

# Den penningpolitiska idédebatten – lärdomar från utvecklingen i Sverige

Fores  
6 december 2017

S V E R I G E S R I K S B A N K

Per Jansson

Vice riksbankschef

# Det mitt tal handlar om

- Fundamental internationell debatt om inflationsmålspolitik ("Borio vs Yellen", efter Gavyn Davies FT)
- Sverige "ligger före i cykeln": både debatt och inflation
- Gör att det kan finnas erfarenheter av intresse

# Internationell idédebatt om inflationens målspolitiken

## *Kritikerna - "Borio-lägret"\**

- Inlationsprocessen har ändrats (globalisering, digitalisering, etc)
- Phillipskurvan gäller inte längre
- Penningpolitiken borde fokusera (mer) på finansiell stabilitet

## *Försvararna - "Yellen-lägret"\**

- Att bedriva penningpolitik har blivit svårare, bl a på grund av lägre (global) neutral ränta
- Men Phillipskurvan fungerar alltjämt
- Inflationens mål fortfarande meningsfulla och viktiga

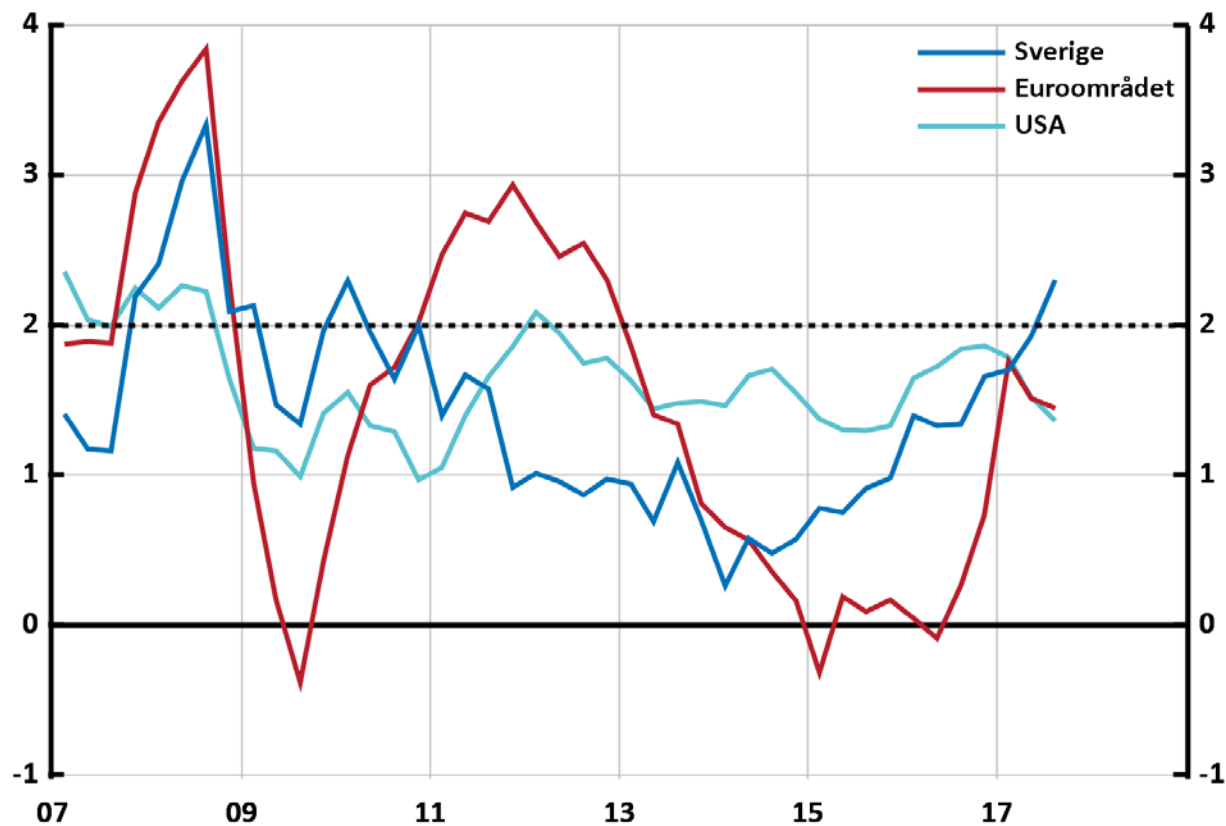
\* Enligt Gavyn Davies' terminologi

# Svenska erfarenheter kan vara av intresse

- Svensk debatt om inflationsmålet sedan flera år
- Erfarenhet av en politik som (i viss mån) tillämpat "leaning against the wind" (LAW)
