över. Men i det läge som uppstått är det också ganska uppenbart att finanspolitiken behöver spela en större stabiliseringspolitisk roll än vad som varit fallet de senaste decennierna. En tanke som jag åtminstone vill vädra är om finanspolitiken borde ge understöd till penningpolitiken inte bara när det gäller att motverka konjunkturedgångar, utan också när det gäller att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Inflationsmålet är ju, när allt kommer omkring, inte enbart Riksbankens mål utan ett samhällsligt mål som en politisk majoritet står bakom.

När det gäller kommunikationen av penningpolitiken skulle en möjlighet vara att komplettera ränteprognosen med en utfästelse om att villkora politiken på en viss utveckling i ekonomin, exempelvis att inflationen ska ha uppnått en viss nivå innan man höjer räntan. En sådan betingning kan ses som ett sätt att minska risken att penningpolitiken bromsar alltför tidigt i en konjunkturuppgång, vilket i sin tur är ett sätt att betona vikten av symmetri i inflationsmålet. Ett problem för Riksbanken och många andra centralbanker det senaste decenniet har ju varit att inflationen systematiskt har tenderat att ligga under målet.

Vikten av att behandla inflationsmålet symmetriskt och att inte bromsa för tidigt i konjunkturuppgångar förefaller också ha varit ledstjärnor för de strategiförändringar som den amerikanska centralbanken Federal Reserve tillkännagav i slutet av augusti. Jag tycker att dessa förändringar är intressanta och tänkvärda, och Riksbanken kommer att analysera dem noga.

²⁰ Clarida (2019) förutskickade i maj 2019 att den översyn som Federal Reserve påbörjade tidigt samma år var "more likely to produce evolution, not a revolution, in the way we conduct monetary policy".

Referenser

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

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

Borg, Anders (2003), "Modern finanspolitik – en syntes mellan Keynes och Friedman", Ekonomisk Debatt nr. 7.

Brainard, Lael (2020), "Bringing the Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy into Alignment with Longer-Run Changes in the Economy", anförande vid "How the Fed Will Respond to the COVID-19 Recession in an Era of Low Rates and Low Inflation", an event hosted by the Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at the Brookings Institution, Washington, D.C., 1 september.

Broadbent, Ben (2015), "The economics of deflation", anförande vid Imperial College Business School, London, 27 mars.

Clarida, Richard H. (2019), "The Federal Reserve's Review of Its Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices", anförande vid the Conference on Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices (A Fed Listens Event), Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago, Illinois

Clarida, Richard H. (2020), "The Federal Reserve's New Monetary Policy Framework: A Robust Evolution", anförande vid the Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C., 31 augusti.

Federal Reserve (2020), "Federal Open Market Committee announces approval of updates to its Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy", pressmeddelande, 27 augusti, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200827a.htm>

Gagnon, Joseph E. och Christopher G. Collins (2019), "The Case for Raising the Inflation Target Is Stronger than You Think", Realtime Economic Issues Watch, Peterson Institute for International Economics, <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/case-raising-inflation-target-stronger-you-think>

Ingves, Stefan (2020), "Den penningpolitiska verktygslådan", anförande vid Nationalekonomiska Föreningen, 10 juni.

Jansson, Per (2018), "Penningpolitik i sämre tider – vilka möjligheter står till buds?", anförande på Svensk Försäkring, 4 december.

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

Lundvall, Henrik (2020), "Vad driver den globala trenden mot lägre realräntor?", Penning- och valutapolitik 2020:1.

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

Powell, Jerome H. (2020), "New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review", anförande vid "Navigating the Decade Ahead: Implications for Monetary Policy", an economic policy symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 27 augusti.

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

Sims, Christopher A. (2016), "Fiscal Policy, Monetary Policy and Central Bank Independence", lunchanförande vid "Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future", an economic policy symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 26 augusti.

Skingsley, Cecilia (2016), "Ny spelplan för penningpolitiken: Vad kan en liten öppen ekonomi vänta sig?", anförande vid Kammarkollegiets kapitalmarknadsdag, 19 maj.

