



ANFÖRANDE

DATUM: 2016-05-19
TALARE: Vice riksbankschef Cecilia Skingsley
PLATS: Kammarkollegiets kapitalmarknadsdag

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

Ny spelplan för penningpolitiken: Vad kan en liten öppen ekonomi vänta sig?*

Det är svårt att tro idag, men det är inte mer än tio år sedan penningpolitik betraktades som en relativt rättfram och okomplicerad verksamhet. Vad centralbanken antogs behöva göra var i princip att sätta styrräntan så att inflationen hamnade nära målet, samtidigt som produktion och sysselsättning utvecklades på ett tillfredsställande sätt. Det fanns en utbredd uppfattning om att centralbankerna slutligen hade fått grepp om hur penningpolitik bäst skulle bedrivas, och detta ansågs i sin tur vara en viktig förklaring till "the Great Moderation" – den ganska långa period av osedvanlig makroekonomisk stabilitet som föregick finanskrisen.

Hur annorlunda är inte läget idag? Att bedriva penningpolitik uppfattas numera med rätta som allt annat än lätt av både centralbanksföreträdare och ekonomiska bedömare i allmänhet. Trots kraftiga penningpolitiska stimulanser är inflationen långt under målet i många länder, och återhämtningen efter den globala finanskrisen går ännu efter sju-åtta år trögt på de flesta håll. Ett antal centralbanker har tvingats övergå till att bedriva penningpolitik på andra sätt än genom att ändra styrräntan, därför att denna har sänkts så långt det bedömts vara möjligt. Penningpolitiken verkar ha förlorat sin magiska touch, åtminstone för tillfället.

Jag tänker idag beskriva några skäl till varför penningpolitiken har blivit svårare att bedriva jämfört med innan den globala finanskrisen. Jag tänker också beskriva vilka ytterligare redskap som penningpolitiska beslutsfattare behöver fundera på, om de här svårigheterna består. Däremellan tänker jag också ge min syn på manöverutrymmet för ett litet land att avvika från de stora ländernas utveckling och penningpolitiken där.

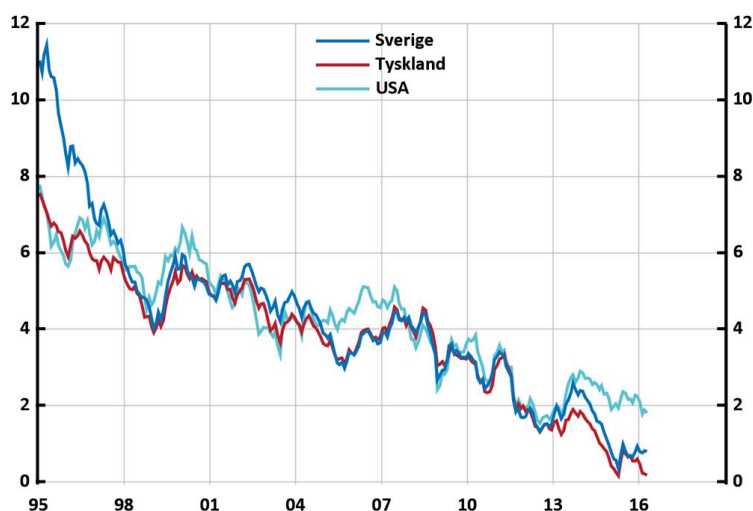
Lågt globalt ränteläge

De senaste decennierna har ränteläget fallit trendmässigt såväl i Sverige som internationellt (se figur 1). Långa reala räntor, det vill säga nominella räntor minus inflationen, har fallit med ca 4,5 procentenheter runt om i världen de senaste 30 åren. Orsakerna

* Jag vill tacka Mikael Apel för hjälp med att skriva detta tal, Goran Katinic för hjälp med bilder och Claes Berg, Hans Dellmo, Gabriela Guibourg, Ulf Söderström och Anders Vredin för värdefulla synpunkter. Kvarstående oklarheter är jag ensam ansvarig för.

till nedgången är inte helt klarlagda. Exempel på förklaringar är att det globala sparandet har ökat de senaste decennierna till följd av exempelvis demografiska faktorer, samtidigt som investeringarna minskat till följd av exempelvis ett fallande relativpris på kapital och lägre offentliga investeringar.¹

Figur 1. Långa räntor i Sverige, Tyskland och USA



Anm. Statsobligationsräntor, 10 års löptid.
Källa: Macrobond

I och med att ränteläget idag är lägre än tidigare har centralbankernas handlingsutrymme minskat. Det har blivit svårare för dem att stimulera ekonomin när konjunkturen är svag eller inflationen understiger målet. Det handlar dels om att när ränteläget är lågt är också styrräntorna i genomsnitt lägre. Det minskar utrymmet att sänka styrräntan eftersom den inte kan bli hur låg som helst, utan oftare kommer att slå i sin nedre gräns.² Ett lågt nominellt ränteläge avspeglar också att inflationen är låg. Med en genomsnittligt låg inflation är det, allt annat lika, svårare att åstadkomma de riktigt låga och till och med negativa reala räntor som ibland kan behövas för att stimulera ekonomin.

