ANFÖRANDE

DATUM: 2016-04-07
TALARE: Vice riksbankschef Cecilia Skingsley
PLATS: Danske Bank, Stockholm

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

Ett år av minusränta. Var står vi?*

Tack för möjligheten att komma hit idag. Jag vill tala om tre saker:

Går det att föra en nationell penningpolitik i en komplicerad omvärld? Hur har den svenska penningpolitiken sett ut de senaste åren? Vilka överväganden bör styra vår väg framåt?

Går det att föra en nationell penningpolitik i en komplicerad omvärld?

Jag tror att de flesta känner igen sig i beskrivningen att tillväxten och återhämtningen efter den globala finanskrisen har varit en besvikelse i de flesta länder. I många fall har bakslagen varit kraftiga och långvariga, så som i södra Europa, i andra har tillväxten varit positiv men låg.

I avsikt att leva upp till sina prisstabilitetsuppdrag, har många centralbanker därför satt in mer långtgående och mer långvariga penningpolitiska stimulansåtgärder än någon tidigare har föreställt sig skulle kunna bli aktuella.

Hur har vi då hamnat här, med en så låg räntenivå?

På lång sikt är det strukturella faktorer som förutsättningarna för tillväxt och viljan att spara som avgör nivån på realräntan. Som en liten och öppen ekonomi får Sverige i princip ta den internationella realräntan som given. Penningpolitiken kan inte påverka realräntan nämnvärt på längre sikt men den påverkar inflationen och inflationsförväntningarna.

På senare år har IMF och andra prognosorganisationer ett flertal tillfällen reviderat ner sina BNP-prognoser. Ser man på realräntorna började de falla redan före finanskrisen och realräntorna har sjunkit även under perioder med högre tillväxt. Åsikterna skiftar om orsakerna till denna nedväxling. Den mer pessimistiska linjen talar om varaktig stagnation, där sparandet ökat och investeringsviljan minskat på grund av till exempel befolkningens sammansättning, växande inkomstklyftor och svag teknologisk utveckling. Detta har i sin tur drivit ned den räntenivå som är förenlig med normalt resursutnyttjande.

* Tack för värdefulla synpunkter och hjälp, Christina Nyman, Ulf Söderström, Charlotta Edler, Marianne Sterner, Emil Brodin och Anders Vredin.

- Den andra mer optimistiska linjen gör gällande att kvardröjande effekter från den globala finanskrisen, som skuldavveckling och ökad politisk osäkerhet, förklarar nedväxlingen men att dessa effekter är övergående.[1]

Längre realräntor och inflation

Men det är inte bara realräntorna som sjunkit. Under de senaste åren har även inflationen visat en nedåtgående trend. Denna trend började senare än realräntenedgången men Sveriges inflation började sjunka något före andra västländers som USA och euroområdet. Det allra senaste årets inflationsnedgång i euroområdet, har till en viss del sin förklaring i fallen i energipriserna. Men även den underliggande inflationen har vänt nedåt i kölvattnet av både bankkris och eurokris.

Att både realräntan och inflationen sjunkit måste man ta hänsyn till i de penningpolitiska avvägningarna. Den grundläggande tankegången om penningpolitikens stabiliseringsförmåga under rörlig växelkurs utgår från en bedömning om en normal nominell ränta, enkelt beskriven som ett intervall för en nominell ränta som varken gasar eller bromsar ekonomin. För att uppskatta hur hög den normala nominella räntan ska vara utgår vi från realräntan och lägger därefter på inflationsmålet. Om realräntan är 2 procent och inflationsmålet 2 procent bör den nominella räntan bli runt 4 procent. Om realräntan stiger till 3 procent och inflationsmålet är oförändrat 2 procent blir den nominella räntan 5 procent och så vidare.

Men som jag precis visat har utvecklingen snarare pekat nedåt. Lägre realräntor och lägre inflation och inflationsförväntningar trycker den nominella räntan nedåt. För att åstadkomma stimulans från penningpolitiken måste centralbanken då ta i mer.

