

## Penningpolitik i länder med låg inflation och höga skulder – Sverige och Irland

*Peter Englund*

Jag hälsar alla välkomna till National-ekonomiska Föreningens möte. Jag heter Peter Englund och är föreningens vice ordförande. Det är en lång tradition att vi har riksbankschefen här. Det är en av våra två traditioner; den andra är att vi bjuder in finansministern en gång om året. Det är väl tionde gången som vi har Stefan Ingves här. Det gläder vi oss mycket åt.

Vi har tänkt bredda diskussionen lite och har också bjudit in Stefan Gerlach, som är Deputy Governor för den irländska centralbanken. Stefan har en lång karriär inom både centralbankssfären och den akademiska världen. Efter grundexamen i Lund har Stefan varit verksam i Bank of International Settlements i Basel och i Hong Kong Monetary Authority och är som sagt sedan ett par år tillbaka Deputy Governor på Irland, men han har också hunnit med en period som professor i nationalekonomi vid universitetet i Frankfurt.

Stefan Ingves inleder med att tala om dagens penningpolitik ur ett svenskt perspektiv och därefter kommer Stefan Gerlach att tala ur ett internationellt perspektiv.

*Stefan Ingves*

Ett stort tack för att jag än en gång har möjlighet att vara här för att tala om svensk penningpolitik! Särskilt roligt är det för min del eftersom jag har mina rötter här, ända sedan 1970-talet.

Jag ska i dag tala om svensk penningpolitik, hur den har sett ut över tiden, vad det kan innebära och vad vi har lärt

oss under årens lopp. Jag tänkte starta med ett historiskt perspektiv på dagens penningpolitik och berätta lite om vilka mål som vi har haft över långa tidsperioder. Tar man ett längre tidsperspektiv får man klart för sig vad penningpolitikens innehåll, eller vad man menar med att göra penningpolitik, själva hantverket, anses bestå av. Det har ändrats över tiden och det har alltid diskuterats. Penningpolitiken har alltid varit en del av vad som sker i den svenska ekonomin.

Jag ska vidare tala lite om lärdomar från 1990-talskrisen och vad vi har med oss från den. Jag ska tala om en del lärdomar från den globala finanskrisen och särskilt om penningpolitiken i en liten öppen ekonomi som den svenska och avsluta med den svenska penningpolitiken så som den ser ut för närvarande.

Jag ska börja med det historiska och jag tänker hoppa långt tillbaka i tiden. Låt oss titta på det här i ett 140 års perspektiv. Det är något helt annat än vad som händer i nästa kvartal när det gäller BNP-prognoser och dylikt (figur 1). Kurvan visar inflationstakten i Sverige under de senaste 140 åren. Det finns ett antal staplar som beskriver olika typer av penningpolitiska regimer som vi har haft under den här perioden. Det har varierat ganska mycket, men grundbulten är alltid densamma och det är att man ska försöka bevara penningvärdet. Ett återkommande tema är att man har försökt ha en fast växelkurs så länge det går. Det rasar förr eller senare och så börjar man på en ny kula.

I dag är vi inte med i eurosamarbetet, men i Sverige hade vi ett skandinaviskt valutasamarbete från 1873 till 1924 och vi hade en guldmyntunion, så vi har försökt med den typen av övningar tidigare. Vi hade ett prisstabilitetsmål mellan 1931 och 1937. Sedan tog det mer än 50 år innan detta med prisstabilitet kom tillbaka. Så hade vi en period från 1951 till 1973 med en fast växelkurs och inte minst

### NATIONAL- EKONOMISKA FÖRENINGENS FÖRHANDLINGAR

2015-05-06

Sammanfattade och redigerade av Birgit Filppa, Karin Sirén och Elisabeth Gustafsson

*Ordförande:*

Peter Englund

*Inledare:* Stefan Ingves, riksbankschef

*Kommentator:* Stefan Gerlach, Deputy Governor, Irlands centralbank

*Övriga deltagare:*

Andreas Bergström,

Hubert Fromlet,

Tomas Pousette,

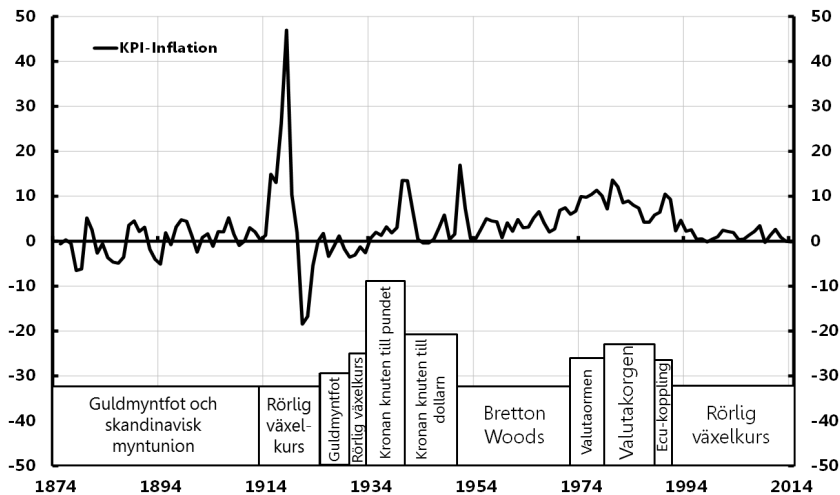
Hubert Roslund,

Johan Schück, Joakim

Stymne och Lars-

Gunnar Wallin

Figur 1  
Sveriges inflation och  
valutaregimer



Anm: Diagrammet visar årlig KPI-inflation i procent och fyrkanternas bredd motsvarar tidsperioden för respektive valutaregim.

Källa: SCB och Riksbanken.

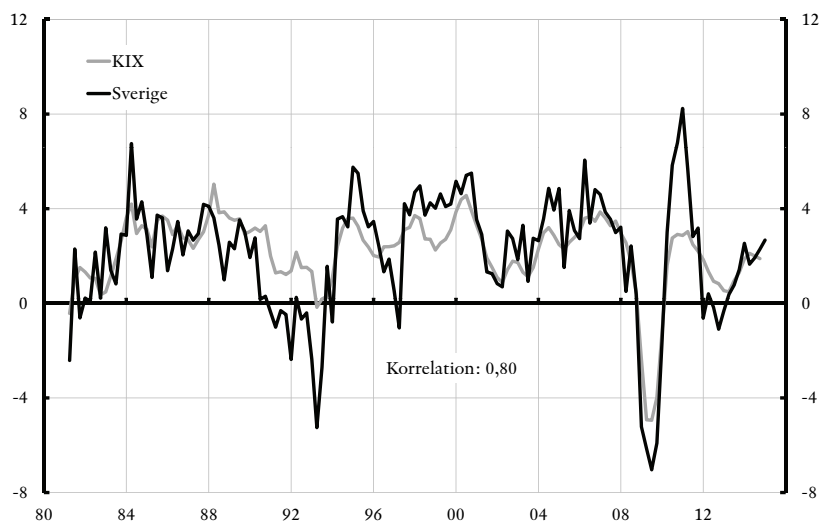
hade vi när vi hade en fast växelkurs en stor mängd detaljregleringar inom den finansiella sektorn där penningpolitiken i viss mening nästan var sekundär därför att det var kreditallokering på annat sätt som då var drivkraften.

1970-talets överbyggningspolitik ledde till devalveringar. Detta med fast penningvärde började luckras upp och inflationen blev hög och varierande. På 1980-talet var det dags att avreglera hela finanssektorn. Avregleringen var bra, men följderna blev ganska dyra eftersom att det resulterade i 1990-talskrisen som slutade med en bankkris och annat. Vi som var med på den tiden har med oss i ryggsäcken 500 procents ränta. Har man varit med om den epoken och den episoden, som jag, är det svårt att föreställa sig att man yrkesmässigt senare skulle komma att hantera en negativ ränta. Det är ett annat sätt att fånga det faktum att händer det saker i den svenska ekonomin eller i omvärlden kommer centralbanken att anpassa sig efter det på ett eller annat sätt. Sedan finns det en evig diskussion om vad man anser vara bäst

i var tid. På något sätt handlar det ändå alltid om samma fråga: att bevara penningvärdet i en stökig omvärld. Det är det evigt återkommande.

Nu ska jag inte mala mig sakta från 1873 och framåt, utan jag gör ett ganska snabbt hopp till 1990-talskrisen. Snabbversionen av vad som hände då är att vi fick en inflation som var alldeles för hög i förhållande till omvärlden. Vi avreglerade kreditmarknaden och det kom att ske i kombination med en i övrigt alldeles för expansiv finans- och penningpolitik. Det slutade med, vilket många andra länder har erfarit nu under 2000-talet – man kan säga att vi var tidiga – en kombination av finanskris, valutakris och statsfinansiell kris. Det har varit ett återkommande tema, dessvärre, i ganska många länder över årens lopp. Alla vi som har jobbat med detta och diskuterat vad vi borde göra i Sverige har med oss diverse olika hemläxor från den episoden, inte minst när det gäller penningpolitiken.

En snabbversion av vad som skedde är att säga, vilket är viktigt i en liten öp-



Figur 2  
BNP-tillväxt i Sverige  
och omvärlden. Årlig  
procentuell förändring

Ann: Omvärldens BNP är viktad med KIX.  
Källa: SCB och Riksbanken.

pen ekonomi, att omvärlden var ganska okej, men Sverige var inte okej. Det kom att påverka det som gjordes i ganska stor utsträckning och hur vi försökte hantera det hela. Inte minst hade vi fram till 1990-talskrisen hög och varierande inflation, vilket ledde till att det nominella ankarat började ifrågasättas.

Ett sätt att beskriva hur det såg ut i Sverige i förhållande till omvärlden (figur 2 – den grå och den svarta kurvan) är att se på svängningarna i BNP. Dessa var mycket kraftigare i Sverige jämfört med resten av världen. Det kom naturligtvis i stor utsträckning att påverka det som skedde och hur vi försökte hantera det.

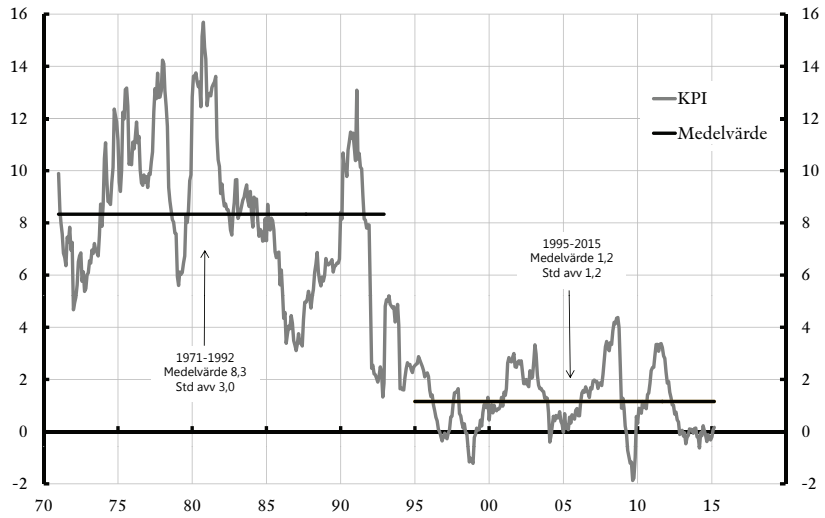
Efter 1990-talskrisen uppstod en diskussion om vikten av normtänkande – några av er som sitter här var med i den diskussionen – vikten av att man har ett trovärdigt nominellt ankare i de här sammanhangen. Eftersom fastväxelkurs-politiken var vid vägs ände var det kanske inte så onaturligt att man började tänka på något annat. Då fick vi inflationsmål och en självständig Riksbank. Med inte minst självständigheten

var tanken att man skulle hantera det som vi kallar för tidsinkonsistensproblemet, dvs att det långsiktiga målet om låg inflation inte är konsistent med kortsiktiga motiv för hög inflation. Det ansågs mest lämpligt att det fanns en direction på sex personer som skulle vara mer långsiktiga och ha en större självständighet från det politiska systemet.

