

# Alltför långtgående slutsatser om implikationerna av sekulär stagnation för penningpolitiken

MIKAEL APEL OCH  
PÄR ÖSTERHOLM

I artikeln ”Sekulär stagnation – vad är det, finns det och hur påverkar det penningpolitiken?” i *Ekonomisk Debatt* 4/2017 diskuterar Fredrik N G Andersson sekulär stagnation. Huvuddelen av artikeln utgörs av en förtjänstfull genomgång av teorin och vilket empiriskt stöd det finns för fenomenet. Artikeln ingår dock i ett temanummer om stabiliseringspolitik och det är när Andersson ska dra slutsatser om penningpolitiken som det börjar uppstå frågetecken. Andersson landar i två slutsatser. Den första är att det finns alltför stor tilltro till att penningpolitiken kan stabilisera tillväxten på en hög nivå. Den andra är att penningpolitiken fokuseras för mycket på den realekonomiska utvecklingen och i stället borde inriktas på att upprätthålla finansiell stabilitet. Problemet är att dessa slutsatser plockas fram som kaniner ur en hatt, utan någon uppenbar koppling till den föregående analysen och diskussionen. Vi vill hävda att den första slutsatsen är en feltolkning av vad penningpolitiken försöker åstadkomma och att den andra är något som man mycket väl kan tycka, men som inte följer av teorin om sekulär stagnation.

När det gäller Anderssons första slutsats kan det noteras att det pågår en livlig diskussion i forskarvärlden och bland centralbanker om huruvida sekulär stagnation är en realitet och vilka konsekvenserna i sådana fall är. Ett förhållande som är förenligt med teorin om sekulär stagnation, och som har stor betydelse för penningpolitiken, är

att det globala reala ränteläget i dag är mycket lågt. Det ses vanligtvis som ett tecken på att den s k globala neutrala räntan är ovanligt låg (se t ex Rachel och Smith 2015). Centralbankerna måste förhålla sig till denna låga neutrala ränta när de anpassar sina styrräntor, men de kan inte påverka den. Problemet när ränteläget är lågt är att det är svårt att göra penningpolitiken så expansiv som man ibland kanske skulle behöva. När centralbankerna försöker stimulera ekonomin genom att sänka styrräntan slår denna snabbt i sin nedre gräns. I ett antal länder – exempelvis USA, Storbritannien, euroområdet och Sverige – har styrräntan befunnit sig på eller nära den nedre gränsen i flera års tid.

Diskussionen om de penningpolitiska konsekvenserna av sekulär stagnation har oftast handlat om att handlingsutrymmet för penningpolitiken kan komma att bli begränsat framöver om det globala ränteläget förblir lågt under lång tid. I debatten har man föreslagit olika tänkbara åtgärder för att öka detta utrymme och förbättra möjligheten att motverka framtida lågkonjunkturer, exempelvis att sänka styrräntan under noll (som ett antal centralbanker redan har gjort), att förlita sig mer på s k kvantitativa lättnader och att höja inflationsmålet. Syftet med det sistnämnda är att en högre genomsnittlig inflation innebär högre nominella räntor och därmed ett större utrymme att sänka styrräntan – en högre ”fallhöjd”. En vanlig slutsats är att det nog ändå är så att finanspolitiken vid nästa lågkonjunktur måste spela en större roll än normalt (Summers 2016).

