

måndag 5 mars 2018

## Tre riksbanksfrågor med stor betydelse för framtiden

Centralbanker i allmänhet och Riksbanken i synnerhet står inför **tre avgörande frågor** om hur penningpolitiken ska utformas de närmaste åren. Den första frågan handlar om själva ankaret för dagens inflationsmålpolitik: **styrkan i sambandet** mellan resursutnyttjande och inflation. Den andra riktar strålkastarljuset mot den **monetära normaliseringsprocessen**: när, på vilket sätt och hur länge ska styrräntan höjas och överskottslikviditeten dras tillbaka? Sista nyckelfrågan avser **penningpolitikens framtida roll i det stabiliseringspolitiska** samspelet med finans- och makrotillsynspolitik. Flertalet centralbanker tror på sambandet, om än försvagat, mellan resursutnyttjande och inflation och väljer en proaktiv räntestrategi. Riksbankens strategi är dock fortsatt reaktiv; data ska först bekräfta högre inflation trots att inflation ofta är sencykliska fenomen. Att centralbanker eftersträvar en politik präglad av "små och förutsägbara steg" bidrar till minskad osäkerhet/volatilitet. Att Riksbanken når **normal reporänta kanske först 2024** reser frågan om **finanspolitiken måste vara första försvarslinjen** i nästa lågkonjunktur.



**Robert Bergqvist**

Chefsekonom

Tel: 070-445 1404

E-mail: robert.bergqvist@seb.se

Twitter: @BergqvistRobert

### Huvudankaret för inflationsmålpolitik: Phillips "lever"

Aldrig har väl diskussionen om den nyzeeländske ekonomen William Phillips varit lika livlig som nu. Visserligen dog Phillips redan på 70-talet men hans tes att stramare arbetsmarknad leder till högre lönetillväxt och därmed högre inflation har varit **huvudankare för inflationsmålsregimer** som präglat penningpolitiken i mer än ett kvarts sekel.

SEB:s tankar om Phillips har vi redovisat i flera *Nordic Outlook* de senaste åren. Vår grundtes är att **lönetrycket i Sverige och omvärlden gradvis stiger** framöver men att lönetillväxten 2018-2019 likväl inte är tillräcklig för att vara helt i linje med inflationsmål på 2 procent. Flera förklaringar finns till en hittills svag lönerespons: arbetskraftsutbudet från bl a Asien har ökat dramatiskt de senaste 15-20 åren, nationellt kan arbetskraftsutbudet fortfarande underskattas trots imponerande låga arbetslöshetstal i flera länder och transformerande teknologier kan försvaga löntagarnas möjligheter att höja "priset"/lönen.

### Centralbankerna tror på Phillips – men inte Riksbanken

Underlag (tex mötesanteckningar) från bl a Fed, Bank of England och Kanadas centralbank bekräftar att inflationsanalys och därmed penningpolitiken fortfarande till stor del styrs av Phillips tänkande. Dessa tre banker har **höjt styrräntan** och aviserat **nya höjningar** trots **a)** en inflation under 2-procentsmålet, **b)** lönetillväxt under nivåer som kan sägas vara kompatibla med inflationsmålen, **c)** stora brexitrisker samt **d)** svajig bomarknad. Till skillnad från Riksbanken som uppmätt historiskt resursutnyttjande, tycks dessa centralbanker alltså ha en starkare tilltro till Phillips och agerar proaktivt. Juryn är fortfarande utemärkt inflation ett sencykliskt fenomen lär Riksbankens framtida politik bli extra komplicerad jämfört med andra centralbanker.

### Långsam och förutsägbar monetär normalisering

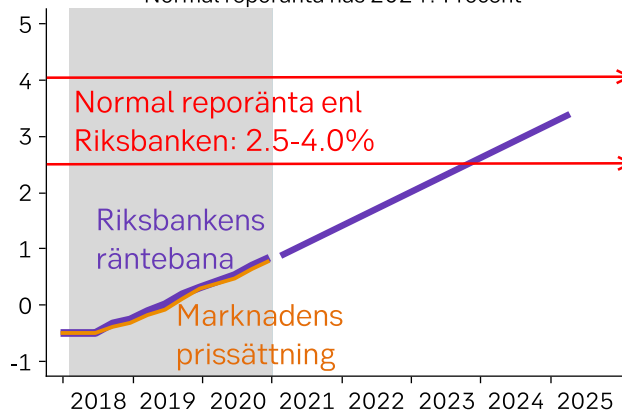
Att Phillipssambandet existerar och att lönetillväxt och inflation inte överraskar på uppsidan är förutsättningar för att centralbankers strategi om "gradualism och förutsägbarhet" ska fungera. Under 2018 väntas USA, Japan och eurozonen öka mängden centralbankspengar med ca **750 miljarder dollar till nästan 16 000 miljarder dollar**. Det

betyder att global överskottslikviditet ökar med 5 procent. Den globala okonventionella politiken är alltså långt ifrån en normalisering 2018. Även Riksbanken ökar den monetära basen med 40 miljarder kronor och äger i slutet av 2018 hälften av statsobligationsstocken. Riksbanken har dock redan presenterat hur vägen tillbaka till normal politik ser ut. Man vill följa Feds mycket lyckade taktik att först höja räntan några gånger och sedan börja banta balansräkningen.

### Lång väg till normal ränta sätter finanspolitiken i fokus

Riksbankens ränteprognos (som inte är ett löfte) och kommentarer från direktionsmedlemmar antyder att det kan ta minst sex år innan styrräntan nått en nivå som kan ses som normal (se bild nedan).

Riksbankens räntebana: Tankeexperiment  
Normal reporänta nås 2024? Procent



Det är troligt att nästa lågkonjunktur inträffar innan **2024**. Internationella analyser visar att sänkingsutrymmet kan behöva vara 2-3 procentenheter. Eftersom Riksbankens minusränta/sedelpressar har klara begränsningar och passerat bäst-före-datum riktas fokus på finanspolitikens roll som första försvarslinje. Det är dock en utveckling som oroar om beslut om skatter, bidrag och offentlig konsumtion och investeringar får ökade kortsiktiga inslag. Därför vore det önskvärt redan nu med en visserligen **expansiv penningpolitik** men **utan minusränta**.