Man får nog säga att det har lett till en lång period av ekonomisk stabilitet, både med avseende på inflationsmål och i en rad andra avseenden. Under den här perioden har vi en stark produktivitet-utveckling. Vi har hög tillväxt och låg inflation och statsfinanserna, som i början av den här perioden var en belastning blir, när vi hanterat den frågan, med åren en styrka för Sverige. Det har gagnat oss väl med tanke på det som kom att bli sedan.

Samtidigt som vi glider in i det som kom att kallas *the great moderation*, det stora lugnet, blir det något av en övertro på centralbankernas förmåga till finjustering därför att allt ser lugnt, prydligt och trevligt ut. De modeller som kom

Figur 3  
Inflationsmålet har  
fungerat väl



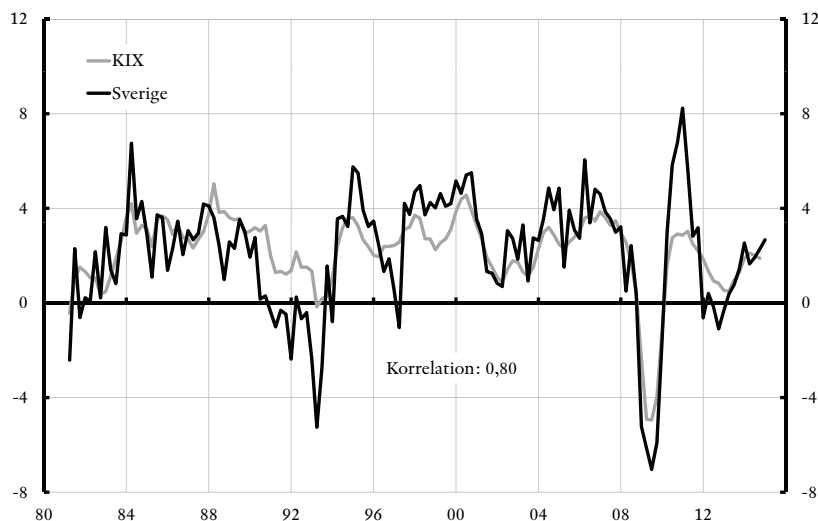
Anm: Data t o m mars 2015.  
Källa: SCB och Riksbanken.

att användas av många centralbanker, inklusive Riksbanken, var inte i första hand utvecklade för att fånga långsiktiga trender, utan fokuserade på konjunktursvängningar. Dessutom spelade finansiella marknader och krediter en underordnad roll i analysramen vid denna tid. En sammantagen konsekvens av detta var att penningpolitiken i stor utsträckning gled ifrån "normtänkandet", i riktning mot "fine tuning".

Att den nya penningpolitiska regimen har fungerat ser man i den här grafen (figur 3). 1971-92 hade vi ett medelvärde för inflationstakten på 8,3, med stora svängningar och från 1995 och framåt på 1,2. Nu är dessutom svängningarna mindre; standardavvikelsen är 1,2. I stora drag får man nog säga att inflationsmålet har fungerat ungefär som det var tänkt. Sedan har det sjölvfallet hänt en massa annat i svensk ekonomi som har bidragit. Det är inte så att det enbart är penningpolitiken utan också god produktivitetsutveckling, stabila statsfinanser och en förändrad och förbättrad lönebildning som har bidragit.

Det som hände i samband med finanskrisen 2008-09 var att omvärlden inte var okej, men Sverige var okej. Det gjorde det naturligtvis lättare för vår del att hantera de frågor som uppstod därför att vi hade och har mycket starka statsfinanser. Bankernas kreditförluster var begränsade. De var nästan obefintliga i Sverige. Däremot var kreditförlusterna betydande i Baltikum.

Men i en liten öppen ekonomi som Sverige, där vi är ganska så beroende av vad som sker i Europa eftersom euroområdet är vår största exportmarknad, gör en svag efterfrågan i vår omvärld att vi ändå påverkas mycket när det går dåligt i omvärlden. Då får vi också till en del en svag efterfrågan i den svenska ekonomin. Den andra delen i detta är att eftersom de stora finansmarknaderna i världen fryser tar naturligtvis pengarna slut också i svenska banker i Sverige. Då får Riksbanken gå emellan och låna ut betydande belopp till banksystemet för att hålla det hela i gång. Men startpunkten var mycket bättre, och helt annan än på 1990-talet, eftersom svensk



Figur 4  
BNP-tillväxt i Sverige  
och omvärlden. Årlig  
procentuell föränd-  
ring

Anm: Omvärldens BNP är viktad med KIX.

Källa: SCB och Riksbanken.

ekonomi var i förhållandevis gott skick jämfört med många andra när vi skulle hantera de stora exogena händelser som vi inte kommer undan i en liten öppen ekonomi.

Ett annat sätt att beskriva detta är att titta på grafen igen (figur 4) där vi ser de väldigt kraftiga svängningarna i svensk BNP.

Här fanns det en hel del att lära. Det handlar hela tiden om att föreställa sig: Vad händer i en liten öppen ekonomi? Hur ska vi hantera detta? Intressant är att korrelationen mellan BNP i Sverige och den handelsviktade BNP:n i omvärlden är 0,8. Det är ett annat sätt att säga att vi i hög grad är beroende av vad som sker runt omkring oss.

Vad är det som händer efter finanskrisen? Före finanskrisen pratade man rätt mycket om det som i diverse olika papper kom att kallas för Jackson Hole Consensus, dvs att man föreställer sig att penningpolitiken hanterar finansiella kriser när de uppstår och att det inte ska vara särskilt problematiskt, dyrbart eller svårt att städa upp efteråt. Om man

har varit med ett antal nätter som jag är det lite svårt att föreställa sig hur det ska gå till eftersom det är ganska jobbigt och tar ganska lång tid att plocka ihop bitarna efteråt när allting har gått sönder.

Finanskrisen har illustrerat att det innebär ganska stora kostnader att städa upp efteråt och det blir väldigt olika resultat i olika länder beroende på med vilken hastighet man gör det, vilken förmåga och vilken vilja man har att göra det och inte minst vilken storlek på statsskulden man har när man börjar. Det är ganska bekymmersamt, inte minst har det varit och är bekymmersamt i Europa eftersom många länder har gått in i detta med en stor statsskuld och man har dragit sig för att ta förlusterna och fortsätta ifrån det. Då har strukturuomvandling och annat blivit lidande.

En lärdom av detta är, för att nu prata om Sverige, att vi fick kontroll över statsskulden och vi fick kontroll över inflationen. I den meningen var det som skedde väldigt framgångsrikt, men vi hade inte och vi har fortfarande inte någon naturlig begränsning för skuld-

sättningen i den privata sektorn. Det är någonting som vi har med oss i ryggsäcken denna gång. Hur ska vi hantera den frågan så att det inte blir för mycket? När det blir för hög skuld någonstans i ekonomin är lärdomen över årtiondena eller århundradena att det blir bekymmer, förr eller senare.

Detta har skapat det som nu kallas makrotillsyn, ett nytt politikområde, där man föreställer sig att någon ska säga nej, för makrotillsyn handlar om det. Det är klart att det är svårt och jobbigt att säga nej. Då blir det rätt mycket diskussion om vem som ska säga nej och när man ska säga nej. Det är egentligen det grundläggande i detta.

Man kan säga att det här inte är några nya utmaningar. I viss mening är det en rörelse tillbaka mot ett större inslag av regleringar på kreditmarknaden, inte på samma sätt som under perioden från 1950 till 1980 men någorlunda åt samma håll. Man har bytt ord på det mesta, men i viss mening kan man säga: *It is old wine in new bottles*. Det är så det ser ut därför att utmaningarna till en del är desamma.

På 1980-talet hade vi av helt andra skäl utlåningstak och negativ realränta. Det skapade en s k grå kreditmarknad då och det ledde så småningom till avregleringar. I dag är det så och det här är ett överförenklat sätt att beskriva det, att om man inför ett stort antal regleringar och gör det svårare att låna för hushållen, för att ta det som ett exempel, skapar man en skuggränta i den delen av den finansiella sektorn. Om den skuggräntan avviker väldigt kraftigt från den penningpolitiskt satta styrräntan skapar man i stort sett samma slags incitament till att skapa en grå kreditmarknad även om man inte kallar den för det. Numera heter det *the shadow banking sector*, men det är egentligen samma fenomen.

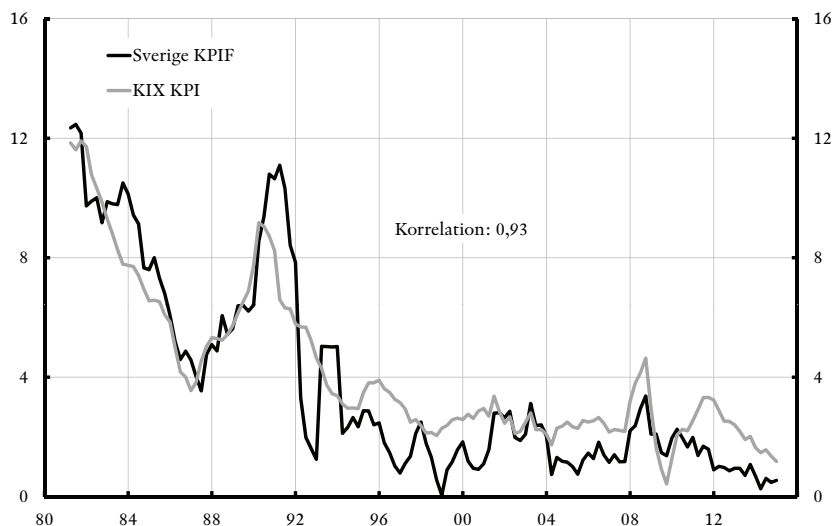
Jag har inte svaren på hur man ska hantera detta, men det är en fråga som

inte har diskuterats tillräckligt, enligt mitt sätt att se det, när man resonerar i de här frågorna. Ibland hävdar man att makrotillsynen löser alla problem. Makrotillsyn kan säkert lösa en del problem, men sannolikt inte allt. Och som alltid när det gäller olika typer av regleringar får man sannolikt en del nya frågeställningar på köpet.

Vad är då lärdomen av detta? Finansiella kriser – vi vet att de leder till en svag ekonomisk utveckling. De leder också i förlängningen till svårigheter att kontrollera inflationstakten. Det här innebär också att man särskilt i de länder där man har en rejäl finanskris, vilket vi inte har haft i Sverige – och det är viktigt – får problem med penningpolitikens genomslagskraft eftersom transmissionsmekanismen, den finansiella sektorn genom vilken penningpolitiken ska verka, inte fungerar. Då får inte penningpolitiken samma genomslagskraft som den annars skulle få. I den mening kan man säga att finansiell stabilitet är ett nödvändigt villkor för att penningpolitiken ska fungera.

En annan sak är att en centralbank egentligen nog aldrig kan friskriva sig från ansvar i de här sammanhangen eftersom vi har många av de verktyg som behövs för att hantera banker i kris, exempelvis tillhandahållandet av krediter till banker med likviditetsproblem. Det visar inte minst utvecklingen under den akuta finanskrisen 2008–09. Dessutom påverkar räntan såväl bostadspriser, kreditgivning som det allmänna ekonomiska risktagandet i ekonomin – och därmed också den finansiella stabiliteten.