- Inflationen föll tidigare i Sverige än i andra länder
- Lång tid med mycket expansiv penningpolitik
- Inflationen är (i varje fall för stunden) tillbaka på målet

# Svensk inflation "ligger före"

Årlig procentuell förändring



Anm. Inflationen för Sverige mätt i KPIF, för USA i "core PCE" och för Euroområdet i HIKP.

Källor: Bureau of Labor Statistics, U.S. Department of Labor, European Commission (Eurostat) och SCB

# Vilken input kan våra erfarenheter ge till debatten?

- *Min tolkning* av lärdomarna
- Diskussionen uppdelad på två perioder
  - Perioden 2011-2014 – inflationen faller långt under målet
  - Perioden 2015-2017 – inflationen stiger mot målet igen
- Bara fallstudie: men få fall i praktiken kan göra våra erfarenheter intressanta

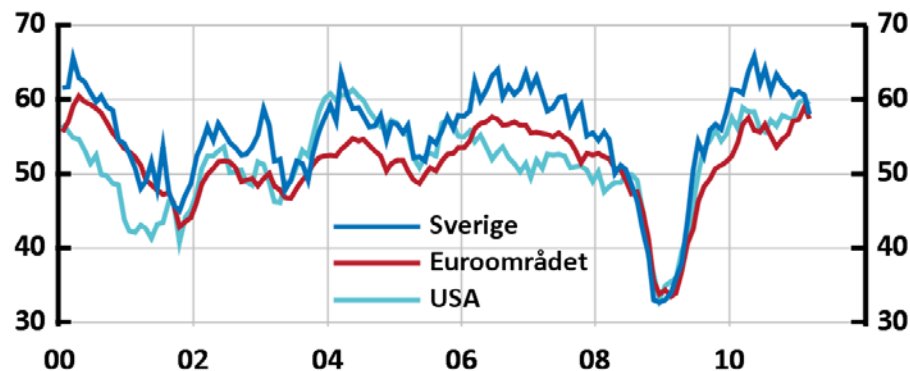
# 2011-2014 – inflationen faller under målet

- Snabb återhämtning efter finanskrisen 2010-2011
- Räntan höjs juli 2010–juli 2011 (från 0,25 till 2 %)
- Inslag av LAW, men definitivt inte huvudmotiv (Jansson, 2014)

# Naturligt att höja räntan 2010-2011

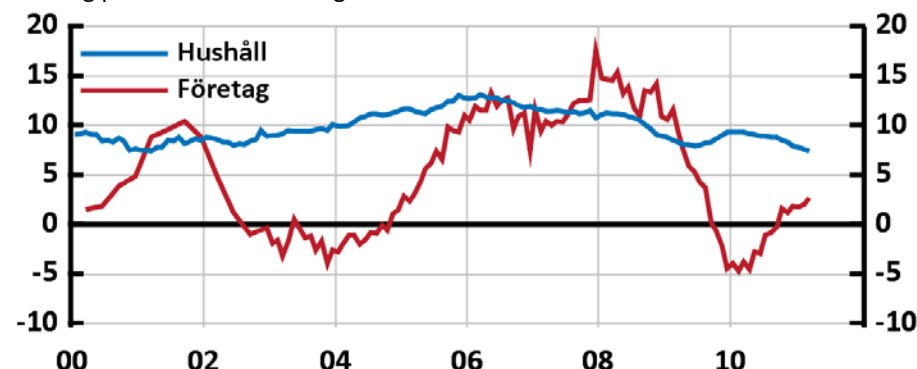
Inköpschefsindex i tillverkningsindustrin

