



## Penningpolitisk omsvängning i korten under 2017?

MÅNDAG  
19 DECEMBER 2016

Riksbanken står nu inför årets sista räntebeslut i en föränderlig omvärld. Donald Trumps stimulansplaner har accentuerat frågan om rollfördelning mellan finans- och penningpolitisk samtidigt som den internationella debatten om den konventionella penningpolitikens avigsidor blir alltmer intensiv. I en miljö med relativt stramt resursläge i flera länder och med en trend mot mindre öppenhet kan också inflationsbilden förändras, vilket inte minst avspeglas i stigande inflationsförväntningar på finansiella marknader. Feds beslut förra veckan att höja styrrentan och samtidigt signalera snabbare tempo i höjningarna 2017 ter sig mot denna bakgrund logisk.

Även på den inhemska sidan har det hänt saker. Riksbanken har lyckats försvaga kronan i högre grad än vad analytiker och banken själv räknat med. Resursutnyttjandet har stigit till högre nivåer, vilket generellt minskar utrymmet för stimulansåtgärder. Men låga inflationsutfall har ändå fått Riksbanken att stå fast vid en duvaktig bias. SEB:s bedömning är att Riksbanken underskattar tillväxtutsikterna för 2017 och därmed också stramheten på arbetsmarknaden. Men vi är ännu inte beredda att justera upp vår inflationsprognos, bl a beroende på låga löneutfall samt på de signaler vi hittills sett i den pågående avtalsrörelsen. I en sådan miljö kommer Riksbankens förhållningssätt till de kortsiktiga inflationsutfallen att bli avgörande för i vilken grad penningpolitiken kommer att läggas om det närmaste året.

### Riksbanken på defensiven i metodfrågor

Riksbanken har den senaste tiden gått i försvarsställning på flera områden, men man kan ändå skönja nya öppningar på några viktiga punkter. I Penningpolitisk rapport i oktober gjordes en grundlig genomgång av fördröjningen mellan resursutnyttjandegrad och inflationsimpuls. Denna varierar en del beroende på hur man mäter resursutnyttjande, men hamnar i genomsnitt runt 1½ år. Slutsatsen om en betydande, men ändå stabil, fördröjning utgör bra argument för att ta lite lättare på inflationsbesvikelser på nedsidan när resursutnyttjande i ganska snabb takt är på väg uppåt.

En annan intressant vinkling görs av biträdande avdelningscheferna Christina Nyman och Ulf Söderström i artikeln "Prognoser och penningpolitik" i Riksbankens skriftserie Ekonomiska kommentarer. Man poängterar där att bankens inflationsprognoser skiljer sig från andra bedömare "då de bygger på en bedömning av vilken penningpolitik som krävs för att inflationen ska närma sig målet i lämplig takt. En inflationsprognos som inte går mot 2 procent på några års sikt skulle då kunna tolkas som att Riksbanken avviker från det mandat som har getts av riksdagen". Man framhåller att man kan göra prognoser som inte når 2 procent på denna

tidshorisont men att detta "skulle kräva speciella omständigheter". Vice riksbankschef Per Jansson berörde nyligen detta i anförandet "Dags att skrota inflationsmålet?" och hävdade att kommunikationen i ett sådant läge blir mycket viktig och att tydliggöra att Riksbanken ändå inte övergett målet "skulle vara en svår men förhoppningsvis inte omöjlig uppgift".

### Hög smärtgräns ger uppåtbias i prognosen

Kommentarerna ovan tyder på att Riksbanken har en ganska hög smärtgräns för att avvika från 2-procentsmålet på 2 års sikt. En konsekvens av detta, vilket Nyman/Söderström antyder, är att det sannolikt skapas en bias mot snabb måluppfyllelse i prognoserna. I den inflationsmiljö vi befunnit oss i under ganska lång tid innebär det en bias mot högre inflationsprognoser. Detta har bedömare länge påpekat, men Riksbanken har tidigare inte så tydligt bekräftat detta. Det är också rimligt att tro att detta förhållningssätt bidrar till en överdriven aktivism i det penningpolitiska agerandet. Att vid varje beslutstillfälle ge sken av att politiken är helt välvägd skapar, i kombination av biastendenserna ovan, ett onödigt stort revideringstryck. Med Riksbankens filosofi kräver revideringar i sin tur en omedelbar policyrespons.