Sänkt nedre gräns för styrräntan och okonventionell penningpolitik har ökat handlingsutrymmet

Centralbankerna har hanterat det minskade handlingsutrymmet på i princip två sätt. Vissa centralbanker, bland annat Riksbanken, har sänkt sina styrräntor under noll, vilket tidigare allmänt uppfattades som den nedre gränsen. I spåren av detta har det uppstått en ganska intensiv debatt internationellt om fördelar och nackdelar med negativa räntor, där vissa är positiva medan andra närmast målar upp katastrofscenarier. Den här debatten är uppskruvad på en del håll. Det verkar rimligt att anta att ne-

¹ Se Rachel och Smith (2015).

² Bank of Canada uppskattar att den reala neutrala räntan har fallit från ungefär 3 procent 2005 till cirka 1,5 procent 2015. Modellsimuleringar tyder på att detta har ökat sannolikheten att räntan ska slå i sin nedre gräns från 5 procent till 15 procent (se Kryvtsov och Mendes, 2015).

gativa räntor är mindre problematiska att implementera och fungerar bättre i vissa länder än i andra, beroende på till exempel graden av kontant användning. Teorin på det här området gör gällande att vid en viss räntenivå, sannolikt negativ, kommer inlåningskunderna att börja ta ut sina pengar för att undvika att behöva betala för dem. Vid den räntenivån kan man därmed säga att räntestimulansen har börjat upphöra. Om bankerna är obenägna att sänka sina inlåningsräntor under noll kommer deras lönsamhet att försämrats. Bankernas möjligheter att kompensera för detta genom exempelvis ökade utlåningsmarginaler är således en annan viktig faktor. Det finns alltså inget enhetligt svar på vad som är styrräntans nedre gräns, det varierar från land till land.

Även i den svenska debatten har vågorna gått höga. Något jag upplever att man ofta bortser från i den debatten, eller i varje fall underskattar vikten av, är att den svenska reporäntan inte sätts i ett vakuum. Vi måste förhålla oss både till det faktum att globala realräntor är mycket låga och till att penningpolitiken i vår omvärld är kraftigt expansiv. Båda lägger restriktioner på den penningpolitik som är möjlig att föra. Jag kommer att återkomma till det strax.

Man bör givetvis också komma ihåg att introduktionen av minusräntor trots allt bara innebär en ganska marginell ökning av det penningpolitiska utrymmet – när allt kommer omkring går det knappast att sänka räntan flera procentenheter in på negativt territorium.

Många centralbanker har också försökt öka det penningpolitiska handlingsutrymmet genom att köpa olika värdepapper. Detta har med stor sannolikhet bidragit till att förhindra en mycket sämre utveckling av ekonomin. Men det är inte enkelt att avgöra hur effektiv denna typ av politik egentligen är. Framför allt är det osäkert om den kan utgöra ett fullgott alternativ till förändringar av styrräntan, om det skulle visa sig att det globala ränteläget förblir mycket lågt under lång tid.

Jag kommer att återkomma till det låga globala ränteläget strax. Låt mig tills vidare bara konstatera att det är en viktig anledning till att penningpolitik idag är svårare att bedriva än för ett decennium sedan.

Globalisering och penningpolitisk autonomi

Under senare år har det också diskuterats om globaliseringen av världens finansiella marknader inneburit att agerandet hos stora centralbanker, som Fed och ECB, begränsar vad de mindre centralbankernas möjligheter att agera. De senare skulle således även på det sättet ha fått se sitt handlingsutrymme minska och sin penningpolitiska autonomi bli beskuren.

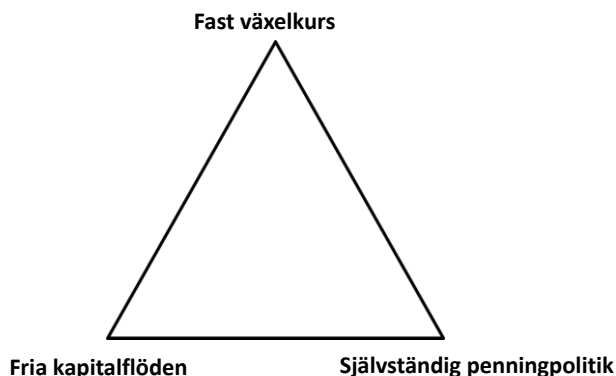
Bakgrunden är i korthet att den fortgående integrationen av världens finansmarknader gör att stora mängder kapital snabbt kan röra sig dit avkastningen förväntas vara relativt sett högre. En av drivkrafterna bakom sådana kapitalflöden förmodas vara den politik som bedrivs i stora, tongivande länder. Dessa flöden kan göra det svårare att bedriva penningpolitik i andra, mindre länder och få konsekvenser för den makroekonomiska och finansiella stabiliteten där.

Trilemma eller dilemma?

