



Mikael Juselius

Mikael Juselius arbetar som forskningsrådgivare på Finlands Bank och är styrelseordförande för Ekonomiska Samfundet. Han har tidigare arbetat som ekonom vid Bank for International Settlements i Basel. Synpunkterna i artikeln är författarens egna och sammanfaller inte nödvändigtvis med Finlands Banks synpunkter.

Lång period av låg inflation söker sin förklaring

Trots en expansiv penningpolitik har inflationen varit låg efter finanskrisen. Tänkbara förklaringar kan finnas i sparandet och demografin, eller så kallad sekulär stagnation, som uppkommer då det är svårt att stimulera efterfrågan på grund av den nominella räntans nollgräns. Det är viktigt att försöka förstå den gåtfulla inflationsutvecklingen, eftersom det i slutändan handlar om vilka modeller man skall använda för penning- och finanspolitiska beslut.

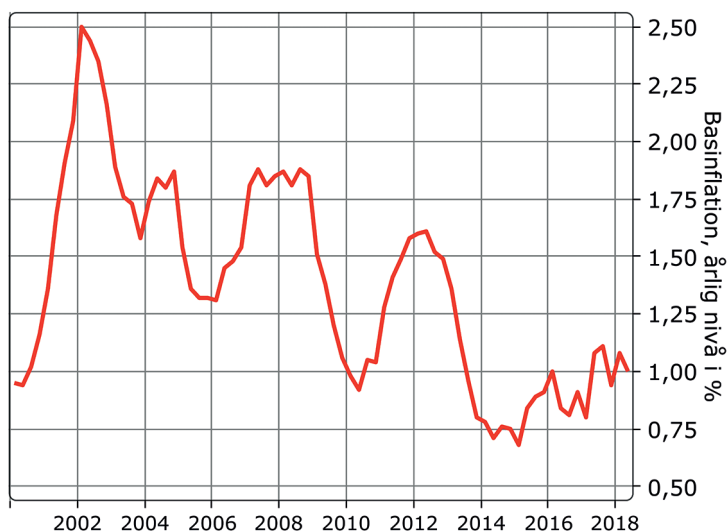
Inflationen har bjudit på en hel del överraskningar de senaste 15 åren. Före den globala finanskrisen var inflationen inte speciellt hög och gav därför ingen varning om den överhettning som höll på att ske (se IMF, 2013). Då krisen inträffade sjönk inflationen mindre än väntat givet krisens omfattning och efter krisen har den stadigt legat på en nivå som är under centralbankernas målsättningar, trots att de fört en exceptionellt expansiv penningpolitik (Draghi, 2016 och Yellen, 2017). Borde vi bekymra oss över den här utvecklingen?

Den gåtfulla inflationsutvecklingen utgör i sig inte ett stort makroekonomiskt problem. I princip kan inflation skapa stora problem om den är för varierande, om den är för snabb (hyperinflation) eller om den är negativ (deflation). Om inflationen varierar för mycket från

period till period kan den urvattna informationsvärdet i de relativa priserna och leda till ineffektiv allokering av samhällets resurser. Men inflationen har den senaste tiden snarare varit mera stabil än väntat. Vi har heller inte sett hyperinflation eller långa perioder av deflation. Snarare har basinflationen, det vill säga den inflationstakt som man får då man inte tar med mat- och energipriser i beräkningen, varit relativt stabil men låg under en längre tid. Till exempel i euroområdet har den legat mellan 0,7 och 1,6 procent sedan 2009 (Figur 1). Det här kan förvisso försvåra anpassningen av reallönerna då de nominella lönerna är trögörsliga neråt, men utöver det är det svårt att se att den låga inflationen i sig skulle medföra stora samhälleliga kostnader. Så varför borde man bekymra sig över den låga inflationen?

Den stora frågan är vad den låga inflationen

signalerar om ekonomins tillstånd. Standardteori om makroekonomi säger, något förenklat, att om aktiviteten i ekonomin överstiger den långsiktiga produktionspotentialen leder det till inflationstryck och vice versa då aktiviteten är låg. Centralbanken borde dock delvis kunna motverka sådana konjunktursvängningar genom att antingen höja eller sänka den korta nominella penningmarknadsräntan (indirekt mängden pengar i omlopp). På kort sikt förändrar det här också den reala räntan eftersom det tenderar att ta tid innan priserna i en ekonomi förändras. Den förväntade reala räntan i förhållande till den *naturliga räntan* – den reala räntenivå som är förenlig med stabil inflation och den långsiktiga produktionspotentialen – påverkar i sin tur valet mellan konsumtion och sparande och därmed aktiviteten i ekonomin (Figur 2).



