

Veckans tanke

torsdag 21 januari 2021

Penningpolitiska ramverksförändringar i Feds spår?

Federal Reserve (Fed) ändrade under förra året sina penningpolitiska principer och är nu beredda att acceptera att inflation en bit över 2-procentsmålet för att kompensera för tidigare bias mot underskjutande av målet. Det innebär också att man verkligen är beredda att testa hur het arbetsmarknaden kan bli innan skadliga överhettningssymptom uppstår. Just nu pågår en översyn av ramverken på flera andra håll och frågan är vilken inspiration Fed kan ge. EU-fördraget innebär en del restriktioner för Europeiska centralbanken (ECB) när det gäller möjligheten att följa i Feds fotspår men man kan åtminstone göra inflationsmålet mer symmetriskt. Även Riksbankens manöverutrymme är begränsat men man måste ändå försöka hitta egna vägar för att förhindra att inflationsförväntningarna distanserar sig alltför långt från inflationsmålet. Vice Riksbankschefen Per Jansson har rest tanken om att på sikt höja inflationsmålet och därtill signalerat att Riksbanken kan behöva hjälp från både finanspolitiken och en reformerad lönebildning för kunna hantera utmaningarna. Detta kan vara inledningen till en intensifierad debatt om hur Sverige ska hantera de problem som uppstår när rådande stabiliseringspolitiska ramverk på olika sätt är ifrågasatt.

Håkan Frisé
Prognoschef
070-763 80 67
hakan.frisen@seb.se

Debatten om penningpolitiska ramverk och dess tillämpningar har fått ny fart av de förändringar Fed genomförde under 2020. Feds utökade möjligheter att t ex testa hur het arbetsmarknaden kan bli innan skadliga överhettningssymptom uppstår förändrar spelplanen en hel del. Fed tar också steg mot ett prisnivåmål i den meningen att tidigare bias mot underskjutande av inflationsmålet nu ska kunna kompenseras genom ökad tolerans för överskjutande av målet. Det finns en asymmetri i upplägget. Fed vill slippa förbinda sig att tvinga ner inflationen under 2 procent om man skulle ställas inför omvänd utmaning mot dagens efter en period med inflation över målet. Inställningen speglar tydligt vart vindarna nu allmänt blåser; man vill på olika sätt undvika att fångas i fällan som uppstår när den låga neutrala realräntan åter upp räntepolitikens manöverutrymme på nedsidan. I praktiken innebär omläggningen en typ av framtida signalering ("forward guidance") i duvaktig riktning. Detta har redan fått viss effekt i form av stigande inflationsförväntningar även om beskedet i t ex USA om de finanspolitiska stimulanserna också spelat roll. Även i Europa sker nu utvärderingar av ramverken. Att inflationsmålet överordnade roll står inskrivet i EU-fördraget innebär en del restriktioner men för ECB:s del är det troligt att man gör inflationsmålet symmetriskt. Att lämna tidigare bias med viss preferens för underskjutande av målet är ett enkelt sätt att försöka lyfta inflationsförväntningarna.

Dålig timing för Riksbanksutredningen. Den ekonomiska krisen i pandemins spår i kombination med Feds förändringar verkar nästan ha skapat en viss vilshenhet i den svenska penningpolitiska debatten. Den parlamentariska Riksbanksutredningen som lades fram i början på 2020 ska nu börja processas i det politiska systemet. Men det kommer att ta lång tid och vissa förslag kräver till och med förändringar i grundlagen. Det fanns nog förväntningar på mer konkreta förslag om hur penningpolitiken skulle kunna möta nya utmaningar. Men mycket av detta ligger redan i Riks-