Denna utveckling väcker några avgörande frågor: Vad beror realräntenedgången och inflationsnedgången på? Har vi att göra med tillfälliga eller permanenta förändringar? Övertolkar centralbankerna sina prisstabilitetsuppdrag eller har de inte gjort tillräckligt för att häva den låga inflationen? En och annan menar att det mesta är centralbankernas fel. Jag tror att en del av den intensiva och synpunktsrika debatt som förs om penningpolitiken både internationellt och här i Sverige har sin förklaring i att vi ekonomer lutar åt olika svar på de här frågorna. De svaren präglar i sin tur åsikterna om vad som är den bästa politiken på både kort och lång sikt.

Hur har den svenska penningpolitiken sett ut de senaste åren?

Den svenska penningpolitiska strategin innebär att stabilisera inflationen runt målet och sträva efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor.

Om vi backar två år tillbaka i tiden, till tiden före aprilmötet 2014, hade inflationen mätt som KPIF en tid legat kring 1 procent, vilket är för lågt med tanke på att Riksbanken vill upprätthålla förtroendet för inflationsmålet på 2 procent som ett ankare för pris-och lönebildningen. En annan observation från april 2014 var att de mer långsiktiga inflationsförväntningarna sjunkit under tvåpro-

[1] Se vice riksbankschef Henry Ohlsons tal 18 mars 2016 " Beslut idag, konsekvenser långt in i framtiden", för en längre genomgång.

centsnivån. Det blev under året gradvis allt tydligare att ytterligare penningpolitisk stimulans behövdes.

Ett halvår senare, senhösten 2014, efter sammanlagt 75 räntepunkters sänkningar, tillspetsades situationen ytterligare av att oljepriset i dollar hade halverats. Detta skulle ytterligare dämpa den redan låga inflationen, även om lägre energipriser också är något som gynnar efterfrågan. Till detta kom tydliga signaler om att ECB förberedde ett kraftigt stimulanspaket, som skulle komma igång våren 2015. Insatser som görs för att förbättra utsikterna för våra handelspartner är visserligen positiva också för svensk ekonomi, men om den negativa ränteskillnaden mellan Sverige och omvärlden skulle växa skulle det kunna medverka till att kronan förstärktes. Detta skulle göra det ännu svårare för oss att nå inflationsmålet.

När 2015 inleddes var utgångsläget alltså besvärligt för Riksbanken. Riskerna med att avvakta utvecklingen bedömdes som större än att agera proaktivt, eftersom inflation hade varit låg länge, och inflationsförväntningarna gick åt fel håll. Hade penningpolitiken inte gjorts mer expansiv, var risken överhängande att inflationsförväntningarna hos företag och hushåll skulle falla ytterligare och jag såg inte det som en väg till högre och mer normala räntor. Direktionen var överens om att ytterligare stimulanser behövdes. Med start från februarimötet sänktes reporäntan till minusnivå och den första av en serie program med obligationsköp påbörjades. Vidare flaggade vi för möjligheten till valutainterventioner om den redan prognostiserade förstärkningen av kronan skulle bli så stark och snabb att den äventyrade inflationsuppgången. Vi höjde medvetet vårt fokus på den kortsiktigt inflationsutvecklingen, eftersom vi hade låg tolerans för dåliga utfall.

Vilka överväganden bör styra vår väg framåt?

Nu befinner vi oss i april 2016 och jag bedömer att vi till stor del lyckats i våra föresatser. Tillväxten har blivit betydligt högre än förväntat, även om detta inte bara beror på penningpolitiken. Trenden mot urholkat förtroende för inflationsmålet har vänt i och med att inflationsförväntningarna åter har börjat stiga.