Vi måste fortsätta att värna inflationsmålet och ta till oss den stora lärdomen från utvecklingen under 1970- och 1980-talet, nämligen att se till att behålla trovärdigheten för det nominella ankaret. Och vi måste också ta till oss den stora lärdomen från finanskrisen, nämligen att finansiell stabilitet är en



Figur 5  
Inflationen i Sverige  
och omvärlden

Ann: Omvärldens BNP är viktad med KIX.

Källa: SCB, nationella källor och Riksbanken.

förutsättning för en låg och stabil inflation och en god ekonomisk utveckling i övrigt. Men en förutsättning för att ta hänsyn till finansiell stabilitet i räntebesluten är att inflationsförväntningarna är väl förankrade och att inflationen ligger ganska nära målet. Jag återkommer till detta när jag pratar mer om den aktuella penningpolitiken.

Som jag nämnde tidigare har den svenska ekonomin, trots goda förutsättningar, påverkats mycket av finans- och skuldskrisen. En fråga som åter hamnat i fokus är hur mycket penningpolitiken i en liten öppen ekonomi som den svenska kan avvika från omvärldens.

Om man tittar på inflationen i Sverige och omvärlden och går tillbaka till början av 1980-talet och fram till i dag ser ni på bilden (figur 5) här att kurvorna följs åt ganska nära. Korrelationen är 0,93. Det är ett annat sätt att säga att vi påverkas mycket av den inflation som man har i omvärlden, som det ser ut beskrivet på det här sättet. Och jag har ju redan visat att en mycket stor del av reaktionen i den svenska konjunkturen

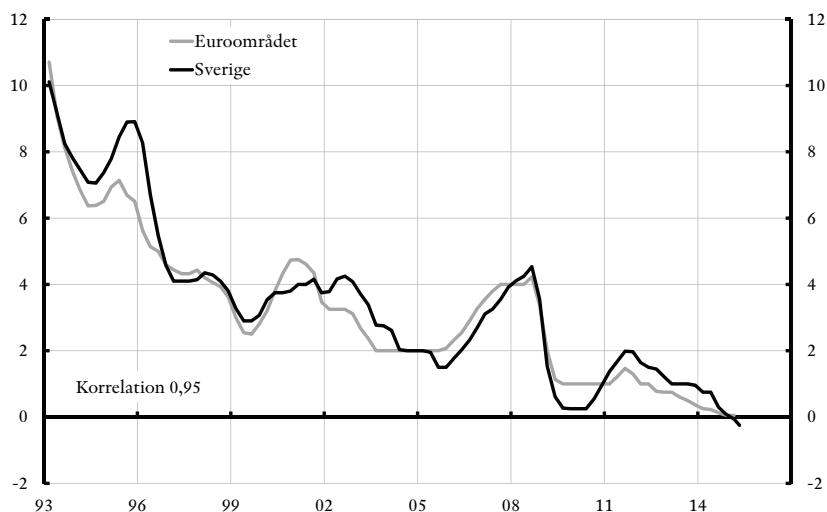
förefaller härstamma från utlandet på ett eller annat sätt.

Ett annat sätt att beskriva det är att säga att om det sker stora exogena händelser utanför Sverige är det svårt att kompensera för efterfrågebortfall utomlands, om jag tar det som ett exempel, till 100 procent genom att öka på efterfrågan i Sverige. Vi kan göra det med hjälp av penningpolitiken eller finanspolitiken, för den delen, till en del men knappast omedelbart upp till 100 procent.

Ett annat sätt att beskriva det är att titta på styrräntan. Om man tittar på styrräntan i Sverige och i euroområdet ser graferna ut som på den bild jag visar här (figur 6). Ni ser att korrelationen mellan styrräntorna – och detta är lite före EMU, så det är ihopvägda räntor längst bak i tiden för att få en lång tidsserie – är 0,95. Det innebär att vi blir med den räntenivå man har i Europa; det är ett annat sätt att uttrycka detta på. Så här ser det ut även när man tar en lång tidsserie. Det innebär att vi måste hålla ett öga på vad som sker i vår omvärld.

Låt mig ge ett enkelt exempel på

Figur 6  
Styrränta i Sverige  
och euroområdet



Anm: För Sverige används data fram till 1987Q2 från Jacobson, T, P Jansson, A Vredin och A Warne "Identifying the Effects of Monetary Policy Shocks in an Open Economy," manuskript, Sveriges Riksbank (2002). För euroområdet används data fram till 1999Q1 från Area-wide Model (AWM).

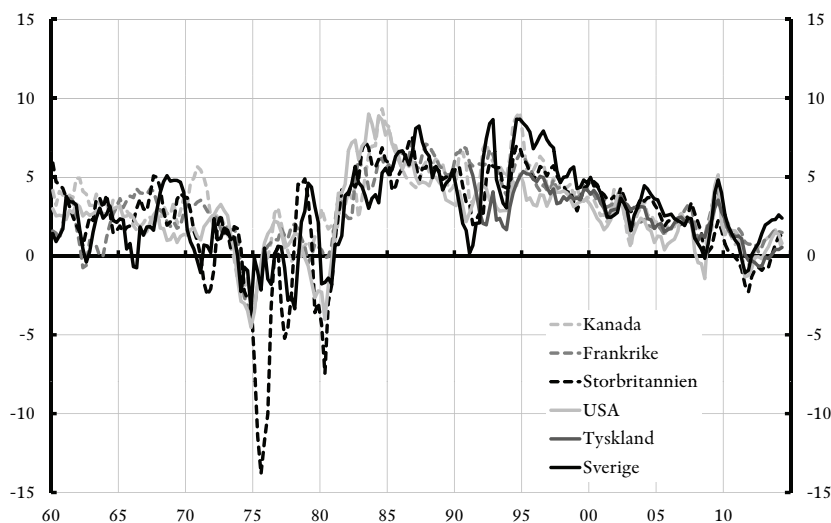
Källa: Euro Area Business Cycle Network (EABCN), Eurostat, Jacobson m fl (2002) och Riksbanken.

detta och då börjar vi närma oss dagens penningpolitik: Omvärldens expansiva penningpolitik påverkar i allra högsta grad Sverige. Det här kan man illustrera exempelvis med Mundell-Fleming-modellen och IS-LM-kurvor i en liten, öppen ekonomi. Jag ska inte tynga er med att visa IS-LM-kurvor överallt, även om någon kanske hade njutit av att titta på dem igen!

I en liten öppen ekonomi med rörlig växelkurs som Sverige resulterar en penningpolitisk åtstramning i att valutakursen förstärks, eftersom räntan i Sverige blir högre än i omvärlden. Förstärkningen av valutan sker tills den inhemska räntan är lika med omvärldsräntan. Den starkare valutakursen driver ned nettoexporten och därmed den allmänna efterfrågan och BNP. Om i stället omvärldsräntan sjunker och den svenska penningpolitiken hålls oförändrad kommer valutakursen också att förstärkas, på grund av att den svenska räntan blir

högre än omvärldsräntan. Valutan förstärks tills den inhemska räntan är lika med omvärldsräntan och den starkare valutakursen leder till minskad nettoexport och BNP. Vi ser alltså att en lägre omvärldsränta får en åtstramande effekt på ekonomin via växelkursen på ungefär samma sätt som en penningpolitisk åtstramning i Sverige.

Ett aktuellt exempel i dagsläget är Europeiska centralbankens köp av statsobligationer inom EMU. Att ECB för en mycket expansiv penningpolitik är inte på något sätt ett bekymmer för Sverige på lång sikt. Om man får upp tillväxten och inflationen i Europa, givet att svensk export och import till ungefär 40-50 procent går till euroområdet, är det naturligtvis väldigt bra för Sverige. Men på kort sikt skapar det ett apprecieringstryck på kronan och om detta tryck blir för stort kommer växelkursen att stiga och då får vi ett lägre inflationstryck i Sverige än vad vi annars skulle ha. När



Figur 7  
Stor samvariation i  
internationella real-  
räntor

*Anm:* Realräntan är beräknad som nominell ränta – KPI-inflation.

*Källa:* OECD och Riksbanken.

inflationen redan i dagsläget är låg går det för vår del inte att sitta med armarna i kors, utan då får vi hantera frågan.

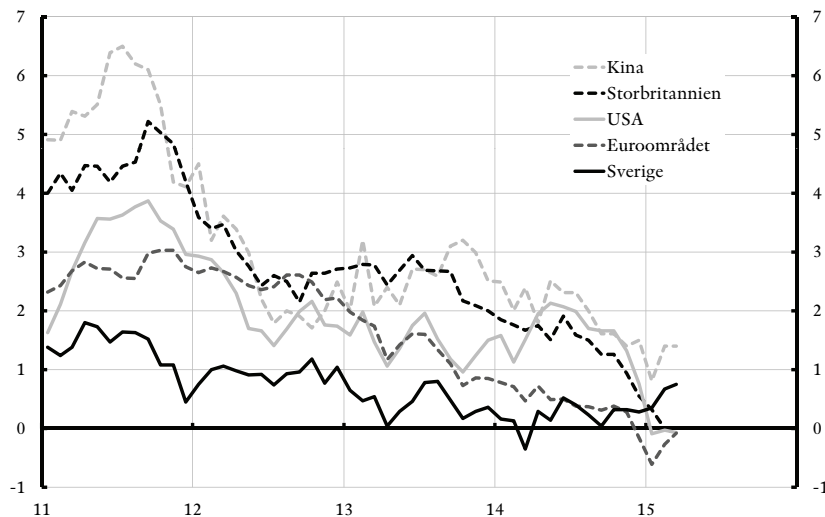
Låt oss titta ytterligare på internationella realräntor. På denna bild (figur 7) syns ett myller av kurvor. Det finns en svart, heldragen kurva som är Sverige någonstans där mitt i alltihop. Poängen här är att vi har sett stora rörelser över årtiondena i realräntor, men de senaste 20–25 åren förefaller det vara så att vi har haft en lång trend där realräntorna är på väg ned. Realräntorna har varit på väg ned i ett stort antal industriländer och då följer Sverige realräntemässigt med i den rörelsen – därav också den väldigt låga räntenivå som vi har i Sverige i dagsläget. Det är detta som har skapat denna rörelse nedåt, där vi är för närvarande när det gäller penningpolitiken – lite under noll.

Vad ska vi då dra för lärdomar av detta? Jag börjar med att säga att penningpolitiken under årtiondena har anpassat sig till diskussionen i samhället och till

de rådande ekonomiska förhållandena. När det har uppstått nya situationer har man försökt hantera det efter bästa förmåga – därav de stora kasten från 500 ned till minus 0,25. Alla vi som jobbar med de här sakerna har i ryggsäcken med oss diverse olika lärdomar som vi försöker hantera – lärdomar från tidigare episoder som vi försöker bygga in i den penningpolitik som förs så gott det går.

Man kan dra några lärdomar här – denna gång tre stycken. En är att det är viktigt med ett nominellt ankare. Annars får man bekymmer i samhällsekonomi förr eller senare. Sedan gäller det att hantera detta så att man bevarar trovärdigheten för detta ankare. Den andra är att det är väldigt viktigt med finansiell stabilitet, för utan detta är det svårt att genomföra penningpolitik över huvud taget. Den tredje lärdomen är att vi i allra högsta grad är beroende av omvärlden när det gäller svensk penningpolitik och svensk ekonomisk utveckling i största allmänhet.