Låt mig för att bli lite mer konkret utgå från vad som inom internationell makroekonomi kallas "trilemmat" (se figur 2). Tanken är att länder antas sträva efter tre förhåll-

landen som alla i sig vanligtvis är önskvärda: Fri kapitalrörlighet, penningpolitisk autonomi och en stabil växelkurs. Problemet är att det inte går att uppnå alla samtidigt. Om man vill kunna bedriva en egen penningpolitik och samtidigt ha en stabil växelkurs måste kapitalrörelserna vara reglerade. Utan regleringar skulle ett land få svårt att föra en penningpolitik som resulterar i en ränta som avviker från omvärldens. Skillnaderna i avkastning skulle medföra stora valutaflöden som skulle sätta press på växelkursen. Om man vill tillåta fria kapitalrörelser men alltjämt ha en fast växelkurs kan man inte bedriva en egen penningpolitik. Detta var fallet i Sverige innan vi gick över till rörlig växelkurs; penningpolitiken var då hänvisad till att se till att valutaflödena balanserade så att den valda kronkursen inte utsattes för tryck. Om man slutligen, som vi i Sverige idag, har fria kapitalrörelser och en egen penningpolitik krävs att växelkursen är rörlig.

Figur 2. Trilemmat i internationell ekonomi



En del menar att mot bakgrund av dagens stora internationella kapitalflöden och globaliserade finansiella marknader är inte ens en rörlig växelkurs alltid en tillräcklig garanti för att ett land ska kunna bedriva en egen penningpolitik, eller åtminstone att kapitalflödena gör politiken avsevärt mer komplicerad. En uppmärksam hypotes är att kapitalflödena kan ses som en del av en global finansiell cykel. Denna cykel består också av tillgångspriser och kredittillväxt och den samvarierar med mått på osäkerhet och riskaversion på de finansiella marknaderna.³ Det förefaller också som att den viktigaste drivkraften för cykeln är den penningpolitik som bedrivs i stora länder, framför allt USA.

Med fri kapitalrörlighet är det svårare att isolera ett land från omvärlden – och indirekt därmed från penningpolitiken i stora länder – även om växelkursen är rörlig. Vissa går så långt som att säga att utvecklingen på de finansiella marknaderna gjort att växelkursen inte längre är en handlingsparameter i trilemmat. Trilemmat har i stället reducerats till ett val mellan endast två alternativ – ett dilemma: Endera har man fri kapitalrörlighet och accepterar då att det är svårt eller omöjligt att bedriva en egen

³ Se Rey (2013).

penningpolitik, eller så bedriver man en egen penningpolitik men motverkar kapitalrörligheten.⁴

Mitt huvudspår: Länder med rörlig växelkurs har alljämt penningpolitisk autonomi

Detta är dock förmodligen att gå väl långt som generell beskrivning av det faktiska läget i små öppna ekonomier som Sverige. I en globaliserad värld kommer utvecklingen utomlands givetvis alltid att ha stor betydelse för vad som händer i det egna landet. Men det verkar ändå vara så att valet av växelkursregim spelar en viktig roll för hur stort genomslaget blir. De flesta empiriska studier tyder på att länder med rörlig växelkurs har större möjligheter att dämpa effekten på den egna ekonomin av globala finansiella och monetära krafter än länder med fast växelkurs.⁵ I den meningen gäller fortfarande trilemmat.

Det kan också finnas skäl att reflektera över vad som egentligen menas med penningpolitisk autonomi. En hög grad av samvariation i länders räntor kan vara ett tecken på att små länder måste följa penningpolitiken i stora länder. Men det skulle också kunna reflektera att alla centralbanker, stora som små, reagerar på synkroniserade ekonomiska förhållanden – att samvariationen i hög grad beror på fundamentala faktorer gemensamma för alla. I det senare fallet blir det missvisande att säga att penningpolitiken i små länder inte är autonom – den reagerar ju på förhållandena i det egna landet, även om dessa i hög grad sammanfaller med utvecklingen i omvärlden.

En mer relevant definition på begränsad autonomi är att penningpolitiken i stora länder framtvingar en respons i det egna landet som inte är förenlig med den ekonomiska utvecklingen där. Det är således viktigt att försöka ta reda på i vilken mån en observerad samvariation i räntor beror på begränsad penningpolitisk autonomi i små länder enligt denna definition eller på synkroniserade ekonomiska förhållanden, men dessvärre också svårt.⁶

Svagare räntekanal men starkare växelkurskanal?

En intressant hypotes i forskningen om penningpolitik och globalisering är att globaliseringen inte nödvändigtvis har lett till att den penningpolitiska transmissionsmekanismen har försvagats, som man spontant skulle kunna misstänka, utan snarare att genomslaget ändrat karaktär. Mer specifikt kan penningpolitikens räntekanal visserligen förväntas bli svagare med ökad finansiell integration, eftersom inhemska aktörer får lättare att utjämna sin konsumtion över tiden i och med att de kan låna utomlands. Å andra sidan kan växelkurskanalen bli mer effektiv. Ett skäl är att den ökade integrationen också inneburit att det blivit vanligare att inhemska aktörer håller utländska tillgångar. När växelkursen ändras så ändras också värdet på dessa tillgångar. Centralbanken kan därför påverka efterfrågan i ekonomin även den vägen. En räntehöjning som får växelkursen att stärkas gör att värdet på de utländska tillgångarna minskar – en förmögenhetseffekt som förstärker den vanliga växelkurskanalen med minskad

⁴ Se Rey (2013).

⁵ Se till exempel Aizenman med flera (2015) och Obstfeld (2015). För en aktuell genomgång av det empiriska forskningsläget, se Anaya och Hachula (2016).