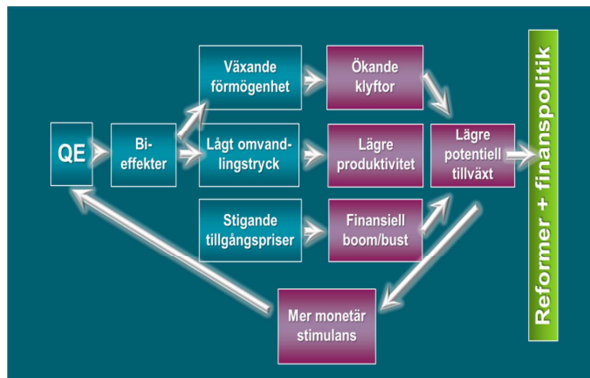
### Manegen krattas för en omsvängning?

Man kan nog också tolka diskussionen som att Riksbanken nu känner sig obekvämd med situationen och börjar förbereda sig för en förändring. Eftersom Per Jansson i flera avseenden varit pådrivande i direktionen för en aggressiv stimulanspolitik kan det vara intressant att syna hans argumentation lite extra. Den retoriska frågan "Dags att skrota inflationsmålet?" besvaras med ett tydligt nej. Jansson beskriver kritiken mot Riksbanken som vag och otydlig, bl a för att det är svårt att veta om den gäller huruvida man överhuvudtaget bör försvara inflationsmålet eller om det snarare handlar om att man kan göra det med en mindre stimulansdos. Jansson spetsar också till diskussionen när han hävdar att "i grunden handlar kritiken om inflationsmålets vara eller inte vara".

På några punkter kan man känna förståelse för Janssons synpunkter. Argumentet att den svaga kronan skulle göra Sverige till ett fattigare land haltar en del eftersom den viktigaste mekanismen, stigande importpriser som urgröper köpkraften, i hög grad lyser med sin frånvaro. Man kan också förstå att Riksbanken är frustrerade över att den hårda kritiken före sommaren 2014 mot att man inte tog inflationsmålet på allvar nu har vänds till sin diametrala motsats. Obenägenheten att ge Riksbanken ett erkännande för att man faktiskt bidragit till högre tillväxt och inflation de senaste åren kan ibland också gå lite långt.

## Finansinspektionen vädjar om hjälp

Men frågan är hur långt Janssons argument ändå räcker. När debatten på global nivå om den okonventionella penningpolitikens avigsidor (som i bilden nedan illustreras av växande klyftor, lågt omvandlingstryck och risker för finansiella bubblor) blir alltmer aktuell vore det konstigt om den inte också fördes i det land som tydligast testat rimligheten i inflationsmålspolitiken. Spänningen i frågan illustreras i protokollet från Stabilitetsrådets senaste möte (med finansmarknadsministern och cheferna för Riksbanken, Finansinspektionen samt Riksgälden som huvudaktörer). Finansinspektionen vädjar där om hjälp från Riksbank och regering när det gäller att bromsa hushållens skuldsättning. För Riksbankens del handlar det just om att acceptera att inflationsmålet uppnås på något längre sikt i en situation där "Sverige är i ett extremt läge med resursutnyttjande över det normala och samtidigt negativa räntor". För några år sedan var det Riksbanken som vädjade om hjälp på motsvarande sätt och nu har vi alltså fått ombytta roller.



## Inflationsmålet behöver måtta och sans

Trots att inflationsmålen ifrågasätts är det svårt att i nuläget se något alternativ på den internationella scenen för ett litet land som inte ville binda sig till någon större valuta eller delta i valutasamarbete. Därmed blir centralbankens förmåga att balansera olika aspekter avgörande för ett lands ekonomiska utveckling. I en sådan situation är det inte så konstigt att kritiken pendlar mellan farhågor för att inflationsmålet i sig är dysfunktionellt och invändningar mot Riksbankens alltför bokstavliga tolkning. Om man ska identifiera något systemfel i svensk ekonomisk politik i modern tid är nog en fundamentalistisk tillämpning av ramverken ett sådant. Det gällde t ex den keynesianska "fine tuning"-politiken på 1970-talet och kronförsvaret på 1990-talet som båda drevs längre än i något annat land. Under perioden med inflationsmål är det främst under etableringsskedet 1994-95 och under upprinnelsen till finanskrisen 2008 som Riksbanken hamnat fel när energiprisdrivna inflationsimpulser mötts med räntehöjningar trots att ekonomin i övrigt har signalerat helt andra behov.