Figur 8  
Inflationen är låg i  
många länder



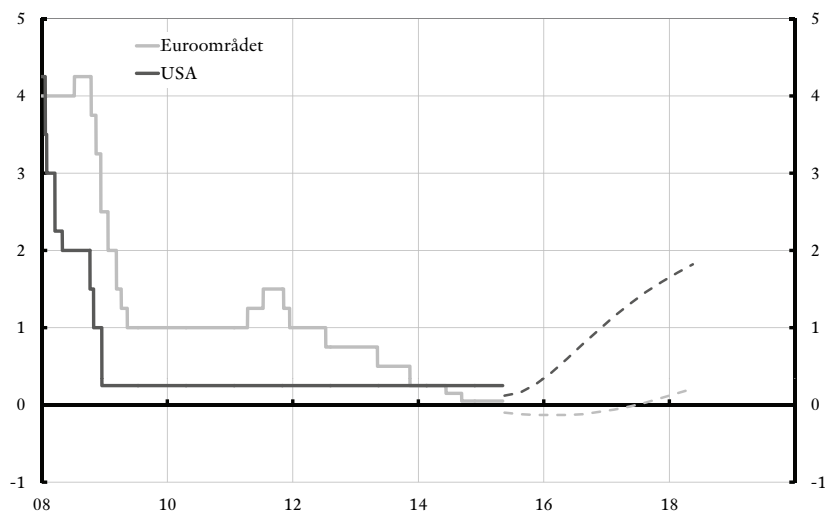
Anm: KPI-inflation. För Sverige och euroområdet avses inflationen mätt med HIKP.

Källa: Eurostat, Bureau of Labor Statistics, Office for National Statistics, State National Bureau of Statistics of China, SCB och Riksbanken.

Detta är någonting som har vuxit fram under ett antal decennier och som vi alla har med oss när det gäller att förstå vad som sker i svensk ekonomi och när det gäller att hantera den svenska penningpolitiken efter bästa förmåga.

Låt oss titta på dagsläget. Inflationförväntningarna, som man kan mäta genom att fråga folk i lite olika kategorier, har varit på väg ned under en tid. Det har att göra med det som vi vet har skett på många håll i världen, inte minst i Sverige: Inflationen har blivit överraskande låg – lägre än vad vi på Riksbanken tänkte oss och för den delen även många andra. När inflationförväntningarna börjar krypa nedåt behöver penningpolitiken bli mer expansiv så att man får upp inflationförväntningarna med någon takt tillbaka mot 2 procent. Att inflationförväntningarna skulle ligga exakt på 2 procent hela tiden kan man inte förvänta sig och det visar inte heller statistiken. Men i varje fall ska inflationförväntningarna vara sådana att man inte är för långt ifrån.

Om man tittar på inflationstakten i en lång rad olika länder, euroområdet, USA, England och Kina, ser man att det är en allmän rörelse på många håll i världen där inflationen har varit på väg ned (figur 8). För att kompensera för detta så gott det går har vi en expansiv penningpolitik i omvärlden, här på bilden exemplifierad med styrräntor i euroområdet och i USA. Här finns ränteförväntningar enligt terminsprisinställningen (figur 9). Ni ser på bilden att man i euroområdet föreställer sig en nollränta eller en lätt negativ ränta under ganska lång tid, medan det är mer en diskussion om när räntorna börjar röra sig uppåt i USA. Det kan bli ganska stora spänningar på den globala marknaden eftersom vi har två stora centralbanker som vid något tillfälle kommer att gå åt olika håll. Vad det kan tänkas betyda när det gäller svensk penningpolitik eller svensk ekonomi i största allmänhet är naturligtvis inte så lätt att sja om. Men att det blir spänningar och bekymmer någonstans i världen är ganska sannolikt; det brukar det bli.



Figur 9  
Expansiv penningpolitik i omvärlden

*Anm:* Terminsräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar den officiella styrräntan.

*Källa:* Macrobond och Riksbanken.

För att hantera denna bakgrund har vi för närvarande en negativ reporänta för att få upp inflationen. Men därutöver vill jag ta upp något som är viktigt i dagsläget. Jag ska inte gå igenom alla de tekniska detaljerna kring detta i dag, för tiden medger inte det. Men man kan också använda centralbankens balansräkning för att öka mängden pengar i systemet. Det är det vi gör när vi köper statsobligationer. Vi kommer att köpa ytterligare statsobligationer för upp till 40–50 miljarder kr t o m september. Det innebär att Riksbankens balansräkning hela tiden växer. Kort och gott skapar vi mer och mer pengar.

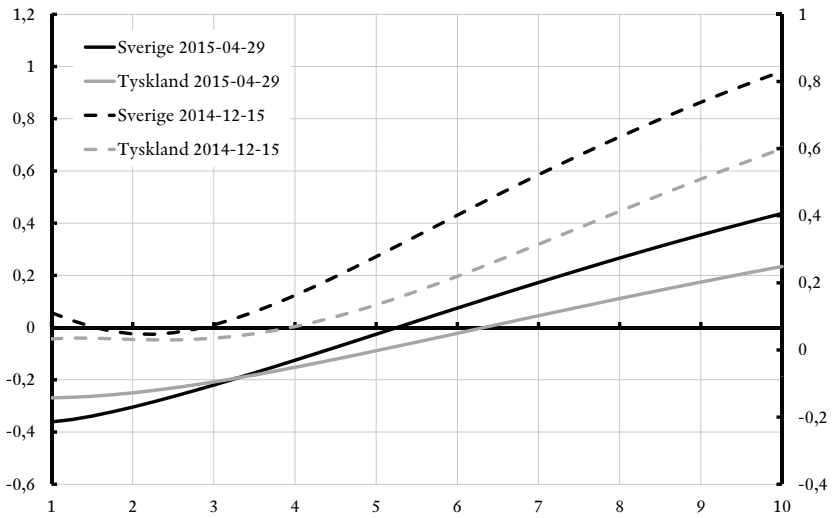
Snabbversionen av detta med att skapa mer pengar är mycket enkel: Folk får mer pengar än vad de vill ha och då gör de förhoppningsvis av med de där pengarna snarare förr än senare och då stiger priserna. Man kan resonera om hur det går till. När vi köper statsobligationer fungerar det så att räntan på statsobligationer pressar räntor i gemen så att de åker ned. Man börjar då också

köpa andra, mer riskfyllda, tillgångar. När man har mer pengar än vad man vill ha finns det starka incitament att öka utlåningen.

Så länge vi fortsätter att köpa statsobligationer, oberoende av reporäntans nivå, ökar likviditeten i det svenska systemet. Det är lite udda om man tänker på det från en mer teoretisk utgångspunkt. För närvarande jobbar vi både med pris och kvantitet samtidigt. I en mer läroboksteknisk mening föreställer man sig att man jobbar med det ena eller det andra. Men det som är viktigt i sammanhanget är att vi inte råder över, och att vi påverkas av, vad som sker i Europa. Då kan vi inte sitta med armarna i kors och låta bli att fundera på vad som sker där. Till en del reagerar vi också på detta.

Denna bild är ett sätt att illustrera detta (figur 10). Betänk nu att bilden här bara är en illustration, därför att kurvorna hoppar upp och ned hela tiden. Den streckade grafen visar ungefär hur det såg ut när vi började tala om detta

Figur 10  
Köp av statspapper  
påverkar avkastnings-  
kurvorna



Anm: Horisontell axel avser löptid i år. Avkastningskurvorna är nollkupongsräntor interpolerade från obligationskurser med Nelson-Siegel metoden. Helledragna linjer är skattade 2015-04-29, streckade linjer 2014-12-15.

Källa: Riksbanken.

med negativ ränta – att köpa statsobligationer och att vidta ett antal andra åtgärder än att jobba med räntebanan och med reporäntan. Ni ser att Tyskland låg under Sverige tidigare.

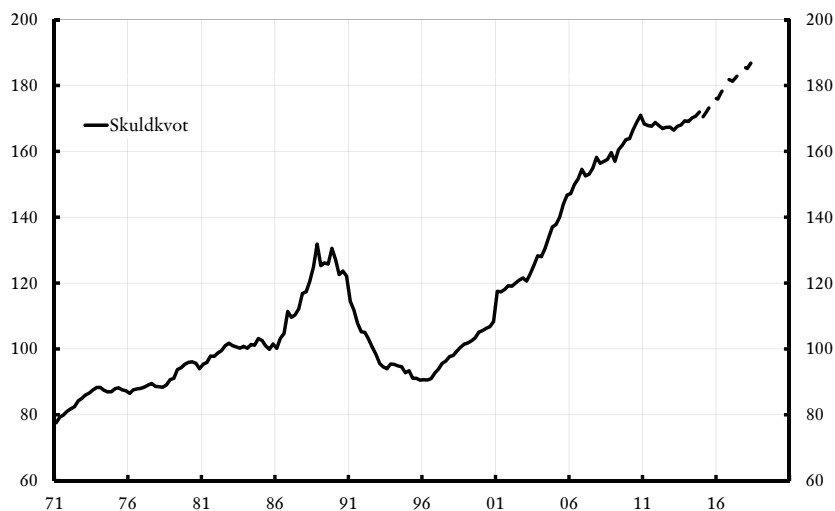
Det som har hänt sedan annonseringen av kompletterande penningpolitiska åtgärder – men detta varierar som sagt från dag till dag – är att när gäller den allra kortaste löptiden ligger den svenska staten numera under Tyskland. Hela vägen under fem år längs med *yieldkurvan* får den svenska staten betalt för att låna. Det är naturligtvis en helt unik situation.

Snabbversionen av detta är mycket enkel: Det är inte särskilt kul att placera pengar i Sverige. Det är också meningen att det ska vara så, för så länge det inte är kul att placera pengar i Sverige stärks inte heller växelkursen. Det är någonting som på kort sikt är viktigt när det gäller att se till att vi får upp inflationen i Sverige eller att vi inte får in inflationsimpulser utifrån som trycker ned inflationstakten. Någon gång så småningom

lär väl det här rätta till sig så att den allmänna räntenivån stiger igen. Men så här ser det ut i dagsläget och i ett historiskt perspektiv är detta något väldigt ovanligt. Det är inte någonting som är vardagsmat när det gäller penningpolitiken. Det återspeglar dock i ganska hög grad att vi är beroende av vad som sker i resten av världen och då får penningpolitiken den utformning som den har i dagsläget.

Vi har också sagt att om vi behöver göra mer gör vi det. Vi kan alltid köpa ytterligare statsobligationer. Det man inte riktigt tänker på när det gäller våra köp av statsobligationer är att eftersom vår statsskuld inte är lika stor som den är i Europa köper vi i dag i förhållande till statsskuldens storlek statsobligationer med samma hastighet som ECB gör inom euroområdet. Mätt på det sättet är det här någonting som vi tror är betydelsefullt och så här långt verkar det ha fått effekt.

Vi kan sänka reporäntan ytterligare och vi kan ändra räntebanan. Det finns



Figur 11  
Hushållens höga och växande skuldsättning måste hanteras. Hushållens skulder som andel av disponibel inkomst, procent

Anm: Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: SCB och Riksbanken.

naturligtvis en diskussion om vid vilken negativ ränta det börjar hända så pass stora saker i ekonomin att man inte ska gå ännu längre ned på minussidan. Vi är inte där än. Vi kan låna ut till företag via banker och vi kan också om det skulle behövas göra valutainterventioner. Allt detta är i dagsläget helt skalbart i den meningen att vi kan använda vår balansräkning. Den kan växa eller den kan krympa efter behov på det sätt som vi finner lämpligt. Vi såg 2007, 2008 och 2009 när vår balansräkning växte från 200 till 700 miljarder under ganska kort tid att när det gäller skruvar och muttrar och själva hantverket i detta kan vi det om vi anser att det behövs.

Samtidigt har vi den slitna frågeställningen om att i den bästa av världar, när räntorna är låga, önskar man sig att det blir investeringar som är sådana att de ger en real avkastning och ett kapital som kan växa. Samtidigt vet vi att en mängd tillgångspriser också stiger. När tillgångspriserna stiger kraftigt och man har en hög belåning vet vi av erfarenhet att det också kan leda till någonting far-

ligt. Det finns alltså ingen gratislunch i detta.