Figur 1. Basinflationen, dvs. inflationstakten utan mat- och energipriser, inom euroområdet.

Figur 2. Schema över hur den penningpolitiska transmissionen fungerar. + och - anger positiv eller negativ inverkan på följande variabel.



Ett centralt antagande är dock att ekonomin anpassar sig tillbaka till den långsiktiga produktionspotentialen och den naturliga räntan på längre sikt eftersom penningpolitiken inte antas ha varaktiga reala effekter. Men det här kan ta lite tid under vilken inflationen kan vara högre (lägre) än normalt och ekonomin går igenom en högkonjunktur (lågkonjunktur). Problemet är bara att varken den långsiktiga produktionspotentialen eller den naturliga räntan kan observeras direkt utan måste härledas från andra saker som vi kan se. Och det är här som inflationens betydelse kommer in: den fungerar som en viktig signal för de ekonomiska beslutsfattarna om ekonomin befinner sig långt från den långsiktiga produktionspotentialen.

Signalvärdet i inflationen förutsätter givetvis att inflationen är stabil på lite längre sikt så att avvikelser från långsiktinivån är lätta att upptäcka. Och modern makroekonomisk teori säger oss att inflation är ett rent monetärt fenomen som i slutändan bestäms av mängden pengar i omlopp. En av de moderna centralbankernas vikti-

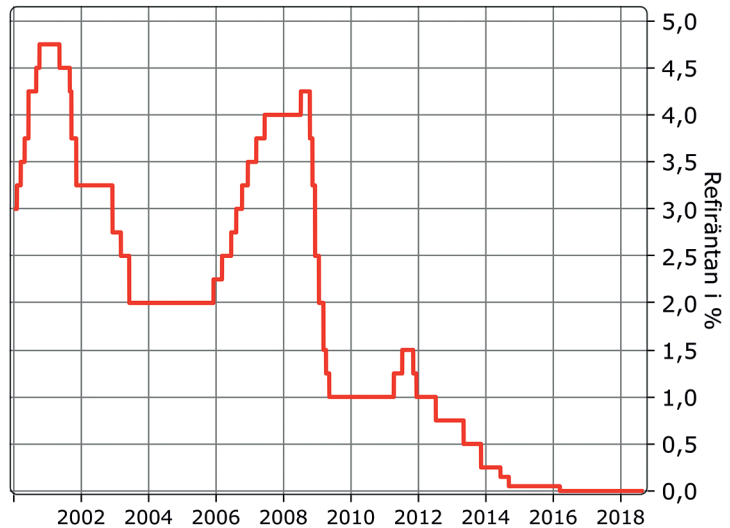
gaste roller är följaktligen att se till att inflationen hålls stabil på längre sikt. Europeiska centralbanken har till exempel som primär målsättning att hålla inflationen nära men lite under 2 procent på medellång och lång sikt¹⁾. Vidare borde anpassningen av inflationstakten inte ta allt för lång tid. Enligt rådande uppfattning är en full konjunkturcykel högst 10 år, vilket skulle betyda att det högst borde ta cirka 5 år för inflationen att anpassa sig till centralbankens inflationsmålsättning.

I belysning av standardteori är det alltså rätt svårt att tolka den låga inflationen som ett rent konjunkturproblem. Givetvis upplevde många ekonomier lågkonjunkturer i kölvattnet av den globala finanskrisen, men en 10 år lång lågkonjunktur trots all stimulanspolitik är svår att smälta. Frågan är alltså om det finns någon naturlig alternativ förklaring till den långa episoden av låg inflation.