Men det är inte bara Riksbanken som låter några tiondelar i prognoserna få stora konsekvenser. I budgetdebatten tenderar såväl stridande politiker som berörda statliga myndigheter att använda skarpa formuleringar när det gäller mindre avvikelser från målet om ett överskott på 0,33% av BNP för de offentliga finanserna. När det gäller avtalsrörelsen beskrivs ofta variationer i löneökningar på något halvprocent som skillnaden mellan bevarad eller

förlorad konkurrenskraft. Retoriken motiveras ofta med att det är viktigt att lära sig läxan från krisen på 1990-talet. Men för att ge lite proportioner kan man konstatera att storleksordningen på de avvikelser gentemot omvärlden som då byggde upp obalanser var mycket större än dagens.

Den positiva tolkningen av detta är att den svenska ekonomin nu är så stabil att vi har råd med denna lite lyxiga tiondelspolemik. Men det är nog mer relevant att påstå att dagens utmaningar denna gång inte främst handlar om makroekonomiska obalanser. Åtminstone gäller detta med undantag av bostadspriser och skuldsättning som ju inte täcks av siffersatta mål. Nu är det istället integrationsfrågor och risker för ett brutet samhällskontrakt när kvalitén i offentlig kärnverksamhet som vård, utbildning, polis och försvar undermineras som är de stora utmaningarna. Att debatten ändå får sådan slagsida åt makrohållet beror nog inte bara på att de nya utmaningarna är politiskt känsliga. Det hänger säkert också ihop med att såväl statliga myndigheter som intresseorganisationer har byggt en omfattande apparatur kring ramverksfrågorna och därmed får en benägenhet att lägga huvudfokus vid gårdagens problem.

## Överdriven transparens skapar låsningar?

En annan fråga som är relaterad till detta gäller graden av transparens som bl a årets nobelpristagare i ekonomi fokuserat på. Bengt Holmström beskrev det som att "Fed har gjort misstag i att vara alltför transparent. Det sätter dem i en knut... All transparens är inte dålig men vi måste också kunna lita på att våra representanter kan företräda oss". Denna reflektion gäller nog i ännu högre grad svenska förhållanden. Dels kan de olika kvantitativa målen i sig skapa låsningar. Man kan därtill undra om inte öppenheten när det gäller prognosdetaljer, metoder och modeller leder in debatten på alltför tekniska spår som inte ens riksbankdirektionen eller andra centrala beslutsfattare förmår överblicka.

Sammanfattningsvis kan man konstatera att 2017 har utsikter att bli ett omprövningens år för svensk penningpolitik. Förutom de strömningar vi ser i den internationella debatten när det gäller finanspolitikens roll och avigsidorna med okonventionell penningpolitik underlättar Feds avisering om ett mer resolut tempo i höjningarna situationen för Riksbanken. På den inhemska sidan kan vi notera ökad insikt hos Riksbanken avseende inflationsprocessens sencykliska drag samt att man nu också verkar förbereda marknaden på en acceptans för att måluppfyllelsen kan ta lite längre tid. Därtill ger det ganska snabbt stigande resursutnyttjandet ökat utrymme att luta sig mot vinden och därmed erbjuda det stöd mot ökad skuldsättning som Finansinspektionen så tydligt efterlyser. Ytterligare räntesänkningar ter sig därmed alltmer osannolika, även om vår huvudprognos är att Riksbanken avslutar stimulanscykeln med avisering av köp av ytterligare 30 miljarder statsobligationer. När det gäller kommande höjningar stärks argumenten för att Riksbanken ska agera lite tidigare än vad man nu aviserar, vilket gör att vi står fast vid prognosen om en första höjning i december 2017.

Håkan Frisén,  
+46 70 763 80 67, [hakan.frisen@seb.se](mailto:hakan.frisen@seb.se)