



Mikael Juselius
Ekon. dr Mikael Juselius arbetar som senior ekonom på forskningsenheten vid Finlands Banks avdelning för penningpolitik och forskning. Han har tidigare arbetat för Bank for International Settlements i Basel, Schweiz, och har fortfarande ett omfattande forskningssamarbete med BIS. Hans forskning gäller samverkan mellan den reella och finansiella sidan av ekonomin. Han har bl.a. undersökt hur väl man kan förutspå finanskriser samt hur finansiella faktorer påverkar konjunkturcykeln.

Är låg inflation och tillväxt här för att stanna?

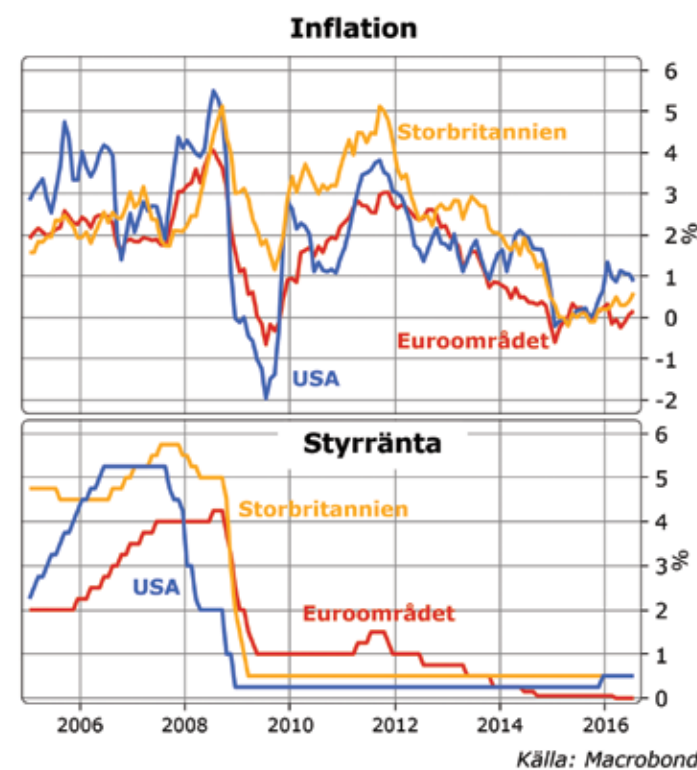
En vanlig förklaring till dagens rekordlåga inflationsnivå är att ökad sparbenägenhet och dåliga investeringsmöjligheter har drivit ner den reala jämviktsräntan till en sådan nivå att centralbanken inte längre kan stimulera ekonomin via den nominella korta räntan. I den här artikeln erbjuder Mikael Juselius en alternativ förklaring som betonar betydelsen av privat skuldsättning för att förstå den senaste tidens makroekonomiska utveckling. Om den alternativa förklaringen är korrekt så är inte låg inflation och tillväxt nödvändigtvis bestående fenomen – men de kan lätt bli det om de bakomliggande faktorerna feltolkas.

Ett stort makroekonomiskt mysterium är att inflationstakten i många avancerade ekonomier enbart sjunkit de senaste fem åren trots att centralbankerna samtidigt bedrivit exceptionellt expansiv penningpolitik (se figur 1). Normalt borde centralbanken kunna kontrollera inflationen, åtminstone på medellång sikt. Hur är det då möjligt att inflationen har hållits låg så länge?

En möjlig förklaring till att det kan vara svårt att stimulera ekonomin via konventionell penningpolitik är att ökad sparbenägenhet och från-

varo av goda investeringsprojekt – s.k. *sekulär stagnation* – driver ner den reala jämviktsräntan så mycket att den inte längre kan nås genom att sänka den nominella räntan till nollgränsen (Summers (2014) m.fl.). För att förstå den här förklaringen måste man först förstå den konventionella synen på hur modern penningpolitik fungerar.

Normalt försöker centralbanken påverka aktiviteten i ekonomin via den korta *reala räntan*, dvs. den nominella räntan minus den förväntade

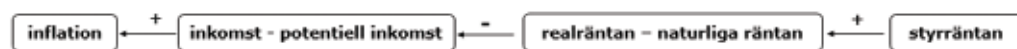


Figur 1: Inflationen och styrräntan i USA, Euroområdet och Storbritannien.