Index över 50 indikerar tillväxt



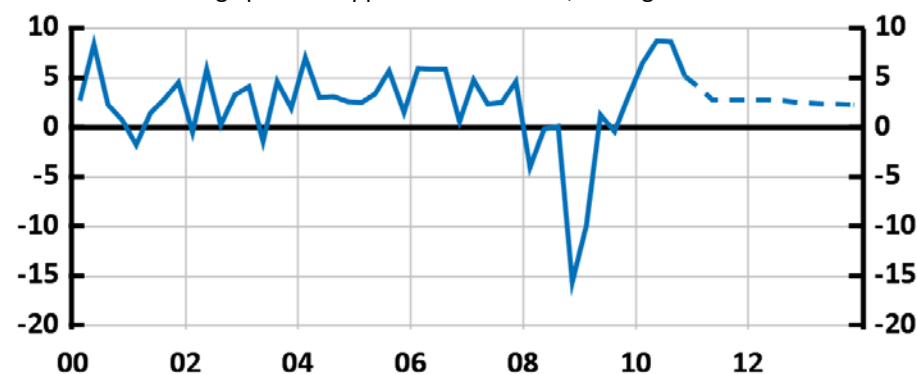
Utlåning till hushåll och företag

Årlig procentuell förändring



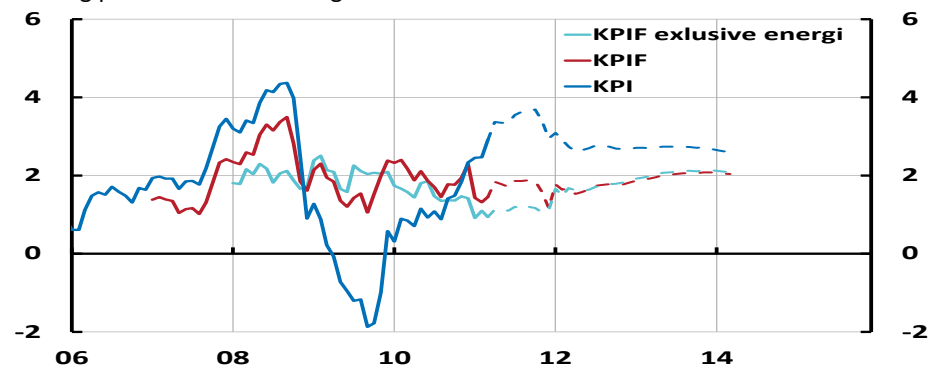
BNP

Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Inflation

Årlig procentuell förändring



Anm. Prognoser från april 2011.

Källor: Institute for Supply Management (ISM), Swedbank, SCB och Sveriges Riksbank



# 2011-2014 – inflationen faller under målet

- Snabb återhämtning efter finanskrisen 2010-2011
- Räntan höjs juli 2010–juli 2011 (från 0,25 till 2 %)
- Inslag av LAW, men definitivt inte huvudmotiv (Jansson, 2014)
- Ökad internationell skuldoro sommaren 2011, inbromsning även i Sverige
- Inflationen föll fram till 2014
- Riksbanken började sänka räntan i december 2011