bankens händer. EU-fördragets restriktioner gäller även Sverige trots att vi står utanför euron. Det gäller t ex möjligheten att formellt lyfta upp sysselsättningen till ett jämbördigt mål med inflationen. Utredningens tonvikt ligger istället på att klargöra avgränsningar i ansvarsområden mellan Riksbanken å ena sidan och riksdag, regering och andra myndigheter som Finansinspektionen och Riksgälden å den andra. Det kan handla om ramar för hanteringen av valutareserv, Riksbankens balansräkning, egna kapital, tillgångsköp etc. När Riksbanken har fått allt fler verktyg i sin hand som på ett genomgripande sätt påverkar hela marknads ekonomin blir detta allt viktigare. Man kan ibland få intrycket av att Riksbanken "tar för sig" lite väl mycket, vilket kan bero på att man har en stark organisation med stor auktoritet och tillit till sin förmåga. Dessa frågor är således viktiga även om de kanske inte engagerar ekonomer på samma sätt som den mer vardagliga tillämpningen av penningpolitiken

Riksbankskritik i otakt med omvärlden. Om man tittar på den svenska debatten kan man nog säga att kritiken mot Riksbanken på senare år har syftat till att få till stånd förändringar som skulle gå i motsatt riktning mot vad Fed nu gör. Det har handlat om olika typer av argument för att Riksbanken inte ska satsa all ammunition på att få upp inflationen:

"Luta sig mot vinden". Nackdelarna i form av att en än mer expansiv penningpolitik driver upp tillgångspriser och hushållens skuldsättning. Genom att "luta sig mot vinden" och beakta detta kan Riksbanken mildra framtida problem.

"Mission impossible". Riksbanken bör inse att man för en fåfång kamp mot starka internationella disinflationskrafter och därför i högre grad acceptera avvikelser från 2-procentsmålet. En sänkning av inflationsmålet brukar ibland ses som ett sätt att anpassa sig till nya förhållanden.

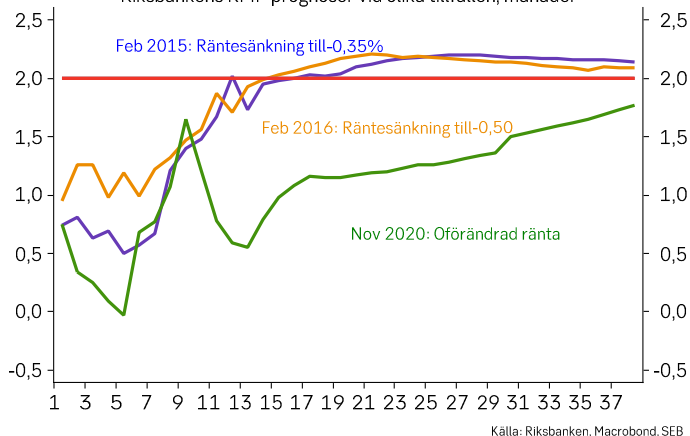
”Det gäckande KPI-måttet”. KPI-måttet har brister av olika typer. Ibland är argumentet att det är för smalt och borde ta hänsyn även till tillgångspriser. Ett vanligare argument är att svenska KPI mäts på ett alltför sofistikerat sätt där SCB t ex kvalitetsjusterar prisökningar på ett mer omfattande sätt än i omvärlden. Därmed tenderar den officiella KPI-takten att bli lägre än prisökningarna på en mer ”jordnära” konsumtionskorg med ”Big Mac-index” som den mest långtgående ansatsen.