⁶ Caceres med flera (2016) definierar autonomibegränsande effekter av utländska räntor som responsen i den inhemska räntan *utöver* vad som är motiverat av inhemska ekonomiska förhållanden. De finner att med denna definition tyder den empiriska analysen på en betydligt högre penningpolitisk autonomi i små öppna ekonomier än vad som erhålls med mer traditionella skattningar. Se även Disyatat och Rungcharoenkitkul (2015).

export och ökad import. Vissa menar att det inte kan uteslutas att nettoeffekten av en svagare räntekanal och starkare växelkurskanal blivit att penningpolitiken blivit mer snarare än mindre effektiv.⁷

En implikation av en relativt sett starkare växelkurskanal kan bli att den i framtiden blir ännu mer betydelsefull för små öppna ekonomier. Detta kan i sin tur innebära en del komplikationer, eftersom växelkursförändringar ibland förknippas med försök att manipulera värdet på den egna valutan och beggar-thy-neighbour-politik. Men det här är som sagt än så länge en hypotes och det behövs mer empirisk evidens när det gäller hur globaliseringen har påverkat den penningpolitiska transmissionsmekanismen.

Debatten om hur mycket stora centralbankers agerande påverkar penningpolitiken i små länder kommer att fortsätta, liksom diskussionen överlag om effekterna av globaliseringen på penningpolitikens möjligheter. Det verkar dock i dagsläget rimligt att förmoda att den låga globala räntan är en större utmaning när det gäller vilken penningpolitik som kan bedrivas i länder som exempelvis Sverige.

Tillfälligt begränsad autonomi när inflationsmålet försvaras

Att små länder med rörlig växelkurs i normala fall har en viss grad av penningpolitisk autonomi hindrar dock inte att det kan uppstå *specifika lägen* då den egna centralbanken är starkt beroende av vad större centralbanker gör. Utvecklingen i Sverige under senare tid är ett exempel på det.

För lite mer än ett år sedan, i början av 2015, var läget besvärligt för Riksbanken. Inflationen hade länge understigit målet på 2 procent och de långsiktiga inflationsförväntningarna hade sjunkit trendmässigt och låg en bit under målet. Riksbankens direktion bedömde det som särskilt angeläget att få inflationen att stiga mot 2 procent eftersom det fanns en risk att fortsatt låg inflation skulle leda till att inflationsförväntningarna skulle fortsätta att falla och till att förtroendet för inflationsmålet som ankare för pris- och lönebildningen skulle försvagas.⁸ De penningpolitiska lättnader som hade inletts redan tidigare fortsatte därför.

Situationen komplicerades av att Riksbanken behövde ta hänsyn till att penningpolitiken var mycket expansiv i många andra länder. Stora skillnader mellan penningpolitiken i Sverige och omvärlden skulle kunna leda till en snabb och kraftig förstärkning av växelkursen. Detta skulle i sin tur kunna hindra en uppgång i inflationen och även få negativa konsekvenser för realekonomin. Särskilt viktigt i detta sammanhang var att den europeiska centralbanken (ECB) inledde mycket stora tillgångsköp, vilket, bland annat kring månadskiftet februari-mars 2015, ledde till att kronan stärktes kraftigt mot euron. ECB:s agerande har mot den här bakgrunden varit särskilt viktigt att följa och det är förmodligen framför allt i det ljuset som man ska se det i den svenska debatten ganska vanliga påståendet att "Riksbanken är tvingad att följa i ECB:s fotspår".

Men detta är trots allt på många sätt ett specialfall. När vi ser ut att börja närma oss ett läge där vi kan bli tryggare med att inflationsmålet återigen är väl förankrat bland ekonomins aktörer så kan vi ha en lite mer tolerant inställning till hur växelkursen ut-

⁷ Se Meier (2013) och Georgiadis och Mehl (2015).

⁸ Jag går inte närmare in på varför det är värdefullt att försvara inflationsmålet. Jag och andra riksbanksföreträdare har diskuterat detta utförligt i andra sammanhang, se till exempel Skingsley (2015) och Flodén (2015). I korthet handlar det om att det dels är viktigt att ha ett trovärdigt ankare för pris- och lönebildningen, dels att detta ankare bör ligga tillräckligt långt från noll för att styrräntan inte alltför ofta ska slå i sin nedre gräns.

vecklas. Detta innebär att penningpolitiken återigen kan bedrivas med fler frihetsgrader.

I lägen där förtroendet för inflationsmålet måste försvaras är det inte bara så att autonomin tillfälligt kan försvagas, i den mening jag nyss beskrev. Det gäller även möjligheten att bedriva en flexibel inflationsmålspolitik, det vill säga ta hänsyn till annat än inflationen. Även detta minskar frihetsgraderna i penningpolitiken, jämfört med ett läge där förtroendet för målet är helt och hållet grundmurat. Centralbanken behöver i sådana lägen i ord och handling sätta inflationen främst, på samma sätt som Riksbanken behövde göra när inflationsmålet nyss hade införts i början av 1990-talet och förtroendet för målet behövde byggas upp. Förtecknen då var förstås de omvända – det gällde att hålla nere inflationen, inte att få den att stiga.