# Bekymmersamt läge vid årsskiftet 2014-2015

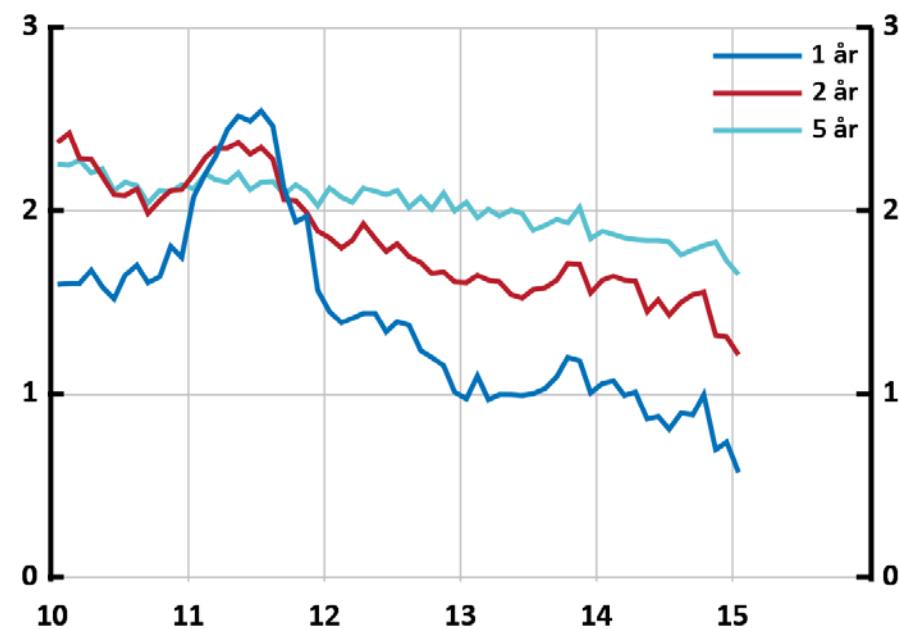
## Inflation

Årlig procentuell förändring



## Inflationsförväntningar

Procent, medelvärde



Anm. Mätt i KPIF (vänster) respektive KPI (höger).

Källor: SCB och TNS Sifo Prospera

# Lärdomar från perioden 2011-2014

- Slutsats (i): Det är viktigt att inte tappa greppet om inflationen och inflationsförväntningarna
- Slutsats (ii): Det kan krävas ganska betydande räntehöjningar för att bromsa uppbyggnaden av finansiella obalanser

# Slutsats (i): Det är viktigt att inte tappa greppet om inflationen och inflationsförväntningarna

- Vad hade vi kunnat göra annorlunda?
  - Svårt att förutspå en skuldcris och dess effekter...
  - Men kanske var det för mycket prat om finansiella obalanser
  - Inflationsmålets status kan ha blivit oklar, vilket kan ha bidragit till fallet i förväntningarna
  - Överdriven kritik (Riksbanken bedriver ”bostadspolitik”) kan också ha haft betydelse
- Är det så problematiskt om man tappar greppet? Ja!

# Slutsats (ii): Det kan krävas ganska betydande räntehöjningar för att bromsa uppbyggnaden av finansiella obalanser

- Tidigare uppfattning:
  - Även lite LAW kan ha god effekt
  - Signalvärde: ökad medvetenhet gör det mer sannolikt att åtgärder vidtas
  - Också större tilltro till att lite LAW kan ha viss direkt effekt (förväntningar)
- Har reviderat min uppfattning en (hel) del:
  - Ökad medvetenhet? I varje fall inte så det ledde till tillräckligt med åtgärder
  - För direkta effekter krävs mer omfattande LAW. Men hade gett svagare utveckling och *ännu* lägre inflation
  - Också tveksamt av mer grundläggande skäl: återkommer jag till