Svårare att ha Fed som föredöme. Ovanstående faktorer har alltså framförts som argument för att Riksbankens kamp för att nå upp till inflationsmålet egentligen varit onödigt aggressiv och ibland också skadlig. Vår egen bedömning är att problemet med mätmetoder ofta överdrivs och vi ser även tydliga nackdelar med att sänka målet som en anpassning till en motsträvig omvärld. Däremot har vi haft sympati för tanken att det i vissa lägen är rimligt att ”luta sig mot vinden” och beakta risker med t ex skenande behållsskulder och tillgångspriser. Vi har också lyft fram andra faktorer som försvårar tillämpningen av penningpolitiken. En viktig sådan är eftersläpningarna i inflationsprocessen som gjort att inflationsimpulser ofta kommer sent i konjunkturcykeln. Att Riksbanken i en sådan miljö varit fokuserad på faktisk inflation har lett till ett tydligt procykliskt mönster med räntehöjningar 2001 och framför allt 2008 som tydliga exempel. Det finns även exempel på räntesänkningar i heta konjunkturlägen. Av det skälet har vi sett Feds pragmatiska sätt att också beakta det allmänna konjunkturläget, inte minst på arbetsmarknaden, som ett sätt att få penningpolitiken att fungera också i en miljö där en stum Phillipskurva ger lömska samband mellan konjunkturläge och pris- och lönebildning.

Speciella nackdelar med minusränta. Behovet av ökad flexibilitet har varit extra stort i ett läge då minusräntor och en stor volatilitet i kronan skapat osäkerhet hos ekonomins aktörer. Vår tolkning har varit att Riksbanken numera också börjat se detta som ett problem. Det senaste halvåret har man lagt en inflationsprognos där man ”erkänner” svårigheterna att nå inflationsmålet under prognoshorisonten. Trots det har man nöjt sig med utökade tillgängsköp och avstått från att föra räntan tillbaka till negativt territorium. Det finns förstås en risk för att detta kommer att leda till att inflationsförväntningarna sjunker till obekvämt låga nivåer om inte Riksbanken signalerar vad man vill göra åt detta.

Ökad tolerans för målavvikelser?

Riksbankens KPIF-prognoser vid olika tillfällen, månader

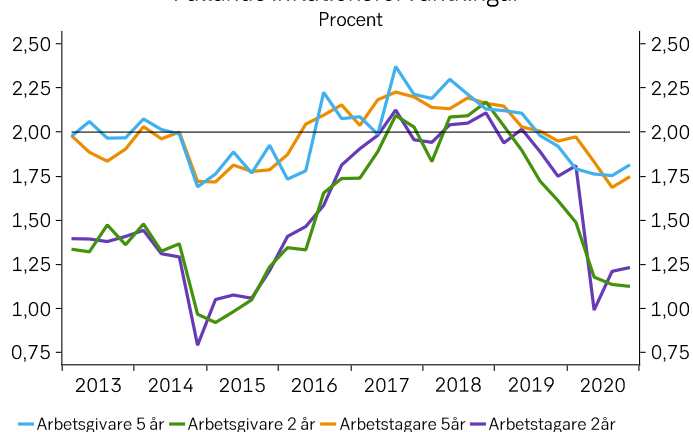


Inte aktuellt med sänkt inflationsmål. I direktionen är det kanske vice riksbankschef Per Jansson som mest konkret diskuterat dessa frågor, nu senast i talet ”Tankar kring behovet av förändringar i inflationsmålspolitiken” (16 december 2020). Även om direktionen kan ha lite olika synsätt är det intressant att granska Janssons funderingar kring hur dagens situation med en inflation

som ser ut att förbli låg under överskådlig tid kan hanteras med de förutsättningar som gäller i Sverige. Jansson dömer bestämt ut tanken på att sänka inflationsmålet och att inta en generell avspänd inställning till en inflation varaktigt klart under målet. Huvudargumentet är att detta bara skulle förvärra läget genom att leda till en onödigt hög realränta och ytterligare fall i inflationsförväntningarna. Ett sådant agerande skulle på sikt ytterligare minska penningpolitikens manöverutrymme i en miljö med nedpressad neutral realränta. Jansson tankar i dessa avseenden ligger nog nära huvudfåran i den internationella debatten, såväl bland akademiker som praktiker, och det förefaller högst osannolikt att Sverige skulle röra sig i den riktningen.