Så för att sammanfatta vad jag sagt så här långt. Ett antal faktorer har gjort att penningpolitikens handlingsutrymme idag framstår som mer begränsat än för ett tiotal år sedan. Den mest uppenbara är att den globala reala räntan, som under lång tid minskat trendmässigt, nu nått mycket låga nivåer. Det finns också en pågående debatt om huruvida agerandet hos stora, dominerande centralbanker lägger tydliga restriktioner på den penningpolitik som är möjlig att bedriva i små länder. Huvudspåret än så länge, åtminstone för industrialiserade länder med rörlig växelkurs, är att det i normalfallet finns en tillräcklig grad av penningpolitisk autonomi. Men under vissa omständigheter – som när en alltför snabb och kraftig förstärkning av växelkursen skulle kunna vara problematisk – kan det vara svårt för en centralbank i en liten öppen ekonomi att tillåta stora ränteskillnader gentemot omvärlden.

Vägen framåt – vad kan vi vänta oss och vilken beredskap bör vi ha?

Om det nu blivit allt svårare att bedriva penningpolitik, vad kan Riksbanken och andra centralbanker göra? När svensk inflation nu börjar närma sig målet kan det vara dags att lyfta blicken och börja fundera på förutsättningarna för penningpolitiken i ett lite längre perspektiv. Hur ska vi se på dessa framöver – vilken beredskap bör vi ha?

Jag tänkte fokusera på konsekvenserna av den låga globala realräntan eftersom jag bedömer att de är de potentiellt mest genomgripande. Stora centralbankers eventuella inflytande över penningpolitiken i mindre länder av Sveriges snitt förefaller än så länge inte vara något som vi i normalfallet behöver oroa oss alltför mycket för, så länge vi har en rörlig växelkurs. Detsamma gäller den temporärt begränsade autonomin och flexibiliteten när en centralbank i vissa lägen måste agera resolut för att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Så här långt är min bedömning att det handlar om någonting övergående.

Olika teorier bakom den svaga återhämtningen efter finanskrisen

En uppmärksammas teori om vad det låga ränteläget och den tröga återhämtningen efter finanskrisen beror på är Summers (2013) hypotes om sekulär stagnation. Tanken här är att det av olika skäl uppstått ett kroniskt överskott på sparande i världen, vilket har pressat ned räntan. Problemet är dock att inte ens den låga nivå räntan nu ligger på skapar balans mellan utbud och efterfrågan. Resultatet riskerar att bli att många länder varaktigt fastnar i ett läge med för låg aggregerad efterfrågan, ett resursutnyttjande som ligger under det normala och en inflation som tenderar att bli alltför låg.

Rogoff (2015) menar i stället att det som hållit tillbaka tillväxten är att världen befinner sig i anpassningsfasen av en ovanligt stor skuldcykel, en "debt supercycle". Även om ränteläget är ovanligt lågt behöver detta inte innebära att länder fastnat i ett läge med ett kroniskt efterfrågeunderskott. Efterfrågan och tillväxten kommer att börja ta fart när skuldsituationen åter normaliseras. Till skillnad från fallet med sekulär stagnation, som kan ses som ett strukturellt fenomen, antas således att problemen i grunden är av cyklisk, om än varaktig, natur. Det finns namnkunniga förespråkare för båda uppfattningarna. Vi vet ännu inte vilken som är den mest riktiga och det dröjer förmodligen innan man med någon större säkerhet kan säga det.⁹

Det globala ränteläget förblir sannolikt lågt länge

Oavsett hur den tröga återhämtningen efter finanskrisen bäst kan förklaras är en central fråga hur länge ränteläget kommer att vara lågt. Om den globala räntan ganska snart skulle börja stiga så skulle ju detta öka det penningpolitiska handlingsutrymmet – problemen skulle så att säga "lösa sig av sig själv". Empiriska skattningar tyder dock på att de krafter som pressat ned den globala räntan är relativt uthålliga och att ränteläget kommer att förbli lågt under ganska lång tid framöver.¹⁰ Exempelvis uppskattar Rachel och Smith (2015) att den globala realräntan kommer att vara omkring, eller strax under, 1 procent på medelfristig till lång sikt. Det verkar med andra ord inte som att vi kan räkna med att det penningpolitiska utrymmet mycket snart kommer att öka den vägen.

Det är främst av detta skäl jag menar att det finns anledning att fundera på hur penningpolitiken rent praktiskt kommer att kunna bedrivas, säg, de kommande tio-femton åren. Jag vill poängtera att min diskussion är principiell och framåtblickande med ett förhållandevis långt perspektiv och inte ska tolkas som att den handlar om den dagsaktuella politiken. När det gäller den senare är min utgångspunkt att vi kommer att lyckas att få upp svensk inflation till målet och förankra de långsiktiga förväntningarna – vi har som bekant nästan nått dit.