# 2015-2017 – inflationen stiger mot målet igen

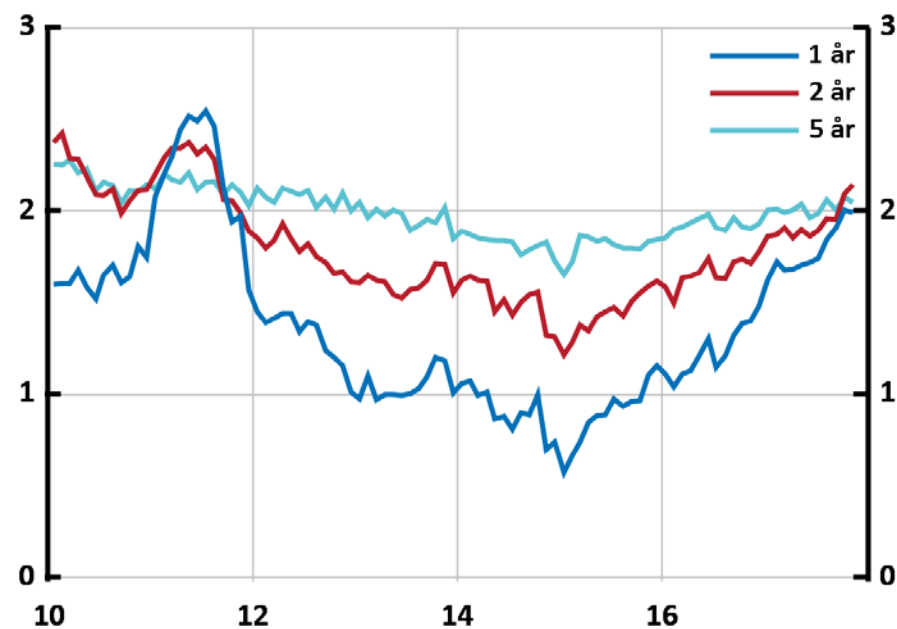
## Inflation

Årlig procentuell förändring



## Inflationsförväntningar

Procent, medelvärde



Anm. Mätt i KPIF (vänster) respektive KPI (höger).

Källor: SCB och TNS Sifo Prospera

# Lärdom från perioden 2015-2017

- Slutsats (iii): Det kan krävas lång tid av mycket expansiv politik för att få upp inflationen – men det går

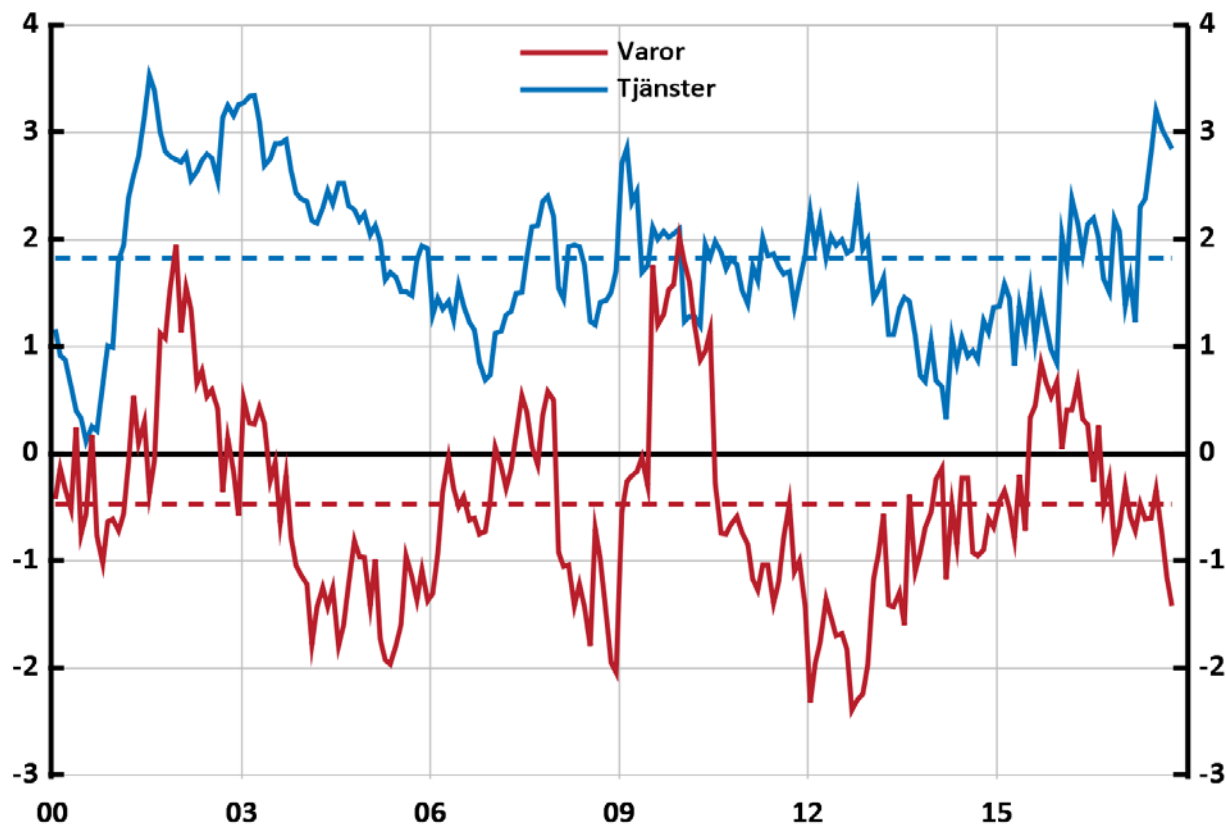
# De svenska erfarenheterna och den internationella idédebatten