Är det möjligt att höja inflationsmålet? Jansson går ett steg längre och intar en ganska skeptisk attityd också till Feds försök att lyfta inflationsförväntningarna med långsiktiga guidning. Åtminstone dras slutsatsen att det inte passar för svenska förhållanden. Istället lyfter Jansson den större frågan om möjligheterna att på sikt höja inflationsmålet till 3 procent för att öka manöverutrymmet och skapa ett större avstånd till nollränterestriktionen. Även om det känns avlägset i nuläget kan förutsättningarna förändras när konjunkturläget normaliseras. Därtill menar Jansson att de globala disinflationistiska krafterna på lite sikt kan försvagas. Att tidigt flagga för planer på höjt inflationsmål när möjligheterna finns på plats skulle kunna lyfta inflationsförväntningarna i närtid.

Fallande inflationsförväntningar



Hjälp från finanspolitik och lönebildning. Det stora greppet är ändå försöket att bredda ansvaret för det dilemma vi nu sitter i till finanspolitiken, makrotillsynen och lönebildningen. Finanspolitiken har under denna kris tagit ett större ansvar påhejade av såväl internationella organisationer som centralbanker. Jansson går ett steg längre och reser frågan om det går att formalisera det finanspolitiska understödet så att det kommer snabbare och inte försenas av politiska stridigheter. De frågor som får mest utrymme rör samspelet mellan Riksbanken och lönebildningen. ”Att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet så att det kan fortsätta att fungera som riktmärke för pris- och lönebildningendet är själva poängen med inflationsmålspolitiken” enligt Jansson. Han ger sig sedan in i debatten om ”industrimärkets” roll i lönebildningen och konstaterar att denna ordning länge fungerat bra men att den nu kan skapa samhällsekonomiska obalanser. Det är främst tendenserna till avtal som är lite för låga för att vara förenliga med inflationsmålet samt att dagens system försvårar relativlöneförändringar som skulle kunna få arbetsmarknaden att fungera bättre som är problemet. (Se också Veckans tanke/Temaartikel ”Avtalsrörelse i skuggan av pandemin”).

Både inflationsmål och omvärld i fokus. Industrins löneledande roll har ifrågasatts med varierande styrka på senare tid. Huvudkritiken är att systemet egentligen är riggat för en ordning med fast växelkurs. I ett sådant får den utlandskonkurrerande industrin i första hand ta smällen om höga löneökningar urholkar konkurrenskraften. Med rörlig växelkurs och inflationsmål drabbas inhemska sektorer minst lika hårt om Riksbanken tvingas höja räntan som svar på löneavtal som hotar att driva upp inflationen. Detta är förstas inte nytt. Arbetsmarknadens parter har ända sedan dagens ramverk tog form i mitten på 1990-talet försökt balansera de båda perspektiven och ta hänsyn till restriktioner från såväl inflationsmålet som omvärldens löneökningar. Parterna har varit eniga om att man inte kan lita på att förändringar i växelkursen inom rimlig tid kan parera stora avvikelser från löneutvecklingen i omvärlden och speciellt Tyskland. Därmed har det även funnits skäl att behålla ordningen med att industrins parter går före och sätter ett "märke" för den övriga arbetsmarknaden. Ordvalet "märke" är även noga genomtänkt; det behöver inte vara en norm som alla ska följa om det finns goda skäl att avvika. I praktiken har dock kraven på giltiga skäl för avvikelser blivit allt högre.