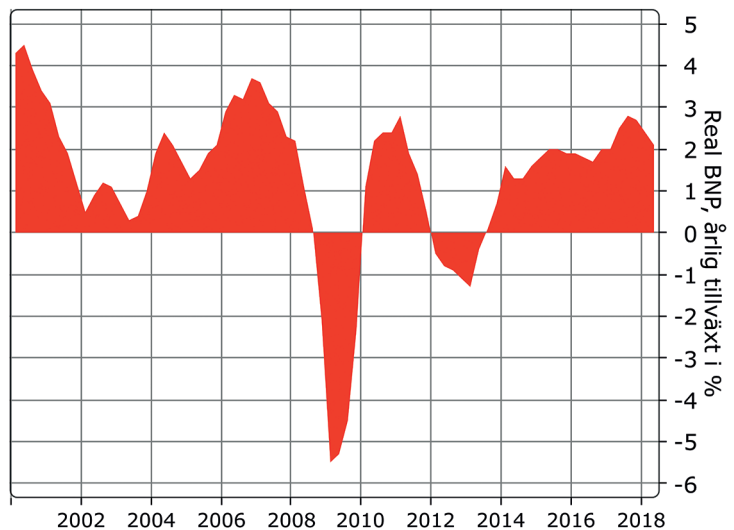
Sekulär stagnation som förklaring

Den mest konventionella förklaringen är att ekonomin har gått in i en period av så kallad *sekulär*

Figur 3. Styrrentorna inom euroområdet sänktes gradvis mot noll efter den globala finanskrisen.



Figur 4. Tillväxten i euroområdet har återhämtat sig under senare tid.



stagnation (Summers, 2013). En sådan situation kan uppstå om den nominella räntans nollgräns²⁾ gör det svårt för centralbankerna att stimulera efterfrågan i tillräcklig utsträckning för att kunna uppnå inflationsmålet. Om till exempel den förväntade inflationen är kring 1 procent är det i praktiken svårt för en centralbank att sänka den reala räntan lägre än -1 procent på grund av den nominella räntans nollgräns. Styrrentorna i flera avancerade ekonomier sänktes gradvis till nollgränsen efter den globala finanskrisen. I euroområdet nådde man strikt den här gränsen 2016,

men i praktiken redan 2014 (Figur 3).

Huruvida den maximala möjliga realräntesänkningen räcker till för att stimulera ekonomin avgörs av nivån på den naturliga räntan som ju tyvärr inte kan observeras direkt. Om den naturliga räntan ligger under -1 procent i exemplet ovan är det klart att centralbanken har begränsade möjligheter att stimulera ekonomin via den korta räntan. I ett sådant läge finns det enligt standardteori en reell risk att ekonomin faller in i en deflationsspiral: då den reala räntan är högre än den naturliga räntan sjunker inflationen (och

aktiviteten) och eftersom den nominella räntan inte kan sänkas under noll, stiger den reala räntan ytterligare, vilket leder till mer deflation och så vidare. Ett av motiven bakom centralbankernas så kallade okonventionella penningpolitik sedan finanskrisen, där man har sänkt de långa reala räntorna genom bland annat långfristiga lån till privatbankerna och stödköp av värdepapper, har varit att undvika en dylik period av deflation och stagnation.

Upplever vi sekulär stagnation just nu?

Hur vet vi att den naturliga räntan har sjunkit under den faktiska reala räntan då vi inte kan observera den förra? Att så måste vara fallet eftersom vi fortsättningsvis ser låg inflation trots att den nominella räntan har nått sin nollgräns är inte i sig ett övertygande bevis eftersom det är cirkulärt och förutsätter att hypotesen är sann. Finns det då några andra observationer som kan hjälpa oss att besvara den här frågan? Det finns det, men en del av dem talar snarare emot än för sekulär stagnation.

För det första har tillväxten och sysselsättning en delvis återhämtat sig på senare tid, till exempel i euroområdet (Figur 4), vilket man inte skulle förvänta sig under sekulär stagnation (Finlands extremt låga tillväxt är ett undantag i det här hänseendet). Förvisso kunde det här tänkas bero på den expansiva finans- och penningpolitik som förts under samma period, så som till exempel Summers (2018) argumenterar. Det vill säga, utan den penningpolitiska och finanspolitiska stimulansen, skulle både inflationen och tillväxten ha varit betydligt lägre. Att den förda politiken inte skulle ha haft någon effekt på aktiviteten är nästintill otänkbart. Men när det gäller inflationen innehåller det här argumentet trots allt en stor orimlighet: om centralbankerna lyckades förhindra kraftig deflation genom sin okonventionella politik men samtidigt inte nådde helt fram till inflationsmålet måste konklusionen rimligtvis vara att de har systematiskt underdimensionerat den penningpolitiska expansionen. Skulle de alltså ha nått hela vägen fram genom att implementera lite större upplånings- och stödköpsprogram?