- Mer i linje med Yellen-lägret
  - Inflationsmål och förtroende för mål bra och viktigt för ekonomin
  - Inflationsmål möjligt att nå
    - Brasklapp 1: Blir inflationen kvar vid 2 procent?
    - Brasklapp 2: Phillipskurvans roll oklar



# Tjänsteprisernas utveckling tyder på att Phillipskurvan fungerar

Årlig procentuell förändring



Anm. Streckade linjer avser medelvärde sedan 2000.

Källa: SCB

# De svenska erfarenheterna och den internationella idédebatten

- Mer i linje med Yellen-läggret
  - Inflationsmål och förtroende för mål bra och viktigt för ekonomin
  - Inflationsmål möjligt att nå
    - Brasklapp 1: Blir inflationen kvar vid 2 procent?
    - Brasklapp 2: Phillipskurvans roll oklar
  - Lite LAW tycks inte fungera (varken via direkta eller indirekta effekter)
  - Omfattande LAW har inte testats i Sverige. Skulle ha stora negativa sidoeffekter
- Men Borio-läggret lyfter viktigt problem
  - Vad gör en centralbank som har svårt att nå målet trots mycket expansiv politik (Jansson, 2016)?

# Behöver vi verkligen inflationsmål?

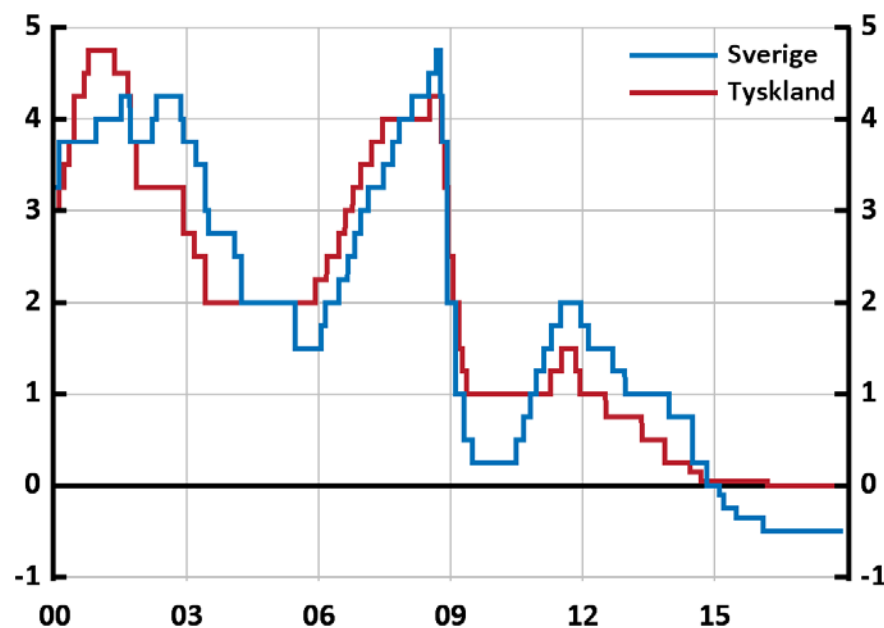
- Risk att inflation och förväntningar faller och permanentas mycket lågt
  - Låg inflation → låga nominella räntor → litet utrymme att sänka räntan → svårt att motverka framtida lågkonjunkturer (därav också förslag om att höja, inte sänka, centralbankernas inflationsmål)
- Inflationsmål riktmärke för pris- och lönebildning (nominellt ankare)
  - Lättare fatta ekonomiska beslut
  - Större svängningar utan ankare
  - Risk för nominell oreda, i framför allt lönebildningen