Låt mig ta upp detta med gratislunchen i två perspektiv. Jag var nyss inne på det. Ju mer värdepapper vi köper och ju mer framgångsrika vi är när det gäller att så småningom få upp inflationstakten, desto större förluster kommer vi att göra på balansräkningen. Om vi köper statsobligationer med lång löptid och får tillbaka allting på skuldsidan i form av inlåning över natten kommer det när räntenivån stiger att leda till förluster för Riksbanken. Men vi sysslar med samhällsekonomi, så i det avseendet är inte vår balansräkning det primära. Det leder dock till lägre eller ingen utdelning till staten från Riksbanken under ganska många år, naturligtvis lite beroende på hur det går. Vår önskan är förstås att ECB får upp inflationen fort, för då försvinner detta problem fortare än annars.

Den andra svåra frågan har jag talat om många gånger i andra sammanhang: Våra bostadspriser fortsätter att stiga. Våra skulder blir allt större (figur 11). Tanken var en gång i världen att makro-

tillsynen skulle ta hand om det, men så här långt har vi i alla fall i Sverige haft uppenbara svårigheter när det gäller att göra något vettigt av den makrotillsyn som vi har talat om så mycket. Det är kanske lite symtomatiskt när det gäller den typen av frågeställningar. Det är helt enkelt inte lätt och enkelt att skapa system som är acceptabla också i en politisk värld när någon i slutändan ska säga nej, för det är ytterst detta det handlar om.

Jag ska göra några avslutande reflektioner nu när jag har gått igenom detta långa tidsperspektiv för att arbeta mig fram till dagens situation. Jag tycker att dagens penningpolitik tar fasta på en hel del olika lärdomar från historien när det gäller värdet och vikten av att ha normer och när det gäller värdet av att ha en penningpolitik och framför allt en finansiell stabilitet, för utan finansiell stabilitet är det svårt att ha en penningpolitik. Det tredje är att i en ekonomi som är väldigt öppen både avseende export och import men också kapitalflöden är vi mer eller mindre beroende av vår egen omvärld.

I dagsläget har vi negativ ränta för att få upp inflationen. Vi köper statsobligationer. Detta är till en del en konsekvens av omvärldens penningpolitik, för den påverkar förutsättningarna för vår penningpolitik. Samtidigt har vi frågan om hushållens skulder och tillgångspriser i största allmänhet. Det förutsätter att vi på ett eller annat sätt hanterar den frågan, för finansiell stabilitet är en förutsättning för att vi ska klara inflationsmålet på lång sikt.

*Peter Englund*

Tack Stefan! Då går ordet till Stefan Gerlach.

*Stefan Gerlach*

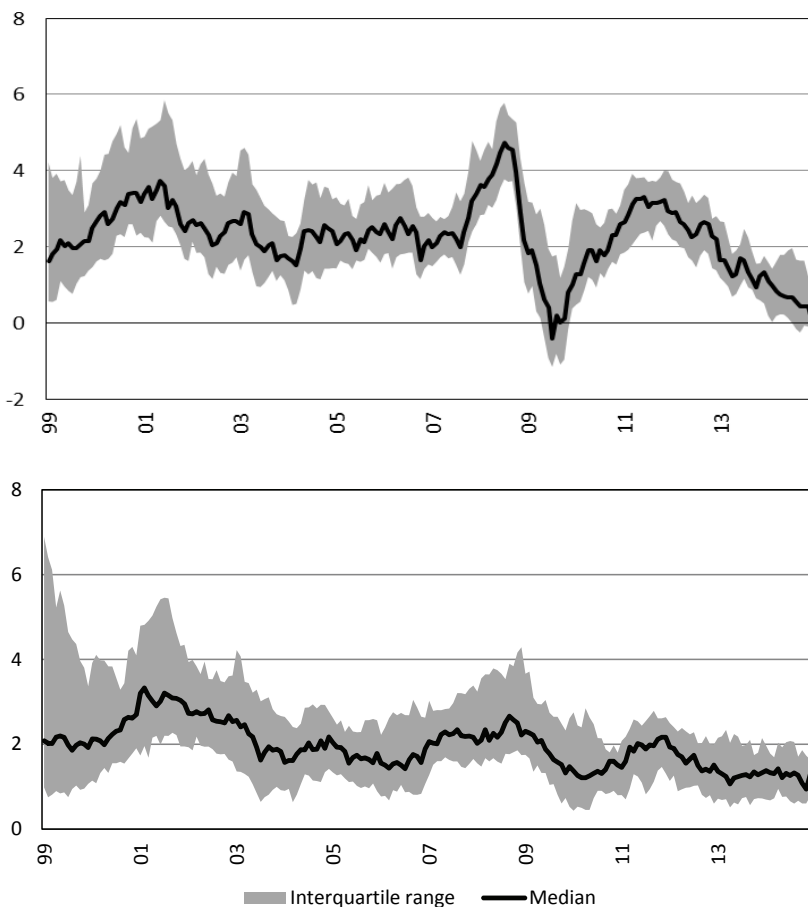
Jag vill börja med att tacka för inbjudan. Det är trevligt att vara tillbaka i Stockholm och att få kommentera Stefans presentation av den svenska penning-

politiken i ett historiskt perspektiv. När Peter skickade inbjudan föreslog han att jag skulle fokusera på den låga inflationen eftersom den har varit ett problem här i Sverige och att jag skulle göra detta i ett internationellt perspektiv. Den låga inflationen har ju varit en stor fråga också utanför Sverige, så jag tänkte att jag skulle göra så.

Eftersom mina kollegor på Irland inte talar svenska är mina bilder här på engelska, men jag tror inte att det ska vålla några problem. Inflationen har under de senaste 18 månaderna eller så fallit till en väldigt låg nivå och det har den gjort globalt – i Sverige och i många andra länder. Detta är alltså ett globalt fenomen och som sådant har det förmodligen en global förklaring och globala orsaker.

Det är en massa frågor som kommer upp när man tänker på den låga inflationen. Den första frågan är givetvis varför inflationen har fallit till en så låg nivå i så många länder. Vad är följden av penningpolitiken och den låga inflationen och vilka implikationer har den fått på penningpolitiken? Vad är riskerna med en låg inflation? Kan det vara så att penningpolitiken globalt sett har varit för stram? Jag tänkte gå igenom de här frågorna och igen fokusera på den internationella bilden.

Låt mig börja med frågan: Varför har inflationen fallit så mycket över hela världen? Det är viktigt att skilja på två olika fenomen här. Först har vi haft ett stort fall i den faktiska inflationen, *headline inflation*, som man säger på engelska. Orsaken till detta är huvudsakligen att vi har haft stora fall i energi- och livsmedelspriser. I en del fall har vi haft en appreciering av växelkursen. De här fluktuationerna i inflationen är temporära; de faller bort efter tolv månader och har således inga som helst konsekvenser för penningpolitiken. När inflationen är låg väntar man bara ett år och så stiger den



Figur 12  
a) Faktisk inflation

b) Underliggande inflation

Källa: OECD.

på nytt. Andy Haldane, som är Bank of Englands chefsekonom, har hävdade att ungefär två tredjedelar av fallet i inflationen under de senaste åren har skett på grund av de här effekterna.

En tredjedel av fallet har skett i det som jag här kallar för trendinflationen, *core inflation* eller underliggande inflation. Vi har inga exakta data på denna underliggande inflation, men man kan mäta den på olika sätt. Hur man än mäter den har den dock fallit i de flesta länder.

Fallet i trendinflationen är mycket viktigare än fallet i den faktiska inflationen. Trendinflationen påverkas nämligen av efterfrågeutvecklingen i

ekonomin och givetvis av den förväntade framtida inflationen. Målet för penningpolitiken är att sätta denna trendinflation lika med inflationsmålet. Sedan får man fluktuationer runt inflationsmålet som kommer från energipriser, livsmedelspriser, växelkursförändringar osv. Om trendinflationen är för låg kan det alltså tolkas som att penningpolitiken har varit för stram i Sverige och i många andra länder.

I figur 12a har jag plottat medianen av den faktiska inflationen för runt 30 länder. Som man ser steg inflationen runt 2007–08. Sedan föll den snabbt från 2008 efter Lehman-krisen och blev

temporärt negativ i början på 2009. Sedan steg den tillbaka upp till ungefär 3,5 procent i de här 30 länderna i genomsnitt och sedan föll den ned mot noll. Jag visar också hur inflationen har skiljt sig mellan de olika länderna med hjälp av interkvartilavståndet.

Figur 12b visar den underliggande inflationen eller trendinflationen. Här kan vi se att fram till ungefär 2009 var den underliggande inflationen i de här 30 länderna i genomsnitt ungefär 2 procent. Men sedan 2009 har denna underliggande inflation fallit med hälften till ungefär 1 procent. Detta är en markant förändring.

Varför har då trendinflationen fallit så mycket? Vad är orsaken till detta? Riksbanken har i en samling publikationer kommenterat inflationsutvecklingen i Sverige och poängterat att fallet i den underliggande inflationen har att göra med låg efterfrågan i Sverige, och kanske utanför Sverige, på svenska produkter. Jag tror att det är riktigt och att den här bilden också passar i många andra länder. Givet vad vi nu vet i efterskott måste penningpolitiken ha varit för stram internationellt sett under de senaste åren.

Innan jag tar upp varför så kan ha varit fallet vill jag snabbt diskutera varför detta är viktigt. Om man sätter ett inflationsmål är det viktigt att den faktiska inflationen i genomsnitt blir lika med inflationsmålet. Om inflationen ligger under målet under en lång tidsperiod kan detta påverka trovärdigheten för penningpolitiken.

En annan sak att vara orolig för är att om inflationen blir lägre än förväntat när man sätter löner eller räntor – med en lägre inflation kommer reallönerna och realräntan att stiga. Det kan leda till konjunkturedgång vilket har indirekta effekter på statsfinanserna. Lägre inflation har också en direkt effekt på skuldkvoten såväl inom den offentliga

sektorn som inom den privata sektorn. En låg inflation kan alltså ha stor effekt på ekonomin, framför allt via skuldkvoten, som Stefan poängterade.

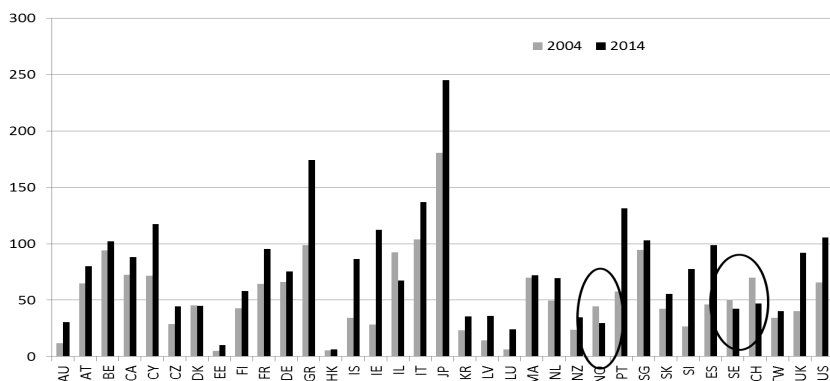
I figur 13 ser man den offentliga skuldkvoten för ca 25 länder. Som ni kan se har skuldkvoten generellt för de här länderna under de senaste åren ökat markant, givetvis till följd av den finansiella krisen men också, under de senaste åren, till följd av låg inflation. Det är några länder som har haft en fallande skuldkvot: Sverige, Norge och Schweiz, och även Israel. Men i stort sett har vi sett en markant ökning av den offentliga skuldkvoten. Med låg inflation blir det svårt att hantera detta problem.