Det här är svårt att tro, speciellt som inflationen hölls låg och stabil, trots att de olika pen-

ningpolitiska programmen gradvis expanderades efter krisen. Den japanska centralbankens ganska omfattande experiment i den här riktningen på senare tid har inte heller lyckats rubba den låga inflationen nämnvärt. Är det trovärdigt att experimentet skulle ha lyckats bättre om den penningpolitiska expansionen varit ännu större? Men kanske inflationsförväntningarna stegvis justerades ned och därför krävde successivt större program bara för att hålla inflationen jämn? Det är också svårt att tro. Delvis har inflationsförväntningarna, till den grad som vi kan observera dem, sjunkit litet under perioden, men det är svårt att tro att så små förändringar skulle kräva så stor penningpolitisk reaktion bara för att hålla inflationen stabil. Vidare har inflationsförväntningarna både hållits över noll och den faktiska inflationsnivån, vilket är svårt att förena med hypotesen om sekulär stagnation.

För det andra är det svårt att tro att den naturliga räntan kan ha sjunkit till en negativ nivå trots att tillväxten hållits positiv. Den naturliga räntan bestäms i princip av jämvikten mellan sparandet och investeringarna. För att uppnå en negativ ränta måste antingen produktiviteten i de potentiella investeringarna ha fallit markant eller sparandet ha ökat kraftigt. Om inte den positiva tillväxten enbart är en konsekvens av stimulanspolitiken – vilket i sig skulle innebära överraskande stora och långsiktiga multiplikatoreffekter från den förda politiken – är det mera rimligt att sparandet skulle ha ökat kraftigt i kölvattnet av den globala finanskrisen. Tänkbara bakomliggande faktorer som kunde ha drivit upp sparandet är: att den demografiska försörjningsbördan har stigit (unga och gamla i förhållande till den arbetsföra befolkningen), att den förväntade livslängden har stigit, eller att inkomstjämligheten har stigit (rika individer har en större sparbenägenhet). Dessvärre får den här hypotesen inte speciellt starkt stöd i data. Till exempel Borio et alia (2017) fann ingen stabil långsiktrelation mellan de här variablerna och den reala räntan i data från 19 länder över perioden 1870–2016.

Svag penningpolitisk transmission

Diskrepanserna mellan prediktionerna från konventionell teori och den observerade ekonomiska utvecklingen har lett till en del försök att hit-

ta alternativa förklaringar. Den här litteraturen är ännu till stora delar i sin linda och har följaktligen inte granskats lika rigoröst som mer standardiserade förklaringsmodeller. Trots det innehåller den många intressanta infallsvinklar som har potential att utvidga vår förståelse för hur ekonomin fungerar. I det följande presenterar jag några utvalda alternativa förklaringar, delvis baserat på min egen forskning.

En alternativ förklaring, som i sig inte avviker från den konventionella annat än i termer av magnitud, är att den penningpolitiska transmissionen till inflationen är mycket svagare än man tror. Enligt standardteori fungerar den penningpolitiska transmissionen huvudsakligen via två relationer. Den första relationen beskriver valet mellan konsumtion och sparande som en funktion av den förväntade framtida reala räntan i förhållande till den naturliga räntan – den så kallade IS-kurvan. Det är huvudsakligen via den här relationen som penningpolitiken kan påverka aktiviteten i ekonomin enligt standardteori. Problemet är bara att man inte har hittat så mycket belegg, vare sig i mikro- eller makrodata, för att konsumtionen faktisk skulle reagera på den reala räntan.³⁾

Den andra centrala relationen beskriver sambandet mellan aktivitet och inflation – den så kallade Phillips-kurvan. Men även om man hittat en del belegg för den här relationen i data är den trots allt relativt svag, så att stora förändringar i aktiviteten inte leder till speciellt stora förändringar i inflationen, och mycket tyder på att relationen blivit svagare med tiden. Tillspetsat skulle detta alltså betyda att centralbanken borde justera räntan väldigt kraftigt för att kunna motverka inflations- eller disinflationstryck.⁴⁾ Till exempel inflationstryck skulle i så fall vara svårt att motverka i praktiken eftersom det skulle medföra stora återfinansieringskostnader för företag och individer.

De empiriska svagheterna i både IS-kurvan och Phillips-kurvan kan potentiellt förklara varför inflationen varit mycket stabilare än man väntat sig på senare tiden. Men eftersom den här förklaringen inte kvalitativt avviker från den konventionella, måste man antingen åberopa sekulär stagnation eller hävda att ekonomin upplevt en osedvanligt lång lågkonjunktur för att kun-

na förklara varför inflationen legat under inflationsmålsättningen en så lång tid. En osedvanligt lång lågkonjunktur kunde möjligtvis förklaras med hjälp av de skuldövershång som byggdes upp före den globala finanskrisen, eftersom de har tagit en lång tid att avveckla och sannolikt hållit tillbaka konsumtionen (se t.ex. Drehmann et al., 2018).