# Mer grundläggande problem med politik som fokuserar på LAW

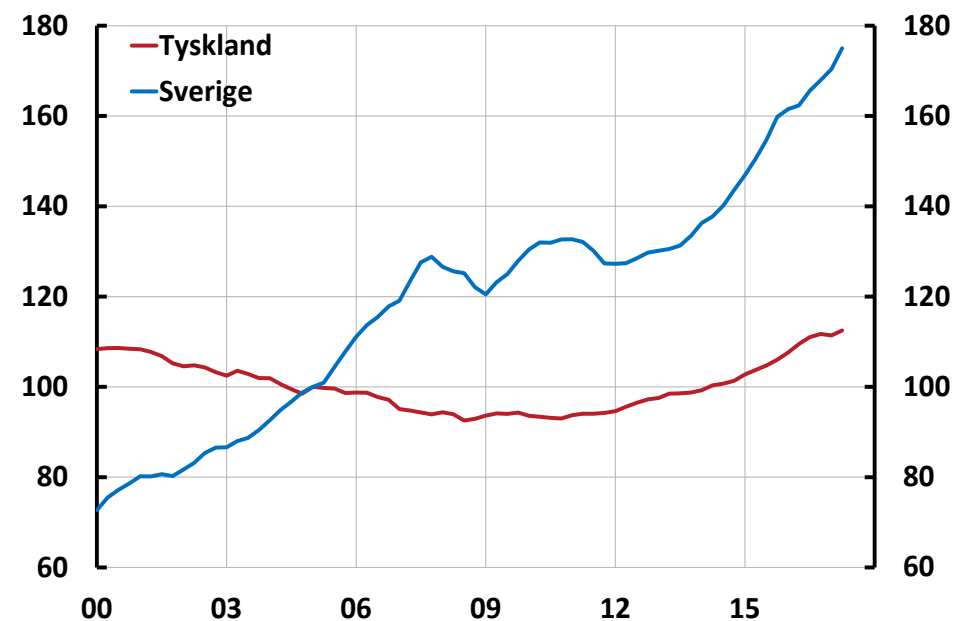
- Rimligt att kräva att det finansiella systemet klarar, utan att krascha:
  - Låg neutral ränta under perioder
  - Penningpolitik som inriktas på inflationsmål
- Om det inte är tillräckligt stabilt: se till att det blir det!
  - Bättre regler eller kanske t o m "affärsmodell" för det finansiella systemet
  - Inte rimligt att hela ekonomin ska behöva dämpas med onödigt hög ränta
- Brister på andra viktiga marknader kan också ha stor betydelse
  - Men inte heller i det fallet rimligt att lösa problemen med hög ränta

# En penningpolitik som i Sverige måste inte resultera i skenande bostadspriser

Styrränta i Sverige och Tyskland



Bostadspriser i Sverige och Tyskland



Anm. Procent respektive husprisindex (HPI), 2005 kv1 = 100.

Källor: ECB, Macrobond och Federal Reserve Bank of Dallas

# Sammanfattning

- Fundamental internationell debatt om inflationsmålpolitik pågår
- Sverige ligger ”före i cykeln”, våra erfarenheter kan vara av intresse
- Svenska erfarenheter hittills mer i linje med Yellen-lägret:  
penningpolitik och styrränta bättre lämpade för inflationsmål än  
finansiella obalanser
- Utesluter inte på något sätt roll och ansvar för centralbanker när det  
gäller finansiell stabilitet