Den förda penningpolitiken är långt ifrån okomplicerad. I minusvärlden är det svårare att bedöma vilket genomslag räntebesluten får i olika kanaler (transmissionsmekanismen). Det är också svårt att bedöma stimulanseffekterna av obligationsköpen.[2] Riksbanken har dessutom varit tydlig med att låga räntor ökar skuldsättningen hos hushållen på ett sätt som ökar sårbarheterna i den svenska ekonomin. Men huvudsakligen anser jag att penningpolitiken är framgångsrik och bättre än alternativet. Inflationsmålet hade riskerat att förlora sin roll som ankare för pris-och lönebildningen om vi avstått från att sänka räntan under 2014 och 2015.

När det gäller mina tankar om fortsättningen så vill jag börja i det penningpolitiska mötet den 10 februari. Den rapport som då presenterades gjorde gällande att resursutnyttjandet i Sverige bedöms vara nära normalt. Direktionen var överens om att det viktiga för penningpolitiken är att inflationen trendmässigt närmar sig målet och att förtroendet inte försvagas. Inflationsuppgången väntas vara fortsatt ryckig och överraskningar kan komma längs vägen. Om, och i så fall hur, penningpolitiken kommer att reagera beror på vad som orsakar

[2] Ekonomisk kommentar; "Effekter på finansiella priser av Riksbankens statsobligationsköp" Rafael B. De Rezende, David Kjellberg och Oskar Tysklind.

eventuella överraskningar och hur dessa bedöms påverka inflationsutsikterna. Vi var också överens om att hålla en fortsatt hög beredskap, även mellan de ordinarie mötena, om det behövs ytterligare åtgärder för att värna förtroendet för inflationsmålet.

Exakt hur toleranta vi är inför olika sorters utfall kan dock variera litet mellan oss i direktionen, vilket är naturligt i en kommitté. I mitt protokollsinlägg ville jag beskriva att jag nu har en större tolerans för bakslag, i och med att vi nu har en mer gynnsam situation i Sverige. Jag ser inte detta som att jag förordar en ny penningpolitisk strategi för Riksbanken. I stället vill jag beskriva det som en naturlig följd av att konjunkturläget och inflationsutsikterna har förändrats. När analyserna av data pekar mot att resursutnyttjandet normaliseras och inflationen trendmässigt går mot målet, är det rimligt att inte göra penningpolitiken mer expansiv, utan i stället mer se till utvecklingen på litet längre sikt. Eller, som jag tidigare formulerat det, "det är dags att lyfta blicken".

En och annan tycker nog att centralbanker alltid ska hålla blicken lyft, och det tycker normalt sett jag med. Men jag anser att Riksbanken runt årsskiftet 2014/15 var i en situation som krävde skarpare fokus på närtiden, i akt och mening att visa att Riksbanken inte bara pratar utan även agerar för att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet.[3]

Som jag uttryckt i andra sammanhang måste ytterligare penningpolitiska stimulanser medföra fördelar som är större än nackdelarna. Men jag utesluter alltså inte ytterligare stimulanser.[4] Skälet till att det kan behövas mer finns i min inledning idag. De stora frågorna, om tillväxtförutsättningar, realräntenivåer och inflationens beteende på kort och lång sikt, är långt ifrån besvarade. Min utgångspunkt är att de globala förutsättningarna för tillväxt så småningom förbättras och att inflationsförloppet normaliseras. Men det hänger på beslut i omvärlden, som styr den realränta som vi i Sverige har att förhålla oss till.

Tillväxtförutsättningarna här hemma hänger också på den svenska ekonomins förmåga att kontinuerligt omvandla sig under ordnade former. Penningpolitiken kan fungera som en brygga till en ny normalsituation. Men det nya normala avgörs av beslut som ligger utanför centralbankernas mandat.

[3] En annan sådan period, men då helt andra utmaningar hade uppstått, var finanskrisen 2008-2009.
[4] Se Protokoll från det penningpolitiska mötet den 10 februari 2016 och SvD Andrén Meiton 9 mars 2015.