Om man tittar på den privata sektorn ser vi exakt samma bild (figur 14). Det är en väldigt hög skuldkvot, framför allt exempelvis på Irland, där den är 225 procent. På Cypern är den ca 300 procent och den är mycket hög även i Grekland. En för låg inflation är ett stort problem i länder som har en hög statlig och privat skuldnivå.

Har penningpolitiken då varit för stram? Först kan man fråga sig om den låga inflationen är ett tecken på att centralbankerna helt enkelt har gjort fel. Det är osannolikt; eftersom inflationen är låg i många länder skulle i så fall en stor skara centralbanker ha gjort det och det slår mig alltså som tämligen osannolikt.

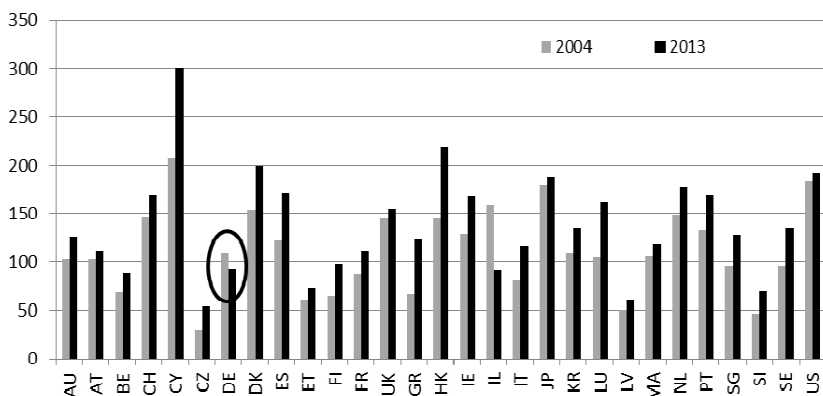
En annan möjlighet är att centralbankernas ekonomiska prognoser generellt har varit för optimistiska.

Som Stefan nämnde har såväl inflationsutvecklingen som den reala tillväxten och ränteläget utanför Sverige stor effekt på den svenska ekonomin. När man sätter penningpolitiken måste man göra en prognos för inflationsutvecklingen under de kommande åren. Denna prognos beror i stor utsträckning på vad man antar kommer att hända utanför Sverige. Normalt sett när man gör detta



Figur 13  
Offentlig skuldkvot  
(% BNP)

Källa: IMF.



Figur 14  
Inhemsk skuldkvot  
för den privata sek-  
torn (% BNP)

Källa: Världsbanken.

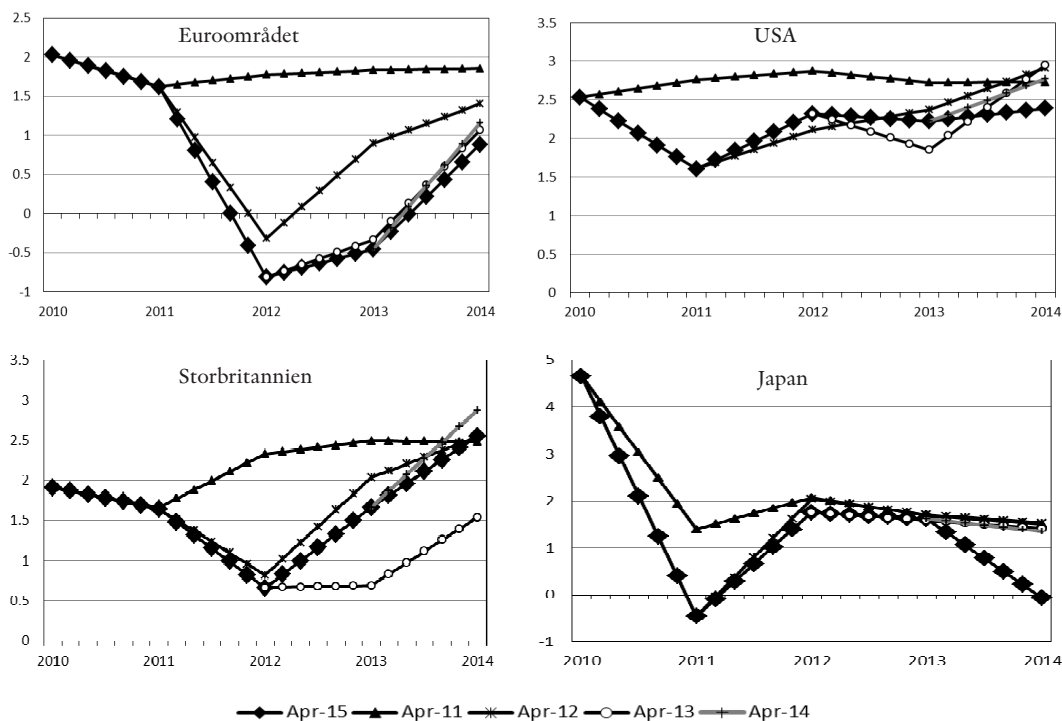
studerar man prognoser av den externa konjunkturbilden gjorda av andra prognosmakare och försöker göra sig en bild av vad som kan komma att hända under prognosperioden. Om en oväntad konjunktursvacka inträffar utomlands eller om den utländska inflationen faller oväntat påverkas snabbt den inhemska ekonomin. Ur den synvinkeln är det intressant att studera hur externa prognoser har sett ut under de senaste åren. Ett enkelt sätt att göra det är att titta på IMF:s prognoser.

I den vänstra kolumnen i den översta boxen i figur 15 ser man BNP-tillväxten

i euroområdet. Det är den svarta linjen. De streckade linjerna är prognoser gjorda vid olika tidpunkter.

Vi kan se såväl i euroområdet som i USA, England och Japan att konjunkturutvecklingen utanför de stora ekonomierna varit svagare än vad man har väntat sig. Det verkar därför klart att många centralbanker förmodligen har underskattat den internationella konjunktursvackan.

Eftersom BNP-tillväxten och utbudsgapet påverkar inflationen efter ett eller två år kan man tro att det här skulle ha lett till en underskattning av inflatio-



Figur 15  
Tillväxtprognoser  
(real BNP) vid olika  
tidpunkter

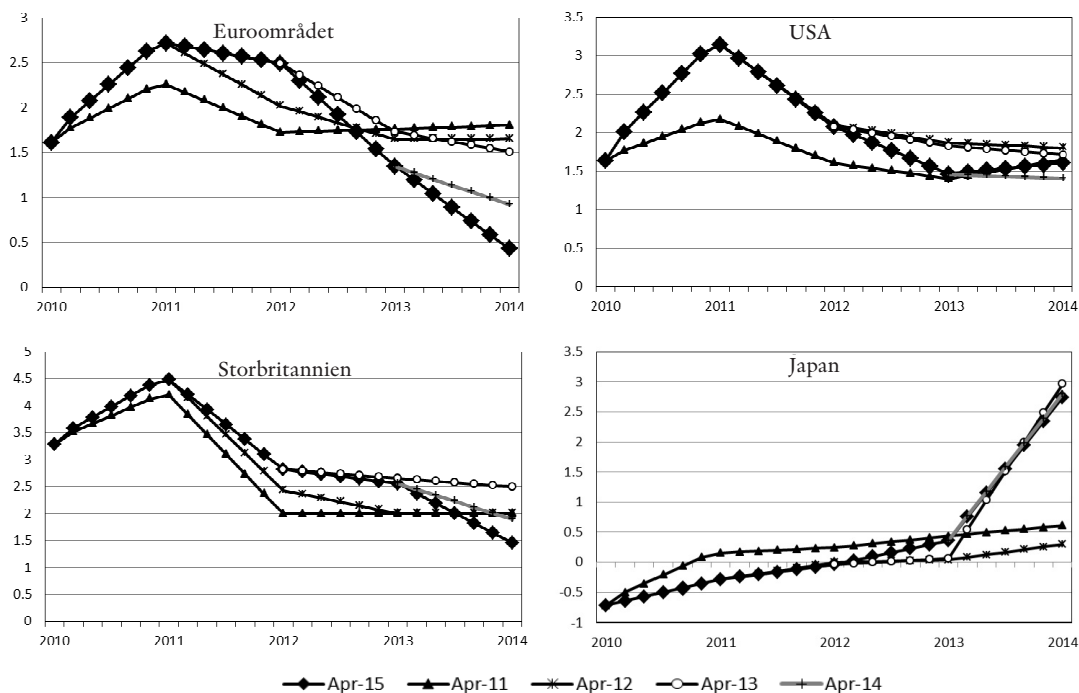
Källa: IMF World Economic Outlooks.

nen något år fram i tiden. Det visar nästa graf (figur 16). Ni kan se att 2011 blev den faktiska inflationen i euroområdet 1,3 procent. De flesta prognoser som gjordes dessförinnan var att man väntade sig en inflation på ungefär 0,75 procent. Jag ska inte kommentera det här i detalj, men jag tror att det är klart att såväl den utländska konjunkturutvecklingen som den utländska inflationen generellt har legat under de prognoser som många centralbanker har gjort. Jag tror att många centralbanker helt enkelt blivit överraskade av en oväntat svag konjunkturutveckling och en oväntat låg utländsk inflation.

En annan möjlig förklaring till den låga inflationen är att penningpolitiken har blivit mindre effektiv än vad den var tidigare. Den förklaringen har två delar. Den första delen är den monetära trans-

missionsmekanismen, dvs steget från de korta räntorna som kontrolleras av centralbankerna till efterfrågetrycket i ekonomin. Den andra delen är phillipskurvan, dvs steget mellan efterfrågetrycket och inflationen. Båda delarna har förändrats under de senaste åren och det kan ha lett till att centralbankerna inte lyckats få upp inflationstakten tillräckligt.

Låt mig kommentera dessa två delar separat och först transmissionsmekanismen. Det faktum att man inte kan minska den korta räntan till (mycket) under noll tror jag har hindrat många centralbanker att föra en så expansiv räntepolitik som de skulle ha velat göra, givet den oväntade internationella konjunktur- och inflationsnedgången. Många centralbanker har i stället köpt mycket stora mängder obligationer, s k *quantitative easing*. Vi vet från en samling studier



Källa: IMF World Economic Outlooks.

Figur 16  
Inflationsprognoser  
vid olika tidpunkter

att denna politik är effektiv, men min bedömning är att den är mindre effektiv än räntesänkningar och att det är svårare att bedöma hur starka och hur snabba effekter den har. Jag tror att många centralbanker, om de hade kunnat göra så, hellre hade minskat på de korta räntorna. Men med nollräntegränsen går det givetvis inte. Såvitt jag kan bedöma är den låga inflationen delvis orsakad av att centralbanker inte kunnat föra en tillräckligt expansiv penningpolitik på grund av nollräntegränsen.

Det andra steget är den monetära transmissionsmekanismen. Centralbanker varierar den korta räntan och påverkar efterfrågetrycket och inflationen på detta sätt. Orsaken till detta var att kreditriskerna har varit väldigt höga i många länder och med en stor konjunktursvacka vill inte bankerna låna

eftersom de oroar sig för kreditförluster. Dessutom och givet en väldigt stor privat skuldkvot vill många givetvis inte låna även om räntorna är låga. Som en följd av den krisen försvagades bankernas finansiella ställning och därför den monetära transmissionsmekanismen oväntat i ett antal länder. När de sedan minskade den korta räntan sänkte inte bankerna utlåningsräntorna och ökade inte utlåningen, i samma grad som de har gjort tidigare.

Jag tror att en annan orsak till att inflationstrycket över hela världen generellt sett har blivit mycket lägre är att transmissionsmekanismerna inte har fungerat så bra som de gjorde före den finansiella krisen. Det är en av orsakerna till att det är mycket viktigt att vi har finansiell stabilitet, som Stefan poängterade.