Beredskap för en annorlunda penningpolitisk spelplan

Men samtidigt måste vi ha beredskap för att penningpolitiken framöver kanske inte kommer att kunna bedrivas på det sätt och med den verkningsgrad som vi tidigare varit vana vid. Exempelvis bör vi ta med i beräkningen att reporäntan sannolikt kommer att vara osedvanligt låg när nästa lågkonjunktur inträffar. En lågkonjunktur ligger visserligen för närvarande inte i korten, men vi vet att en sådan förr eller senare oundvikligen kommer. När finanskrisen bröt ut kunde vi börja sänka reporäntan från en nivå på nästan 5 procent. Riksbankens senaste prognos indikerar att räntan i mitten av 2019 kommer att vara 0,7 procent. Om en lågkonjunktur skulle inträffa inom, säg, de närmaste fem åren skulle utrymmet att sänka reporäntan troligen vara mycket begränsat. Det här är inte heller någonting unikt för Riksbanken – det gäller för i stort sett alla centralbanker.

⁹ En ytterligare hypotes är tillväxten hållits tillbaka av en minskning av produktivitetshöjande innovationer i kombination med olika dämpande krafter ("headwinds") (se Gordon, 2012, 2015). I likhet med sekulär stagnation antas detta påverka ekonomin under mycket lång tid. Till skillnad från sekulär stagnation finns dock inget kroniskt underskott i den aggregerade efterfrågan (inget negativt produktionsgap) eftersom det är tillväxten i den potentiella produktionen som antas ha bromsats in.

¹⁰ Se till exempel Rachel och Smith (2015) och Laubach och Williams (2015).

Vad kan då centralbankerna göra för att försöka öka sina frihetsgrader framöver? Jag tog tidigare upp två typer av åtgärder som vissa centralbanker redan har genomfört och fler möjligen skulle kunna börja använda sig av. Dels har några centralbanker sänkt sina styrräntor under noll. Jag konstaterade dock att detta av olika anledningar kanske fungerar mindre väl i vissa ekonomier och att det i vilket fall som helst bara innebär en ganska marginell ökning av det penningpolitiska handlingsutrymmet.

Helikopterpengar och mer stabilisering via finanspolitiken?

Dels har många centralbanker börjat med olika typer av okonventionell penningpolitik, främst köp av olika värdepapper. Det finns skäl att fundera vidare på om det här är något som skulle kunna utvecklas och kanske finna nya former. En idé som har diskuterats livligt under senare tid, låt vara kanske mer bland akademiker och ekonomiska debattörer än bland centralbanksföreträdare, är så kallade helikopterpengar. Det innebär i korthet att centralbanken på olika sätt mer eller mindre direkt överför pengar till aktörerna i ekonomin. Ett sätt är att öka offentliga utgifter eller sänka skatter och finansiera detta med en ökning av penningmängden.¹¹ Det finns givetvis en rad praktiska och juridiska utmaningar med detta, som att integrera sådana åtgärder i ett operationellt penningpolitiskt ramverk och att försäkra sig om lämpliga ansvarsförhållanden mellan centralbanken och regeringen eller parlamentet. Det är förmodligen också något som bör testas först när andra möjligheter har uttömts. Men med tanke på de svårigheter som fortfarande tynger många av världens ekonomier tycker jag det är klokt att diskutera olika möjligheter och inte stänga några dörrar.

Om penningpolitiken framöver kommer att vara mindre effektiv kan det hända att finanspolitiken överlag kan komma att behöva spela en större stabiliseringspolitisk roll än vad som varit fallet de senaste decennierna. Det gäller då förstås i första hand mer traditionell finanspolitik, som inte finansieras med helikopterpengar.

Högre inflationsmål?

Ett förslag som också diskuterats men som inget land hittills har genomfört är att höja inflationsmålet.¹² Den genomsnittliga nivån på styrräntan beror i hög grad på hur högt inflationsmålet är. Ju högre inflationsmålet och den genomsnittliga inflationen är, desto högre är också den genomsnittliga styrräntan. Desto större "buffert" har därmed penningpolitiken att vid behov stimulera ekonomin – risken är mindre att styrräntan slår i sin nedre gräns och om inflationsförväntningarna i genomsnitt ligger högre är det lättare att få ned realräntan.

En praktisk invändning mot att försöka sig på detta mycket snart är att det knappast är meningsfullt att annonsera ett nytt, högre mål då inflationen under lång tid legat under det gamla målet och redan detta mål framstår som svårt att nå. Visserligen skulle det i teorin kunna vara så att ett höjt inflationsmål i sig skapar förväntningar om högre framtida inflation och att detta i sin tur sänker realräntan och stimulerar efterfrågan och inflationen. Men i praktiken är det förmodligen minst lika troligt att en höjning av inflationsmålet i ett sådant läge uppfattas som en inte särskilt trovärdig åtgärd. Om man höjer målet kommer man dessutom initialt att behöva föra en mer expansiv penningpolitik för att få upp inflationen. Det är svårt att göra om styrränte-

¹¹ Se till exempel Bernanke (2016) och Turner (2015).

¹² Se till exempel Blanchard med flera (2010), Ball (2014) och Krugman (2014). I den översyn av det penningpolitiska ramverket som Bank of Canada gör vart femte år är en höjning av målet en av de frågor som ska utredas, se Côté (2014) och Kryvtsov och Mendes (2015).

läget redan är mycket lågt. Givet att man skulle vilja höja inflationsmålet är det därför förmodligen en förutsättning att det görs i ett läge som är någorlunda normalt och inflationen inte ligger alltför långt från det tidigare målet.