inflationen. En lägre (högre) realränta idag, allt annat lika, ökar (sänker) aktiviteten eftersom det blir mera attraktivt för företagen och hushållen att investera eller konsumera idag jämfört med i morgon. Centralbanken gör det här huvudsakligen genom styrräntan, vilken är den nominella ränta som centralbanken tar för kortsiktiga lån till privatbankerna. Styrräntan utgör alltså en slags botten för den ränta privatbankerna i sin tur tar för lån till företag och hushåll. Utöver styrräntan lägger långgivarna till olika räntepåslag för att täcka de risker och kostnader som är förknippade med kreditgivningen. Därför leder t.ex. en sänkning av styrräntan inte nödvändigtvis alltid till en lägre realränta och mera aktivitet. Det avgörande är hur snabbt långgivarna förväntar sig att inflationen ökar som följd av räntesänkningen. Om t.ex. inflationen förväntas anpassa sig genast kommer långgivarna att kräva full inflationskompensation via ett räntepåslag, vilket då neutraliserar räntesänkningen så att de reella effekterna uteblir. Om det däremot tar tid innan inflationen hinner anpassa sig så ökar aktiviteten på kort sikt. På sikt leder dock en räntesänkning utöver det som är förenligt med ekonomins produktionspotential bara till mera inflation.

Den rådande realräntan återspeglar något så när den förväntade tillväxttakten i ekonomin. Orsaken är att investeringar med lägre marginalavkastning än den rådande realräntan inte borde vidtas då de är olönsamma och vice versa för investeringar med högre marginalavkastning. Den reala räntenivå som är förenlig med tillväxttakten i ekonomins långsiktiga produktionspotential kallas för den *naturliga räntan*. Per definition är den här räntenivån också förenlig med stabil inflation.

Figur 2 sammanfattar den traditionella synen på transmissionen mellan centralbankens styrränta, den reala räntan, aktiviteten och inflationen.



Figur 2: Flödesdiagram över den traditionella synen på penningpolitisk transmission. Effekten av en positiv förändring i en tidigare variabel på en senare variabel anges med (+) eller (-). T.ex. om centralbanken höjer styrräntan ökar den reala räntan i förhållande till den naturliga räntan. Detta leder i sin tur till att inkomsterna faller i förhållande till den potentiella inkomsten, vilket slutligen leder till lägre inflation.

Nu står vi i beredskap att förstå den vanliga förklaringen till att en centralbank möjligtvis inte kan höja inflationen med konventionella medel under sekulär stagnation. Låt oss starta från en situation där den nominella räntan är 4 % och inflationstakten är 2 % och den naturliga räntan är 2 %. Antag att många individer plötsligt vill spara medan få vill konsumera eller investera. En orsak kunde vara den plötsliga osäkerhet som rådde i samband med finanskrisen medan en annan kunde vara de gradvisa effekterna som en åldrande befolkning medför. Oberoende av den exakta orsaken skulle detta leda till att den naturliga räntan skulle sjunka kraftigt, säg till 0 %. Om centralbanken inte upptäcker den här utvecklingen i tid, och håller styrräntan fast, blir den reala räntan för hög, vilket i sin tur leder till att aktiviteten avstannar och inflationen sjunker, säg också till 0 %. Då centralbanken upptäcker sitt misstag och vill få upp aktiviteten och inflationen igen går det inte längre eftersom styrräntan inte kan sänkas under noll (annars skulle individer tjäna på att hålla sina besparingar i fysiska sedlar och mynt). Det bästa man kan göra är att sänka styrräntan till noll. Men då är den reala räntan i vårt exempel också noll vilket är lika med den naturliga räntenivån som per definition håller inflationen stabil.

Är sekulär stagnation rätt förklaring?

Sekulär stagnation kunde alltså förklara varför inflationen hållits så låg så länge, men vissa faktorer talar emot den här förklaringen. Den främsta svårigheten med hypotesen är att nivån på den naturliga räntan som kunde förklara en sjunkande inflationstakt måste vara rejält mycket lägre än den nuvarande reala tillväxttakten i ekonomin. Ta t.ex. euroområdet faktiska realränta som låg nära noll i början av år 2015 samtidigt som *förändringen* i inflationen var ca -0.55 procentenheter på årsnivå vid samma tidpunkt. Det

skulle betyda att den naturliga räntan måste ligga under den faktiska räntan, dvs. under noll, eftersom inflationen fortfarande sjunker. Men samtidigt var tillväxten i euroområdet 1.65 %. Alltså skulle den naturliga räntan skilja sig från ekonomins tillväxttakt med nästan 2 procentenheter då de i teorin inte borde skilja sig speciellt mycket från varandra. Och ännu mer problematiskt, eftersom inflationen sjunker måste vi enligt konventionell logik fortfarande befinna oss i en lågkonjunktur vilket skulle betyda att tillväxtpotentialen de facto är ännu högre. Det är svårt att förstå en bristande vilja att investera med en sådan tillväxtpotential och en realränta nära noll.