Förstärkta skäl att ge sig in på minerad mark. Så länge löneökningarna tenderade att ligga lite högre än vad som var förenligt med inflationsmålet var Riksbanken ganska ofta framme med tydliga pekpinor. Men när problemet blev det omvända runt 2012 har det nog setts som mer känsligt att klaga på alltför låga avtal i en värld med generellt låga löneökningar. Att en medlem i Riksbankens direktions nu väljer att ge sig in i denna mycket känsliga diskussion beror nog på att balansen har rubbats en del. Både Riksbanken och ECB har det senaste decenniet haft problem med att nå upp till sina inflationsmål beroende på starka disinflationistiska krafter. Att dessa varit än starkare i euroområdet, som bl a genomlidit en existentiell kris, är inte så konstigt. En viss underliggande försvagning av den svenska nominella växelkursen är då en naturlig konsekvens såväl teoretiskt som erfarenhetsmässigt. Detta återspeglas också i SEB:s skattningar för kronans jämviktskurs som glidit uppåt och bedöms ligga på ca 9,70 för EUR/SEK.

Omvänt mål för lönenivåer? Sådana skattningar är förstas osäkra och måste hanteras med försiktighet. Parterna gör nog klokt i att vara fortsatt försiktiga med att förlita sig på att växelkursförändringar ska justera stora avvikelser från omvärlden. Men det finns ändå tendenser till att pendeln håller på att slå över åt det andra hållet. Ibland framställs det som ett problem att Sverige lyckats lite bättre än euroområdet med att uppfylla sitt inflationsmål och att det därför är önskvärt att Sverige framöver ska ha en lägre pris- och löneökningstakt än t ex euroområdet. I princip innebär ett sådant resonemang att man tar på sig en omvänd historisk "skuld" än den Fed nu vill sona. Istället för att kompensera tidigare underskjutande av målet med högre inflation skulle Sverige försöka pressa ned löne- och prisökningstakten för att kompensera från tidigare trend. Ett sådant synsätt innebär stora avsteg från principerna med rörlig växelkurs och skulle föra in starka deflationistiska krafter i ekonomin och det är därför rimligt att Riksbanken markerar mot detta. Det är inte bara vissa representanter från arbetsgivarsidan som driver snarlika teser utan det finns också en bredare ovilja i det svenska samhället att acceptera vissa konsekvenser av dagens penningpolitiska ramverk, vilket kan vara ett problem så länge euromotståndet är så kompakt

Riksbanken behöver visa de egna korten. Det är således rimligt att försöka bredda diskussionen om hur förändringar i omvärlden bäst hanteras under rådande svenska förutsättningar. Att Riksbanken då pekar på att finanspolitiken och lönebildningen kan bidra till att mildra nuvarande spänningar är naturligt. Men om man

ska vara realistisk är det knappast troligt att så mycket kommer att ändras de närmaste åren. Vi har nyligen fått 3-åriga löneavtal på plats och givet rådande arbetsmarknadsläge kan väl Riksbanken knappast klaga på nivåerna. Parterna har i vilket fall som helst ingen anledning att nu ge sig in i diskussioner om systemförändringar. Samtidigt blockerar EU-fördraget en del möjligheter till koordinering mellan finans- och penningpolitik. Det är också svårt att se att en höjning av inflationsmålet t ex till 3 procent på ett seriöst sätt ska komma upp på agendan i den internationella debatten under överskådlig tid och Sverige kan knappast gå ensam fram i det spåret. Därför kommer det också att ställas krav på Riksbankens egen kreativitet när det gäller att hitta lösningar som skapar manöverutrymme och förhindrar att inflationsförväntningarna rör sig i en riktning som indikerar allvarliga trovärdighetsproblem. Tyvärr finns det ett antal exempel från de senaste decennierna där Riksbanken varit otydlig med sina intentioner och där brist på flexibilitet lett till tvära kast och ibland hårddragna tillämpningar av rådande ramverk. Det är tydligt att Riksbanken i nuläget vill undvika att sänka räntan till negativa nivåer. Men eftersom motiven är ganska otydliga finns en risk att Riksbanken kommer att leverera sänkningar när den faktiska inflationen åter sjunker tillbaka. Det skulle i så fall komma i ett skede när konjunkturen kommit upp på fastare mark och därmed åter ge penningpolitiken en procyklisk inriktning som vi sett åtskilliga exempel på tidigare.