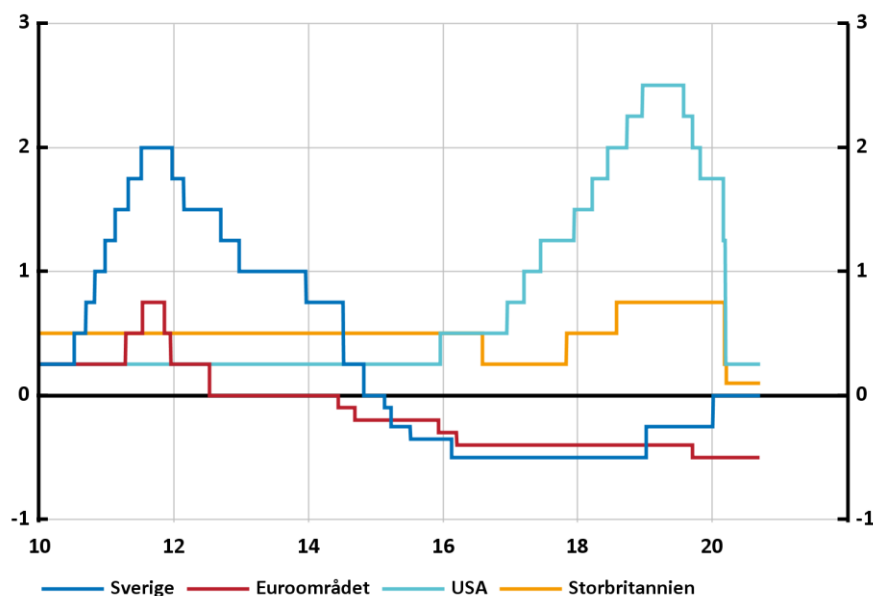
Sveriges riksbank (2017), "Riksbankens erfarenheter av att publicera reporänteprognoser", Riksbanksstudier, juni 2017.

Summers, Lawrence H. (2016), "The Fed thinks it can fight the next recession. It shouldn't be so sure", kolumn i Washington Post, 6 september, <https://www.washingtonpost.com/news/wonk/wp/2016/09/06/larry-summers-the-fed-thinks-it-can-fight-the-next-recession-it-shouldnt-be-so-sure/>

Woodford, Michael (2020), "Effective Demand Failures and the Limits of Monetary Stabilization Policy", NBER Working Paper No. 2776.

Diagram 1: Styrrentor vid nedre gränsen

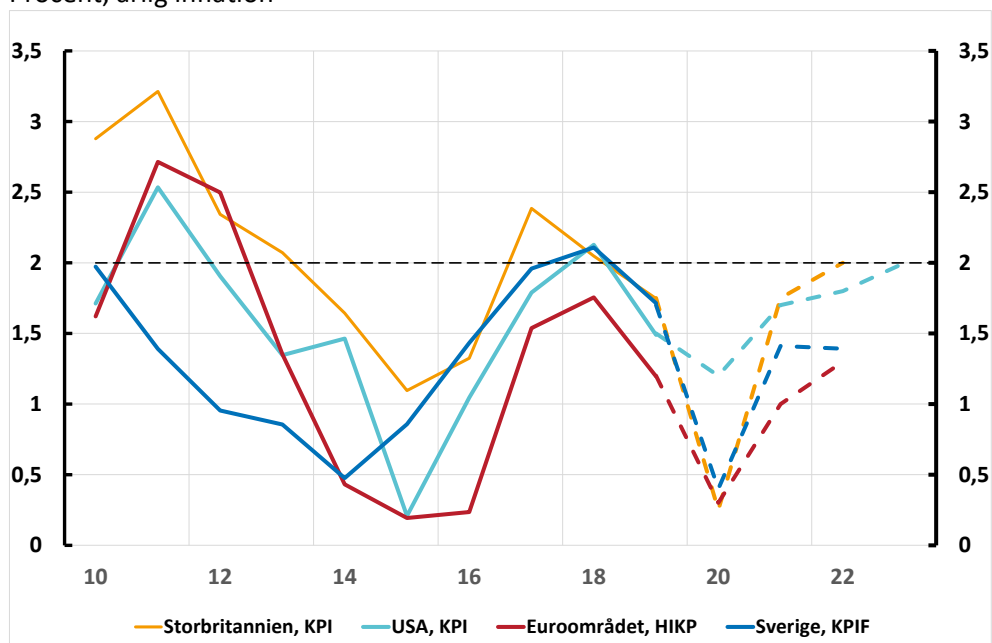
Procent



Källor: BOE, ECB, Federal Reserve och Riksbanken.