Det tredje steget är det mellan det aggregerade efterfrågetrycket och inflationen. Det är den s k phillipskurvan. Det är många som har hävdats att phillipskurvan har blivit flackare under de senaste tio åren. IMF visade detta i the World Economic Outlook för något år sedan (IMF 2014 World Economic Outlook, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/index.htm>). Man visade att lutningen på kurvan har fallit från ungefär 1,5 för 15 år sedan till 0,1 de senaste åren. Om så är fallet måste man nu ha en mycket större ökning i efterfrågetrycket än tidigare för att få upp inflationen mot målet. Det är möjligt att det kan vara en förklaring.

För att summera: När jag tittar på data från en samling olika länder drar jag följande slutsatser. Först har vi haft väldigt negativa prisnivåstörningar. Energipriser och livsmedelspriser har temporärt minskat. Men den underliggande inflationen, eller trendinflationen, har också fallit. Givet vad vi nu vet har penningpolitiken internationellt sett varit alltför stram.

En orsak till det tror jag är att många centralbanker helt underskattade den stora konjunktursvacka som vi har sett de senaste åren. De förväntade sig framför allt inte att oljepriserna skulle falla så enormt.

En annan orsak tror jag är att när de väl insåg att så var fallet kunde de inte föra en så expansiv penningpolitik som de ville eftersom räntorna hade nått nollgränsen och på grund av att transmissionsmekanismen i många länder försvagats under krisen.

Låt mig avsluta med två olika frågor: Såvitt jag ser det är de inflationsmål som de flesta centralbanker har – dvs 2–2,5 procent – de rätta. Men är det möjligt att vi har underskattat risken med för låg inflation, så låg att nollgränsen för räntan skulle spela en roll? Om vi ser tillbaka 10–15 år så pekade en massa olika

studier på att det var osannolikt att nollräntegränsen skulle nås. Nu har nästan alla länder fört ned räntan till noll.

Den andra frågan är en fråga som Stefan berörde i sitt föredrag och har att göra med makrotillsynen. Om inflationen är låg under en lång tid, och penningpolitiken därför måste vara expansiv under många år, hur kan vi se till att bevara den finansiella stabiliteten? Vi har väldigt lite erfarenhet av de nya makrotillsynsinstrument som har införts av en rad länder. Hur vet vi att de fungerar på rätt sätt? Hur vet vi att de är effektiva? Det tror jag är en väldigt viktig fråga när det gäller att se vad som kommer att hända framöver.

### *Stefan Ingves*

Bara ett tillägg därför att graferna och siffrorna talar för sig själva: Man brukar säga att det tar tre till fem år att gräva sig ur en finanskris. Om man har sett tre-fyra år som något slags norm och när man har så pass stora händelser som de som inträffade 2007, 2008 och 2009, är det väldigt svårt att se vad som händer och göra prediktionen att det tar enormt mycket längre tid den här gången än vad det brukar göra när det gäller att hantera en finanskris. Det är lätt att säga det med facit i hand.

För att gå några år tillbaka i tiden: All konjunkturbedömning utgår, när man inte ligger på det som vi betraktar som normalt, från ett antagande att man återgår till normalitet inom något slags rimlig tidsperiod. Det är precis det som inte har inträffat den här gången. Då blir man naturligtvis ganska konfunderad. Det finns mycket goda skäl att länge efter den här perioden försöka reda ut: Hur kom det sig att det blev så annorlunda? Varför blev det inte som vi trodde?

I Riksbankens prognoser, och det har diskuterats mycket i andra sammanhang, har det hela tiden gällt antaganden om återgång till någon form

av normalitet, dvs en vanlig tillväxttakt som vi känner igen. Sedan har det inte inträffat. Då får man laga efter läge och justera efter det.

Det Stefan Gerlach tar upp är ett liknande mönster av alla möjliga olika skäl. Det finns mycket goda skäl att länge rota i det här och se: Vad var det som gjorde att det å ena sidan gick så väldigt bra i början av 2000-talet att vi föreställde oss *the great moderation* och sedan fick vi efter denna fantastiska period en lika lång period med mest oreda? Vi får hoppas på att vi återigen är på väg mot normalitet och återgår till de genomsnitt som vi vill observera.

#### *Peter Englund*

Lite utifrån de bilder som Stefan G visade: Han kom fram till att anledningen till man har gjort felaktiga prognoser kunde vara felaktiga prognoser av BNP-utvecklingen eller en felaktig uppfattning om penningpolitikens effektivitet. Men det kan faktiskt också vara så att allting beror på felaktiga uppfattningar om penningpolitikens effektivitet. Det är därför man har gjort felaktiga prognoser av BNP. BNP-prognoserna är ju betingade av hur man tror att penningpolitiken skulle föras.

Jag inser att det är en svår fråga att besvara, men den är ändå väldigt intressant: Är det så att penningpolitiken, i spåren av finanskrisen, har förlorat sin effektivitet och att det är det som är huvudförklaringen till att det finansiella systemet inte har återhämtat sig från finanskrisen?

#### *Stefan Gerlach*

Jag tror att en väldigt viktig faktor var att det efter den finansiella krisen kom en oväntad statsskuldskris i ett antal länder. Det hade en enorm effekt på det finansiella systemet. Många banker höll sig till statsobligationer osv. Jag tror att effekterna i Europa av den grekiska kri-

sen har varit väldigt stora. Det var våren 2010 som det började och man ser effekten på den europeiska ekonomin redan då. Det tror jag är viktigt.

#### *Hubert Fromlet*

Jag har en fråga till Stefan och Stefan och frågan är kort. Jag tänkte ta upp en annan infallsvinkel. Claudio Borio hade i sitt senaste paper i mars en rubrik som var ungefär: *Hur farlig och kostsam är deflation?* Han har konstaterat tillsammans med några kolleger från BIS centralbankernas centralbank i Basel att det sedan 140 år tillbaka har funnits ungefär 38 deflationsartade tillstånd i olika länder. De fyra ekonomerna kom till slutsatsen att lätt deflation inte är så farlig, eftersom den reala ekonomin mestadels ändå hade eller har tillväxt i de berörda länderna. Den stora depressionen för 85 år sedan var dock ett ödesdigert negativt undantag; annars var deflationsartade tillstånd i regel inte så farliga.

Vidare har Borio och hans medförfattare kommit fram till slutsatsen att s k *asset price deflation* – dvs när tillgångspriserna gått ned en längre tid – mycket väl kunnat leda till oönskade BNP-effekter.

Min fråga är: Hur upplever ni på centrabanksnivå hotet att dagens negativa prisförändringar leder till en situation som verkligen liknar deflation med all dess negativa konsekvenser?

#### *Stefan Ingves*

Utvecklingen i Sverige enligt grafen i min presentation visar att deflation under lite längre perioder hör 1800-talet till. I den meningen är det något som vi är väldigt ovana vid sedan första världskriget, då det var en riktigt rejäl smäll på deflationssidan när vi försökte återställa penningvärdet. Det hade att göra med guldmyntfoten.

Samtidigt finns det nog skäl, även om vi inte har erfarenheten i dagsläget, att i allra högsta grad oroas sig för defla-

tion och man ska undvika långa perioder med det, inte minst om man går in i en period med deflation när skuldstockarna är väldigt stora. Det innebär att förmågan att betala skulderna blir sämre och sämre när tiden går. Det leder till väldigt stora bekymmer och det bör man helst undvika.

### *Stefan Gerlach*

I uppsatsen visar Claudio att det inte finns något större systematiskt samband mellan deflation och BNP-tillväxthastighet. Det finns två orsaker till att vi kan ha deflation. En är att man har en utbudschock, dvs att priserna faller och BNP stiger. Den andra är att man har en svag efterfrågan, som gör att priserna faller och BNP faller. Om man inte finner något samband mellan BNP-tillväxthastighet och deflation tolkar jag det som att utbudschockerna har varit ungefär lika vanliga som efterfrågechocker tidigare.

Ta nuläget när vi kanske får deflation därför att efterfrågan är för låg. Om vi skulle ha deflation nu på grund av en svag efterfrågan skulle det komma att vara väldigt problematiskt i många länder, framför allt då skuldkvoten är så stor. Jag tror faktiskt att Claudios resultat har feltolkats. Ur historisk synvinkel har efterfrågechocker och utbudschocker varit lika vanliga och därför ser vi inget samband. Skulle vi ha efterfrågechock nu skulle effekterna kunna bli väldigt svåra.

### *Hubert Roslund*

Så länge makrotillsynen inte fungerar ser jag en målkonflikt: När vi slåss mot deflationen riskerar vi att förvärpa den finansiella stabiliteten. Hur allvarligt bedömer ni det? Det har ju verkligen drabbat en del länder i omvärlden.

### *Stefan Ingves*

Det är verkligen svåra frågeställningar

och avvägningar. Om jag vänder på det kan jag säga att makrotillsynen inte kan hantera växelkursen, men det kan penningpolitiken. Men det är också en fråga längs en tidslinje. Om de här frågorna inte hanteras någon annanstans över huvud taget blir det mer och mer bekymmersamt. Det förutsätter ju att man vidtar åtgärder på annat håll.

Vad vi egentligen söker i det här sammanhanget är en lämplig policymix när det gäller olika typer av åtgärder. Det är nästan alltid så när det gäller ekonomiskpolitiskt beslutsfattande att om man ska vidta fler än en och endast en åtgärd vid en given tidpunkt är det ofta inte så helt enkelt att hitta en optimal koordinering när det gäller just den frågan.

I närtid behöver vi göra det vi gör; det är ingen tvekan om det. Vi behöver få upp inflationen, men samtidigt är vi väl medvetna om de risker som finns när det gäller den delen. I dagsläget utgår vi från att någon annan kommer att ta i lite mer än vad man gjort hittills för att hantera de riskerna.

### *Stefan Gerlach*

Jag tror inte att jag förstod frågan helt. Det är en målkonflikt, sade du, mellan makrotillsyn och inflationsmål, eller?

### *Hubert Roslund*

Den expansiva penningpolitiken riskerar att leda till allt mer extrema tillgångsbubblor. Jag har i och för sig själv en karriär inom problemlösning så ur ett rent egoistiskt perspektiv skulle det ju kunna vara positivt, men samtidigt vet jag hur stora samhällskostnaderna kan bli.

### *Stefan Gerlach*

Vad är alternativet? Att ha en stramare penningpolitik nu? Det finns de som säger att vi ska öka räntan i de flesta länder med 100 baspunkter. Vad blir effekterna av det? Det är en bedömningsfråga. Jag

tror att en stramare penningpolitik förmodligen skulle leda till högre arbetslöshet och kanske större kreditförluster. När kan vi finna balansen i tid? Det är givetvis en viktig frågeställning. En väldigt expansiv penningpolitik medför risker för den finansiella stabiliteten – gör man rätt eller ej? Jag tror att det finns de som säger att man ska ha en stramare penningpolitik i ett antal länder. Jag vet inte hur realistiskt det är.

#### *Hubert Roslund*

Men om makrotillsynen inte är effektiv eller inte än är på plats? I Sverige har man ju haft stora problem med att få bindande amorteringskrav eller motsvarande regler på plats.

#### *Stefan Gerlach*

Jag vet inte, men vi har på Irland infört lånetak osv. Vi vet inte än hur effektivt det har varit. De första data som vi har från de senaste månaderna tyder på att huspriserna inte stiger lika snabbt som tidigare.

#### *Peter Englund*

Har ni reflekterat över hur det påverkar penningpolitikens effektivitet om man sänker räntorna för att man vill att folk ska spendera, men samtidigt gör det svårare för folk att låna till de lägre räntorna?

#### *Stefan Ingves*

Man ger med den ena handen och tar med den andra. Det är så med mycket i ekonomisk politik. Det finns sällan en och endast en enkel lösning. Jag har i olika sammanhang sagt att ett sätt att tänka kring detta är att vi exempelvis skulle behöva två olika räntor: en för industrin och en annan för hushållen. Det kan vi inte åstadkomma och då får man hålla igen lite grann på makrotillsynssidan i stället.