Däremot finns det oss veterligen ingen diskussion om att man med hjälp av penningpolitik hoppas kunna motverka eller stoppa sekulär stagnation, i meningen att höja den långsiktiga tillväxten. Vi känner heller inte till några praktiska försök att göra detta. Att pen-

## REPLIK

*Mikael Apel* är docent i nationalekonomi och rådgivare på avdelningen för penningpolitik vid Sveriges riksbank. Han forskar huvudsakligen runt frågor om penningpolitik. [mikael.apel@riksbank.se](mailto:mikael.apel@riksbank.se)

*Pär Österholm* är professor i nationalekonomi vid Handelshögskolan vid Örebro universitet. Hans forskning är inriktad på makrofinans, prognoser och penningpolitik. [par.osterholm@oru.se](mailto:par.osterholm@oru.se)

Författarna vill tacka Lina Aldén, Björn Andersson och Ulf Söderström för synpunkter.

ningpolitiken i många länder är expansiv beror på att man vill förbättra en allttjämt svag konjunktur och/eller upprätthålla förtroendet för ett inflationsmål. Men det kan knappast beskrivas som en stor tilltro till att penningpolitiken kan motverka sekulär stagnation. På ett mer generellt plan är det ju snarast en allmänt vedertagen uppfattning att penningpolitiken inte kan påverka tillväxten i det långa loppet – en neutralitet med grunder i bl a Friedman (1968) och som återkommande kommuniceras av ledande personer vid diverse centralbanker (se t ex Lacker 2014). Vi skulle därför hävda att en överväldigande majoritet av såväl akademiker som centralbanksekonomer håller med om Anderssons påpekande om att det är utbudsreformer – inte penningpolitik – som kan lösa problemet med sekulär stagnation. Hans slutsats om en alltför stor tilltro till penningpolitiken framstår därför som något av en halmdocka.

Anderssons andra slutsats är att penningpolitiken bör ta hänsyn även till den finansiella utvecklingen. Med detta avses här mer specifikt att styrräntan bör användas för att exempelvis försöka bromsa en expansion av krediter och tillgångspriser – en politik som brukar kallas för att centralbanken ”lutar sig mot vinden”. Vi menar dock att detta inte på något uppenbart sätt följer av Anderssons argumentation runt sekulär stagnation.

För det första har, som vi framhållit ovan, diskussionen om konsekvenserna av sekulär stagnation för penningpolitiken främst handlat om att hitta sätt att göra så att centralbanken kan påverka produktion och inflation även i ett läge då det globala ränteläget är mycket lågt. Huruvida penningpolitiken i högre grad bör luta sig mot vinden har inte varit i fokus för debatten kring sekulär stagnation, även om den naturligtvis varit en del av den då lågräntemiljön av många

bedöms vara förknippad med att finansiella risker byggs upp. Här kan det dock noteras att en politik som lutar sig mot vinden i vissa lägen riskerar att medföra att inflationsmålet blir otydligare och resultera i att inflationsförväntningarna faller. Det finns goda skäl att bedriva en politik som upprätthåller förtroendet för inflationsmålet. Om inflationen och inflationsförväntningarna faller och permanentas på en nivå väsentligt under centralbankernas inflationsmål kommer måluppfyllelsen att försvåras och utrymmet att motverka kommande lågkonjunkturer minska. I exempelvis den amerikanska debatten har Summers (2017) framhållit vikten av att Federal Reserve inte börjar strama åt alltför tidigt och menar att den bör tillämpa principen *“shoot only when you see the whites of the eyes of inflation”*. Problematiken runt inflationsförväntningarna och inflationsmålets trovärdighet skulle med andra ord – tvärtemot Anderssons slutsats – kunna ses som ett argument mot att luta sig mot vinden i nuvarande miljö.

För det andra finns en växande forskning som försöker beräkna kostnader och intäkter av att använda styrräntan för att försöka motverka finansiella obalanser – en *cost-benefit*-analys. Kostnaderna för att styrräntan sätts högre än vad som skulle ha varit fallet om man inte hade beaktat finansiella obalanser är en svagare ekonomisk utveckling med högre arbetslöshet och lägre inflation. Intäkten beskrivs generellt som att sannolikheten för en finansiell kris minskar och/eller att krisen inte blir lika djup. Ett vanligt resultat är att kostnaderna i normalfallet klart överstiger intäkterna, dvs att en politik som lutar mot vinden kostar mer än den smakar (se t ex Internationella valutafonden 2015 och Svensson 2016). Det ska dock poängteras att detta är en pågående diskussion och att det även finns forskning