Diagram 2: Inflationsprognoser under målet

Procent, årlig inflation

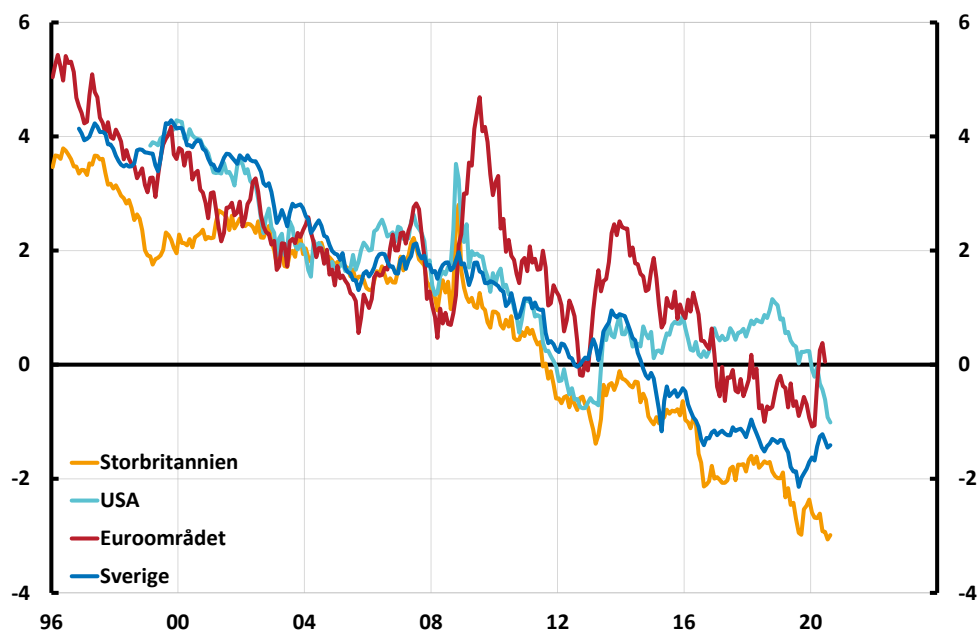


Källor: BOE, ECB, Federal Reserve och Riksbanken.

Anm. Inflation avser KPIF, HIKP och KPI. Årsdata. USAs inflationsprognos avser medianen av FOMC-medlemmarnas enskilda prognoser. Euroområdets inflationsprognos avser ECB och Eurosystems medarbetares prognoser.

Diagram 3: Nedåtgående trend för globala räntor

Procent



Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken.

Anm. Reala statsobligationsräntor, 10 års löptid.