Det kan också vara svårt för en enskild centralbank att ensam höja inflationsmålet så länge det pågår en internationell debatt om huruvida ett högre mål är fördelaktigt eller inte.¹³ Det kan finnas skäl att invänta en hygglig grad av samsyn bland centralbanker och inom forskarvärlden. Om man skulle landa i att en höjning av inflationsmålet är motiverad skulle detta förmodligen också öka möjligheten att flera centralbanker samtidigt bestämmer sig för att göra detta. Detta skulle sannolikt öka förtroendet för en sådan åtgärd ytterligare.

Större acceptans för underskridande av målet?

Om nu penningpolitiken skulle visa sig vara mindre verkningsfull framöver än den har varit historiskt så kan en konsekvens bli att centralbankerna tvingas acceptera att inflationen understiger målet under längre perioder. Det blir då viktigt att försöka skapa acceptans för detta hos hushåll, företag och marknadsaktörer, så att dessa inte tror att centralbanken har gett upp inflationsmålet.

Förväntningarna hos ekonomins aktörer spelar således här en helt central roll. Problemet kan på ett stiliserat sätt illustreras med hjälp av figur 3 till 5. För att trovärdigheten för ett inflationsmål ska kunna upprätthållas kan inte inflationen avvika från målet hur länge som helst. Ekonomins aktörer kan tolerera en avvikelse på kort sikt men ju längre tiden går desto närmare målet måste inflationen ligga för att förtroendet ska kunna upprätthållas. Man kan tänka sig att inflationen (den röda kurvan) måste ligga inom det blåstreckade intervallet i figur 3 för att inflationsförväntningarna inte ska driva iväg. Detta intervall beror således på aktörernas förväntningar och är inget som man kan observera. Om inflationen ligger nedanför intervallet kommer förväntningarna förr eller senare att falla och dra med sig den faktiska inflationen, på det sätt som illustreras i figur 4. Om centralbankerna nu har mindre möjligheter att föra tillbaka inflationen till målet lika snabbt som tidigare måste de hitta sätt att "förlänga" det blåstreckade intervallet, såsom i figur 5.

Det är förmodligen en ganska stor utmaning. Det gäller inte bara att försöka övertyga ekonomins aktörer om att penningpolitiken behöver vara mer "flexibel". Det gäller också att på ett bra sätt förmedla att flexibiliteten i detta fall inte beror på att centralbanken väger in exempelvis den realekonomiska utvecklingen, utan på att penningpolitiken inte är lika verkningsfull som många, både i den akademiska världen och på centralbankerna, räknade med för tio år sedan.

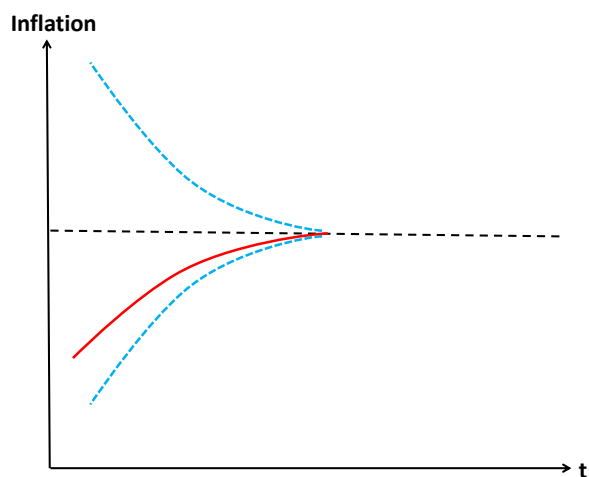
Jag ser det som att centralbanker kommer att behöva skapa trovärdighet för den här sortens flexibilitet. Jag känner mig optimistisk om att det är möjligt för det har skett förut i historien. En parallell jag tänker på är regimskiftena i centralbanksvärlden under 1980- och 1990-talen, då idéerna om självständiga 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.

För att summera mitt tal: Mitt budskap idag är att penningpolitik har blivit mer komplicerat än vad både de flesta forskare och centralbanksföreträdare räknade med innan finanskrisen. Genomslaget från penningpolitiken på ekonomin kan ha förändrats,

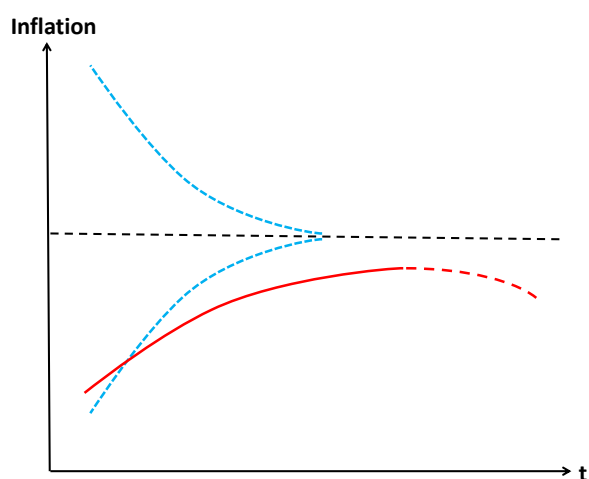
¹³ För argument mot att höja inflationsmålet, se till exempel Yellen (2015), fotnot 14.

där växelkursen i så fall kommer att ha en större verkanskraft än tidigare. De lägre globala räntorna har tryckt ihop manöverutrymmet för såväl små som stora ekonomiers penningpolitik. Och, avslutningsvis, vi behöver fortsätta titta på olika tänkbara åtgärder om det visar sig att de här globala svårigheterna består.