En annan svårighet med hypotesen är att även om styrräntan är centralbankens huvudsakliga penningpolitiska instrument, är det ingalunda det enda. T.ex. Europeiska centralbanken har i likhet med många andra centralbanker använt en hel del så kallade okonventionella instrument för att stärka den penningpolitiska transmissionen och lyfta inflationen mot inflationsmålet. Dessa omfattar bl.a. obegränsade krediter till privatbanker med tillräckliga säkerheter samt uppköp av tillgångssäkrade värdepapper och täckta obligationer på sekundärmarknaden. I praktiken är det här ett sätt att kringgå styrräntans nollgräns genom att pressa ner räntepåslagen på långfristiga lån och värdepapper. I dagens läge är det alltså inte enbart förmånligt att ta korta lån utan också långa. Men trots programmets omfattning och det faktum att även de långa räntorna kommit ner har inflationen envist hållit sig kvar på en låg nivå. För att hypotesen om sekulär stagnation skall hålla streck måste alltså den naturliga räntan av någon outgrundlig orsak vara bra mycket lägre än produktionspotentialen. Eller kanske finns det en annan bakomliggande förklaring?

Överskuldättning som en alternativ förklaring

Den låga inflationstakten och det låga ränteläget uppstod i kölvattnet av den globala finanskrisen som fick sin början år 2008 (se figur 1). Kan dessa tre fenomen vara drivna av samma bakgrundsfaktorer?

Forskningen om de bakomliggande orsakerna till finanskrisen har betonat speciellt den privata skuldsättningens betydelse. Man har t.ex. tidiga-

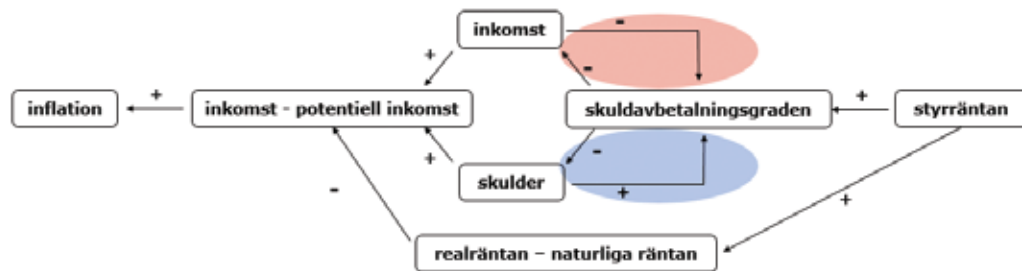
re kunnat påvisa att ju högre den privata icke-finansiella *skuldsättningsgraden* (skulderna i förhållande till BNP) är, desto större är sannolikheten för att en finanskris är nära förestående (Borio och Lowe (2002), Taylor och Schularick (2012), Drehmann och Juselius (2014) m.fl.). Vidare finns det evidens för att inkomstbortfallet är större efter en finanskris om skuldsättningsgraden var hög innan den inträffade (t.ex. Mian och Sufi (2014)). Däremot har det hittills varit svårare att hitta ett betydande stabilt samband mellan

”Om räntorna hålls låga för länge tenderar skuldsättningsgraden att på sikt anpassa sig till en ny nivå så att en höjning av räntan blir omöjlig utan att följderna blir stora samhällsekonomiska kostnader och fallande inflation.”

skuldsättningsgraden (och liknande indikatorer för finansiella obalanser) och nationalprodukten över längre tidsperioder. Och för att kunna förklara den persistent låga inflationstakten och räntenivån i dagens läge med hjälp av finansiella faktorer är det nödvändigt att kunna påvisa ett sådant stabilt samband.

I min egen forskning har jag visat empiriskt att privat skuldsättning har en stabil och betydelsefull effekt på nationalprodukten via *skuldavbetalningsgraden*, definierad som räntor och amorteringar i förhållande till BNP (Juselius och Drehmann (2015)). Sambandet är stabilt både före och efter finanskrisen i USA, och kan till stora delar förklara både längden och djupet på den efterföljande lågkonjunkturen. Det håller också för övriga avancerade länder där tillräckligt med data finns att tillgå.

Skuldavbetalningsgradens betydelse i sammanhanget kommer sig av att den har en så kallad dynamiskt explosiv inverkan på den privata konsumtionen och investeringarna. Förklaringen är enkel. Om den privata sektorns skuldavbe-



Figur 3: Flödesdiagram över en utvidgad syn på den penningpolitiska transmissionen. Effekten av en positiv förändring i en tidigare variabel på en senare variabel anges med (+) eller (-). Utöver den normala effekten av en ränteförändring, spelar också samverkan mellan skuldavbetalningsgraden, inkomsterna och nya skulder en betydande roll för transmissionen. Skuldavbetalningsgradens samverkan med inkomsterna är explosiv (röda cirkeln), medan dess samverkan med nya skulder (blå cirkeln) är korrigering. Så länge den senare effekten dominerar hålls ekonomin stabil.