som pekar på att intäkterna överväger (se t ex Filardo och Rungcharoenkitkul 2016 och Gourio m fl 2016). Men att, som Andersson gör, helt bortse från denna forskning och argumentera att sekulär stagnation per automatik implicerar att centralbankerna bör luta sig mot vinden är att ta en väl stor genväg. Som påpekas av Andersson finns det ju dessutom andra verktyg än penningpolitik när det gäller att motverka att finansiella obalanser byggs upp. Vi menar att det är sannolikt att makrotillsynsåtgärder<sup>1</sup> och andra åtgärder som specifikt kan inriktas på problemet är bättre lämpade än penningpolitik för detta ändamål.<sup>2</sup>

Det finns alltså inte mycket stöd i litteraturen om sekulär stagnation – eller i hans egen analys och diskussion – för de slutsatser som Andersson drar. Det ligger därför nära till hands att tro att dessa i stället är ett uttryck för en uppfattning som han har framfört i andra sammanhang, nämligen att centralbanker, och i synnerhet Riksbanken, bedriver en alltför expansiv politik och borde höja räntan i stället för att försöka upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Även om vi inte håller med om detta är det givetvis en uppfattning man kan ha. Men man bör inte försöka göra det till något annat än vad det är, dvs en åsikt. Det är definitivt inget som naturligt följer av teorin om sekulär stagnation.

## REFERENSER

- Andersson, F N G (2017), "Sekulär stagnation – vad är det, finns det och hur påverkar det penningpolitiken?", *Ekonomisk Debatt*, årg 45, nr 4, s 13–25.
- Braconier, H och S Palmqvist (2017), "Makrotillsynens roll i Sverige", *Ekonomisk Debatt*, årg 45, nr 4, s 56–68.
- Filardo, A och P Rungcharoenkitkul (2016), "A Quantitative Case for Leaning against the Wind", BIS Working Papers 594.
- Friedman, M (1968), "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, vol 58, s 1–17.
- Galati, G och R Moessner (2013), "Macroprudential Policy – A Literature Review", *Journal of Economic Surveys*, vol 27, s 846–878.
- Gourio, F, A K Kashyap och J Sim (2016), "The Tradeoffs in Leaning Against the Wind", uppsats presenterad vid 17th Jacques Polak Annual Research Conference, november 2016.
- Internationella valutafonden (2015), "Monetary Policy and Financial Stability", IMF Policy Papers, Washington.
- Lacker, J M (2014), "Can Monetary Policy Affect Economic Growth?", tal vid Johns Hopkins Carey Business School, Baltimore, Maryland, 24 februari 2014.
- Rachel, L och T D Smith (2015), "Secular Drivers of the Global Real Interest Rate", Staff Working Paper 571, Bank of England.
- Summers, L H (2016), "Secular Stagnation and Monetary Policy", *Federal Reserve Bank of St Louis Review*, vol 98, s 93–110.
- Summers, L H (2017), "5 Reasons Why the Fed May Be Making a Mistake", blogginlägg, 14 juni 2017, larrysummers.com/2017/06/14/5-reasons-why-the-fed-may-be-making-a-mistake/.
- Svensson, L E O (2016), "Cost-Benefit Analysis of Leaning Against the Wind", NBER Working Paper 1902.

<sup>1</sup> För en översikt rörande makrotillsynsåtgärder, se t ex Galati och Moessner (2013).

<sup>2</sup> I linje med detta konstaterar Braconier och Palmqvist (2017) – i samma temanummer av *Ekonomisk Debatt* som innehåller Anderssons artikel – att de flesta bedömare anser att penningpolitik inte är ett särskilt lämpligt eller effektivt verktyg för att dämpa riskuppbbyggnad i den finansiella sektorn.