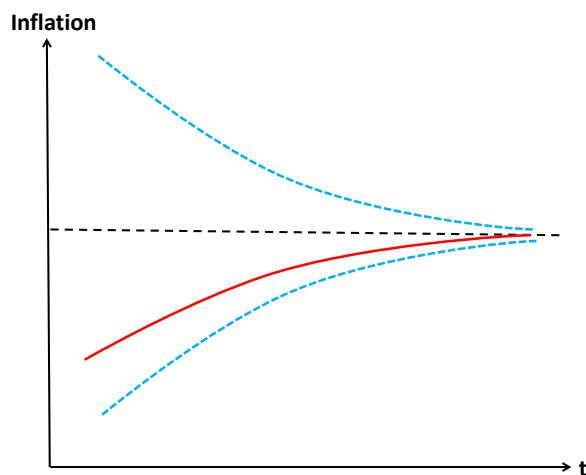
Figur 3. Inflation och intervall för bevarat förtroende för inflationsmålet



Figur 4. Inflation nedanför "förtroendeintervallet" sänker förväntningar och faktisk inflation



Figur 5. Centralbankerna behöver hitta sätt att förlänga "förtroendeintervallet"



Referenser

Anaya, Pablo och Michael Hachula (2016), The Dilemma or Trilemma Debate: Empirical Evidence. DIW Roundup 95, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung.

Aizenman, Joshua, Menzie D. Chinn och Hiro Ito (2015), Monetary Policy Spillovers and the Trilemma in the New Normal: Periphery Country Sensitivity to Core Country Conditions. NBER Working Paper No. 21128.

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

Bernanke, Ben S. (2016), What Tools Does the Fed Have Left? Part 3: Helicopter Money. Blogginlägg Brookings, 11 april, <http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2016/04/11-helicopter-money>.

Blanchard, Olivier, Dell'Ariccia, Giovanni och Mauro, Paolo (2010), Rethinking Macro Policy. IMF Staff Position Note SPN/10/03, International Monetary Fund.

Caceres, Carlos, Yan Carrière-Swallow och Bertrand Gruss (2016), Global Financial Conditions and Monetary Policy Autonomy. IMF Working Paper (forthcoming).

Côté, Agathe (2014), Inflation Targeting in the Post-Crisis Era. Remarks at Calgary CFA Society, Calgary, Alberta, 18 November.

Disyatat, Piti och Phurichai Rungcharoenkitkul (2015), Monetary Policy and Financial Spillovers: Losing Traction? BIS Working Papers No. 518.

Flodén, Martin (2015), Sverige behöver sitt inflationsmål. Anförande vid Fores, Stockholm, 13 oktober.

Georgiadis, Georgios och Arnaud Mehl (2015), Trilemma, Not Dilemma: Financial Globalisation and Monetary Policy Effectiveness. Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper No. 222.

Gordon, Robert J. (2012), Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds. NBER Working Paper No. 18315.

Gordon, Robert J. (2015), Secular Stagnation: A Supply-Side View. *American Economic Review*, 105(5), 54-59.

Krugman, P. (2014), Inflation Targets Reconsidered. Uppsats presenterad vid ECB sintra conference, maj 2014.

Kryvtsov, Oleksiy och Mendes, Rhys R. (2015), The Optimal Level of the Inflation Target: A Selective Review of the Literature and Outstanding Issues. Discussion Paper 2015-8, Bank of Canada.

Laubach, Thomas och John C. Williams (2015), Measuring the Natural Rate of Interest Redux. Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2015-16.

Meier, Simone (2013), Financial Globalization and Monetary Transmission. Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper No. 145.

Obstfeld, Maurice (2015), Trilemmas and Tradeoffs: Living with Financial Globalization. BIS Working Papers No. 480.

Rachel, Lukasz och Thomas D. Smith (2015), Secular Drivers of the Global Real Interest Rate. Staff Working Paper No. 571, Bank of England.

Rey, H el ene (2015), Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. NBER Working Paper No. 21162.

Rogoff, Kenneth (2015), Debt Supercycle, Not Secular Stagnation. Column VOX, <http://voxeu.org/article/debt-supercycle-not-secular-stagnation>

Skingsley, Cecilia (2015), Inflationsm alspolitik efter finanskrisen. Anf orande vid Almega, Stockholm, 22 maj.

Summers, Lawrence (2013), Why Stagnation Might Prove to be the New Normal. *Financial Times*, 15 December.

Turner, Adair (2015), The Case for Monetary Finance – An Essentially Political Issue. Uppsats presenterad vid the 16th Jacques Polak Annual Research Conference, IMF, 5-6 november.

Yellen, Janet L. (2015), Inflation Dynamics and Monetary Policy. Remarks at The Philip Gamble Memorial Lecture, University of Massachusetts, 24 september, Board of Governors of the Federal Reserve System.