talningsgrad blir för stor leder det till mindre efterfrågan då hushållen och/eller företagen drar åt svängremmen. Detta leder i sin tur till ett inkomstbortfall som ökar skuldavbetalningsgraden ytterligare och därmed förvärrar situationen. Utan andra balanserande krafter skulle det här leda till att systemet spinner ut ur kontroll. Jag finner dock också att skulderna tenderar att avvecklas till följd av en hög skuldavbetalningsgrad – och lyckligtvis tillräckligt snabbt för att skuldavbetalningsgraden minskar på sikt. Men då den väl har hamnat i obalans kan det emellertid ta flera år att få ner skuldavbetalningsgraden till dess jämviktsnivå på grund av kapplöpningen mellan skuldavyttringarna och det samtida inkomstbortfallet. Och hur svår anpassningen blir avgörs av hur högt skuldsättningsgraden låtit växa och hur mycket spelrum centralbanken har att sänka de nominella räntorna. T.ex. i Sverige har man pressat ned skuldavbetalningsgraden en längre tid genom att tillåta långa avbetalningstider på bl.a. bolån samt genom oerhört låga räntor. Det här har dock lett till en mycket hög skuldsättningsgrad samtidigt som skuldavbetalningsgraden saktat men säkert ökat.

En för hög skuldavbetalningsgrad begränsar rörelsefriheten i centralbankens räntepolitik samt hämmar den normala penningpolitiska transmissionen. Till den grad som räntan på skulder är flexibelt bunden till en penningmarknadsränta underlättar och försnabbar en sänkning av den

nominella räntan skuldavvecklingen direkt. Dock utgör den nominella räntans nollgräns ett allvarligt hinder för snabb normalisering via räntepolitik. Eftersom kostnaderna av en hög skuldavbetalningsgrad är betydande, är centralbanken i praktiken tvingad att hålla räntan så låg som möjligt så länge anpassningen till normalläge pågår. Samtidigt är det svårt att upptäcka de positiva effekterna av en sådan "expansiv" penningpolitik eftersom de manifesterar sig i en snabbare återbetalningshastighet snarare än i en högre nationalprodukt. Av samma orsak är det rimligt att utgå ifrån att inflationen också uteblir trots kraftiga sänkningar i ränteläget.

Då man tar överskuldssättning i beaktande blir alltså den penningpolitiska transmissionen mera komplex än vad den traditionella bilden ger vid handen. Figur 3 illustrerar det här i grova drag.

En hög skuldavbetalningsgrad framstår alltså som ett alternativ till sekulär stagnation för att förklara den förhållandevis långa perioden av låga räntor och låg inflation (Juselius et al. (2016)). Enligt den här måttstocken håller de flesta avancerade länderna på att återhämta sig från sviterna av finanskrisen. Men trots det finns det ännu knappt något utrymme för att normalisera ränteläget (USA utgör ett undantag i det här hänseendet), eftersom det igen kunde leda till explosiv dynamik. Sålunda är den här tolkningen förenlig med både moderat reell tillväxt samtidigt som både räntor och inflation hålls låga.

En feltolkning av de bakomliggande faktorerna till nuläget kan i värsta fall leda till att hypotesen om sekulär stagnation blir självuppfyllande. Skuldsättningsgraden har en tendens att anpassa sig till ett långsiktigt jämviktsläge som är förenligt med en balanserad skuldavbetalningsgrad. Därför bestäms det nya jämviktsläget av ränteläget å ena sidan och skuldåterbetalningshastigheten å andra sidan. Om räntorna, t.ex. av försiktighetsskäl, hålls låga för länge tenderar skuldsättningsgraden att på sikt anpassa sig till en ny nivå så att en höjning av räntan blir omöjlig utan att följden blir stora samhällsekonomiska kostnader och fallande inflation. Sett genom linsen av en normal makroekonomisk modell kunde man alltså förledas till att tro att den naturliga räntan fortsättningsvis är på en mycket låg nivå.

Referenser

- Borio, C och Lowe, P (2002): "Assessing the risk of banking crises", BIS Quarterly Review, December, 43-54.
- Drehmann, M och Juselius, M (2014): "Evaluating early warning indicators of banking crises: Satisfying policy requirements", International Journal of Forecasting, 30(3), 759-780.
- Juselius, M, Borio, C, Disyatat, P and Drehmann, M (2016): "Monetary policy, the financial cycle and ultra-low interest rates", BIS Working Papers No 569.
- Juselius, M och Drehmann, M (2015): "Leverage dynamics and the real burden of debt", BIS Working Papers No 501.
- Mian, A och Sufi, A (2014): "House of debt", The University of Chicago Press, Chicago.
- Schularick, M och Taylor, A (2012): "Credit booms gone bust: Monetary policy, leverage cycles, and financial crises, 1870-2008", American Economic Review, 102(2), 1029-1061.
- Summers, L (2014): "U.S. economic prospects: Secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound", Business Economics, vol 49(2), 65-73.