#### *Stefan Gerlach*

Vi ska inte stoppa alla från att låna, utan vi försöker minska upplåningen av dem som medför störst risk för kreditförluster.

#### *Peter Englund*

Man stryper efterfrågan där det är störst risk?

#### *Stefan Gerlach*

I nödfall, ja, i en del fall. Vi har nu en gräns på Irland på att man inte får låna mer än 80 procent av huspriserna.

#### *Joakim Stymne*

Jag har en fråga om hur stort problem det egentligen är med en låg inflationstakt i dagens läge. Argumentet brukar vara att vid en deflation riskerar man att få alldeles för höga realräntor och att man därigenom kommer in i en negativ spiral. Finns det några tecken på att realräntorna drivs upp på ett olämpligt sätt? Det argument som Stefan hade var att en deflation innebär att vi får en real uppvärdering av skulderna. Med dagens låga räntor förefaller detta inte vara ett problem. Så länge vi har nominella löner som ökar borde det inte heller vara något akut problem att en låg inflation skulle öka bördan av skulderna.

Frågan är – bortsett från risken att man kanske får en viss chock som kan leda att vi får en uppgång av realräntorna: Vad i dagens läge är ett särskilt stort hot med deflation?

#### *Stefan Gerlach*

Om man lånar upp till 30 år och förväntar sig tvåprocentig inflation och den blir minus en och en halv procent kan det ha en väldigt stor effekt på realräntan. Pondera att realräntan är 2 procent och att vi har 2 procents inflation. Förändringarna har en enorm effekt på realräntan och lönerna. Effekterna av det kan bli väldigt stora.

*Joakim Stymne*

Men vi ser inga tecken på uppgång i realräntan?

*Stefan Gerlach*

Inte än, men under en längre tid kommer detta att ha en väldigt stor effekt.

*Stefan Ingves*

Som Stefan berörde tidigare är det alltid svårt att avgöra vad som är efterfrågeeffekter och vad som är utbudseffekter. Det finns fenomen som vi alla har glatt oss åt när det gäller fallande priser: De platta tv-apparaterna blir bara plattare och plattare och större och större och priset blir ändå bara lägre och lägre. I den meningen är det detta som hela tiden är det svåra att förstå sig på: Vad är relativ prisanpassning? Är den till nytta för alla? Kort och gott blir effekten att lönekostnaderna ökar och det blir ett allmänt fall av prisnivån i största allmänhet.

Det är det senare som är det som är svårhanterligt, inte minst i en öppen ekonomi som den svenska när vi lever med flera olika fenomen samtidigt. Det ena är penningpolitik, inflationstakt och växelkurs på kort sikt. Men parallellt med det löper en nödvändig strukturomvandling så att produktiviteten hålls uppe och helst ökar. Det är den senare strukturomvandlingen som leder till ökad levnadsstandard över tiden. Det är väldigt svårt att i ett kort perspektiv reda ut vad som är vad, inte minst i en liten, öppen ekonomi där det ständigt pågår strukturomvandling.

*Stefan Gerlach*

Jag tror att konsekvenserna för penningpolitiken blir stora om man har ett inflationsmål och inflationen sedan är 2–3 procent högre eller lägre under en lång tid. Det blir svårt för centralbankerna att hantera sådant.

*Stefan Ingves*

Låt mig lägga till en sak när ni talar om att få upp inflationen. Det gäller att få upp inflationen under ordnade former. Att skapa inflation så där i största allmänhet vet jag hur man gör. Det måste man komma ihåg och det är ett tillägg som inte alltid dyker upp. Man kan ju också liksom *overdo it* och då kommer det surt efteråt i andra avseenden.

*Lars-Gunnar Wallin*

Jag heter Lars-Gunnar Wallin och är folkpartipolitiker. Jag tänker inte gå in på den friare ställning som Riksbanken fick om man diskuterar soliditeten och hur den fungerar. Vi vet att Stefan Ingves alltid trycker på den ökade skuldsättningen. Det diskuteras då finanspolitiska instrument, amorteringskrav, ränteavdrag osv.

Jag tänkte dock gå in på en annan sak. Vi är väl ganska överens om att det i svensk politik efter finanskrisen på 1990-talet finns två områden där det fortfarande finns en hel del att göra. Det ena är arbetsmarknaden och det andra är bostadsmarknaden. Vi vet att det finns problem med den ökade asylinvandring vi har till Sverige.

En tidigare professor här, Assar Lindbeck, berättar i sina memoarer. Jag tänker inte gå in på hyresregleringar, för där firade vi 75-årsjubileum förra året. Han gjorde ett försök med en propp då som han inte fick med bland politikererna.

Vad jag tänkte gå in på är fastighets-skatten, som ger en fastighetsavgift. De borgerliga i Alliansen kanske kom till makten på den. Jag träffade Fredrik Reinfeldt i måndags, då vi tog upp frågan och konsekvenserna av den, när man måste totalfinansiera detta, höjer reavinstskatten och inte längre ger uppskov med mer än 1,5 miljoner, dvs i uppskovsränta. Konsekvenserna i Danderyd, där jag är kommunpolitiker, blir att

vi har ett överskott på dagisplatser och förskoleplatser. Människor säljer inte sina fastigheter. Vi börjar få innerstadspriser i Danderyd. Det senaste kvartalet var ökningen 18 procent.

Jag vill visa att det inte bara handlar om finanspolitiken. Fredrik Reinfeldt erkände att detta var ett fel. Konsekvenserna blev väldigt negativa. Jag vet inte om det finns någon kommentar till detta, men jag tycker att det ändå visar att det inte bara är finanspolitiken utan även arbetsmarknaden och bostadsmarknaden som vi måste göra någonting åt.

#### *Stefan Ingves*

Jag har många gånger sagt att vår bostadsmarknad är i obalans. Vi har inte jämvikt på bostadsmarknaden och det leder till allehanda bekymmer när det gäller svensk ekonomi.

Men vi håller oss till vår del av det hela när det gäller penningpolitiken och finansiell stabilitet. Allmänt kan man dock säga att ju mindre man gör på det finanspolitiska området, desto mer måste man lappa, laga och sätta plåster inom den finansiella sektorn. Detta är en frågeställning som rör sig långt utanför ämnet penningpolitik och som handlar om hur vi ska hitta något lagom när det gäller en bostadsmarknad som fungerar i den svenska ekonomin.

#### *Peter Englund*

Vi har nu ytterligare tre frågor och två minuter kvar av den utsatta mötestiden. Jag tänkte ändå att vi kunde tillåta oss att dra över tiden en aning och ta alla tre frågorna. Sedan får Stefan och Stefan utrymme för korta kommentarer.

#### *Andreas Bergström*

Jag heter Andreas Bergström och kommer från tankesmedjan Fores. Du har ett visst grepp när du sade att det inte hjälper att den penningpolitik vi har nu

fortsätter när vi har ett lågt inflationstryck från vår omvärld.

Vi har nu haft en viss penningpolitisk regim i Sverige och många andra länder i 25–30 år, med inflationsmål, fristående Riksbank etc. Om situationen uppstår nu att man inte får inflationen att komma tillbaka – finns det då inte en risk att det byggs upp höga skuldberg? Ingen regim varar för evigt, är det dags att byta regim? Tycker ni att det finns några intressanta tankar om detta?

#### *Tomas Pousette*

Jag heter Tomas Pousette och är konsult. Jag vill ställa en fråga om den starka betoningen av makrotillsyn och hur viktigt det är. Finns det inte en risk att man gör det lite för lätt för finansmarknadens aktörer, bankerna, så att de tar lättare på sitt ansvar och förväntar sig att de problem som kan uppstå löses av Finansinspektionen eller andra myndigheter? Borde man inte lägga mer ansvar på bankerna själva i stället?

#### *Johan Schück*

Jag heter Johan Schück och kommer från *Dagens Nyheter*. Jag undrar om ni har några funderingar på de fördelningsaspekter som finns på en låg inflationsmiljö och den penningpolitik som bedrivs där, framför allt om det är så att tillgångspriserna stiger kraftigt. Eftersom tillgångarna är så pass ojämnt fördelade – och då tänkte jag såväl mellan generationerna som regionalt och, naturligtvis, också utifrån olika inkomstgrupper – kan man tänka sig att det kan uppstå stora spänningar i samhället om detta pågår länge. I Sverige har det inte gjort det, men om man ser t ex på USA har detta varit en fråga som har gällt under längre tid än vad den har gjort här.

Hur ska det i så fall hanteras? Och vilka följder får det när det gäller efterfrågan i ekonomin om inkomstökningarna hamnar hos grupper som redan har

det bra ställt och kanske inte heller svarar så starkt på politiken när det gäller att öka sin efterfrågan?

#### *Stefan Ingves*

Vårt jobb är att hantera läget efter bästa förmåga och se till att inflationen når målet inom en rimlig tid.

När det gäller frågan om makrotillsyn och mer ansvar på bankerna finns det en stor svårighet som vi kämpar mot och så har det nog alltid varit: Det är svårt för en enskild bank att ta hänsyn till den externalitet som en enskild bank skapar när systemet i sin helhet inte reagerar som det ska. Det leder till att man får mer regleringar. I den bästa av världar vore det naturligtvis väldigt glädjande om någon enskild bank sade: Nej, jag stiger av. Jag tänker inte fortsätta att slåss om marknadsandelar. Nu inför jag ett amorteringskrav som är – vad det nu råkar vara!

Men så här långt, i en lång rad olika länder, verkar det inte finnas den mekanism som gör att man behärskar sig eftersom det är så pass lönsamt på kort sikt att bygga balansräkning. Då får man också det här fenomenet att det är någon annan som hamnar i läget att fundera på externaliteterna i detta. Men om man klarar det i den finansiella sektorn är det naturligtvis en stor fördel. Så här långt har vi dock inte en marknad som har fungerat på det sättet.

Visst finns det fördelningseffekter när det gäller penningpolitiken. Det finns det med allting annat också om penningpolitiken är lyckosam, givet att den är ovanlig just nu. Vi lever med våra prognoser i en värld där inflationstakten

är kring en viss procent 2016. I den meningen är det i varje fall i ett svenskt perspektiv väldigt ovanligt och enligt vår prognos är det dessutom kortvarigt. Det borde alltså inte vara någon större fråga i Sverige för närvarande.

#### *Stefan Gerlach*

Frågan om nästa regim är inte riktigt rätt fråga, som jag ser det. Det gäller i stället hur vi kan förbättra den nuvarande regimen. Det har skett massor med enorma förändringar i penningpolitiken under de senaste tio åren. Frågan är vilka av dessa förändringar som ska kvarstå, tror jag, och vilka vi kan sluta använda oss av.

Makrotillsynen är en väldigt viktig fråga. Men det är först och främst bankerna som är ansvariga. Jag tror att det är viktigt att de lägger upp systemen på ett sådant sätt att de verkligen tar ansvar. På Irland hade vi ett lånetak på 80 procent. Bankerna får gå över denna gräns i 15 procent av nya lån de beviljar. Men de måste själva avgöra vilka låntagare som bör få dessa högre lån. Det är viktigt att man inte ser makrotillsynen som ett substitut för bankens eget ansvar, den ska vara ett komplement.

Fördelningsaspekterna tror jag är en enormt viktig fråga. Jag tror inte att vi alla riktigt har tänkt igenom detta tillräckligt. Normalt är de fördelningsspolitiska konsekvenserna av penningpolitiken rätt små. Men i nuläget är de uppenbart väldigt stora; jag tror att det blir en viktig fråga under de kommande åren.

#### *Peter Englund*

Med detta tackar vi deltagarna!