Diagram 4: Låg neutral ränta gör expansiv penningpolitik svårare

Styrränta

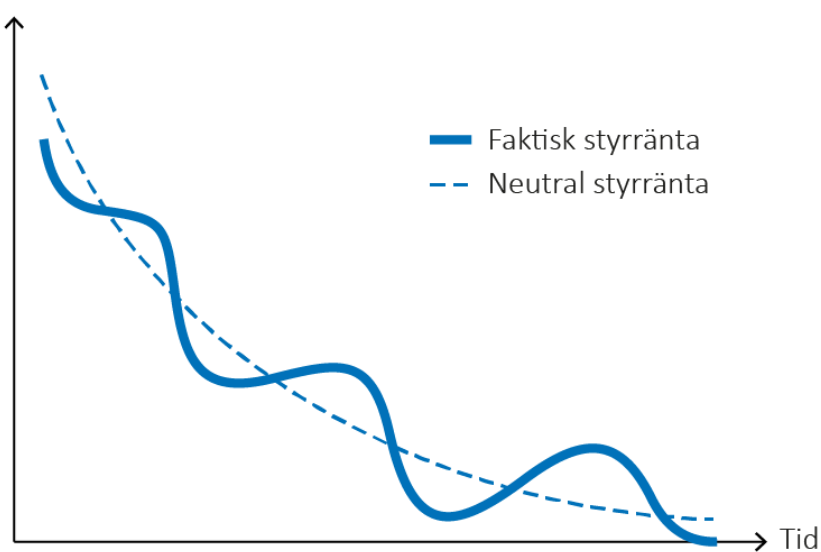


Diagram 5: Mindre penningpolitiskt utrymme med lägre inflationsmål

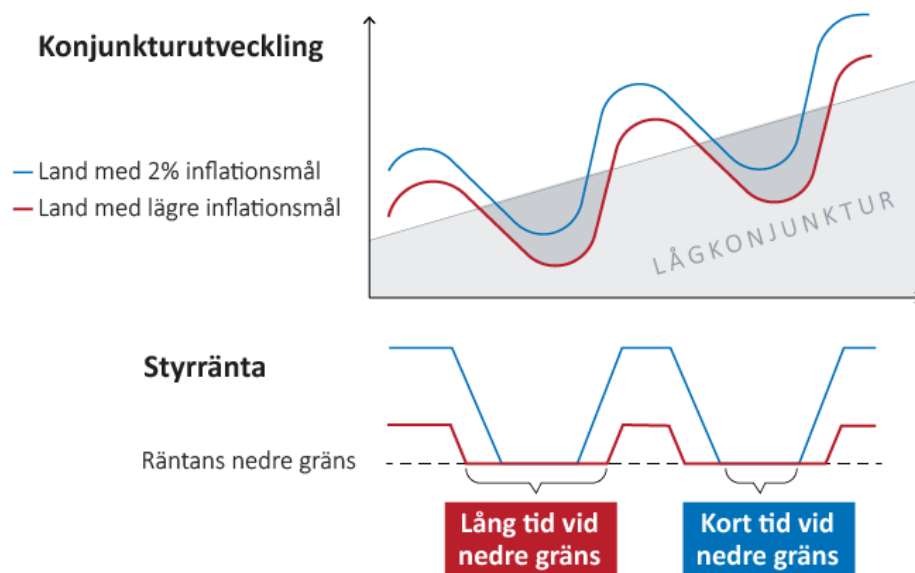
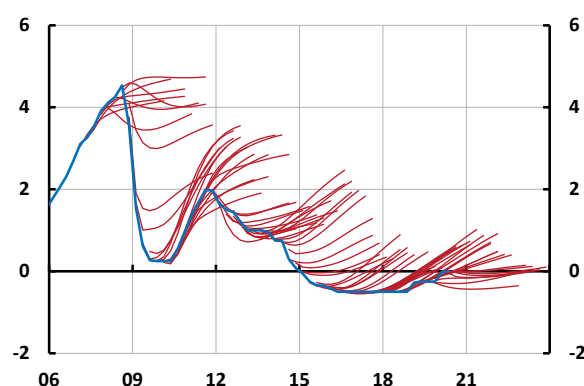
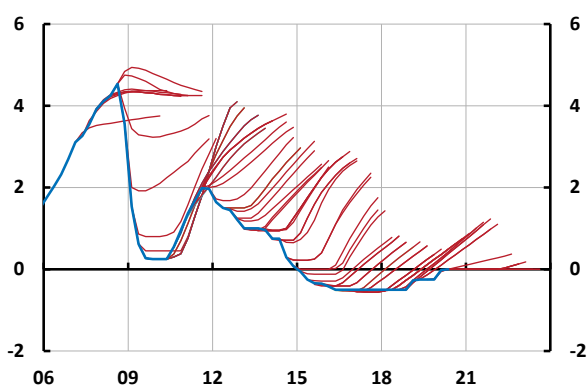


Diagram 6: Svårt att göra prognoser för styrräntan

Riksbanken

Marknaden



Källor: Thomson Reuters och Riksbanken

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.