Ända sedan krisen har det aktivt forskats i betydelsen av den privata sektorns finansiering för realekonomiska fluktuationer, men ännu råder det ingen konsensus i frågan. Men om den är av avgörande betydelse kan det komplicera den penningpolitiska transmissionen eftersom man måste ta i beaktande långa ”leadlag”-samband relaterade exempelvis till avvecklingen av kreditstockar (Juselius et al., 2017). Vidare kan liknande aspekter försvaga transmissionen till inflation om till exempel privatbankerna kanaliserar en större del av sin finansiering till värdepapper och bolån, vilket i sin tur driver upp aktie- och bostadspriserna. Om förmögna individer har en större sparbenägenhet än mindre bemedlade, kunde det här ytterligare förklara en del av den uteblivna inflationen.

Demografi och långa inflationstrender

Om den penningpolitiska transmissionen till inflationen är svag kunde det också möjligtvis leda till inflationstrender på längre sikt. Finns det något som tyder på att så är fallet? Ett sätt att undersöka det här är att fråga sig vad som kunde leda till inflationstryck på längre sikt. En av de mest naturliga kandidaterna är så kallade livscykeffekter som kommer sig av att individer har olika möjligheter att konsumera och spara vid olika tidpunkter i deras liv. På aggregerad nivå kan det här leda till inflationstryck då populationens ålderssammansättning förändras. Till exempel kunde man vänta sig att en ökning av antalet unga skulle leda till ökad efterfrågan och större inflationstryck, medan en högre andel äldre arbetstagare skulle leda till ökat sparade och lägre inflationstryck. Om centralbanken har svårt att motverka långsiktiga tryck av det här slaget kan det leda till faktiska trendförändringar i inflationen.

Ett fåtal studier har undersökt korrelationen mellan inflation och befolkningens åldersprofil

”Den gåtfulla inflationsutvecklingen är ett viktigt problem att förstå sig på. I slutändan handlar det om vilken ekonomisk referensram man skall hålla sig till då man fattar penning- och finanspolitiska beslut.”

och har funnit ett förvånansvärt starkt långsiktssamband mellan de två. Bland annat Juselius och Takats (2018) undersökte det här för 22 länder från 1870 till 2016 och fann att den demografiska försörjningsbördan har en stabil positiv effekt på inflationen över hela tidsperioden, även om man tar vanliga monetära faktorer så som förändringar i räntor eller penningmängd i beaktande. De fann att förändringar i befolkningsstrukturen kan förklara merparten av skillnaderna i inflation mellan länderna över tiden. De här resultaten stöder tanken på att den penningpolitiska transmissionen till inflationen inte nödvändigtvis är så smidig som man normalt antar.

Leder högre ränta till inflation?

En annan intressant förklaring till den låga inflationen bygger på den så kallade Fisherpariteten. Den säger att den nominella räntan är lika med den reala räntan plus den förväntade inflationen. Teorin säger att den reala räntan måste sammanfalla med den naturliga räntan (vilken inte påverkas av penningpolitiken) på längre sikt. Vad skulle hända om centralbanken permanent höjer den nominella räntan? Kommer inflationen att sjunka i enlighet med normal intuition eller stiga i enlighet med Fisherpariteten?

Till exempel Cochrane (2018) visar att svaret beror på hur man väljer jämvikt i standardmodeller, men att det är svårt att undvika prediktionen att inflationen skulle stiga under rimliga antaganden. Vidare visar han att det finns många jämviktstillstånd där den nominella räntan kan vara fast vid nollgränsen utan att det leder till en deflationsspiral och kraftig stagnation. På det här sätt

et kan även våra vanliga modeller vara förenliga med den senaste tidens ekonomiska utveckling. Men om så är fallet borde centralbankerna höja sina styrräntor i stället för att hålla dem vid nollgränsen för att nå inflationsmålet. Den här föreskriften kan nog vara ganska svår att följa eftersom den går stick i stäv med konventionell intuition. Dessutom vilar den här prediktionen starkt på arbiträra val av jämvikt samt en del orealistiska informationsantaganden som våra standardmodeller bygger på. En sannolikare förklaring är att våra standardmodeller fortfarande saknar essentiella element som kunde hjälpa oss att förstå den uteblivna inflationen (och deflationen).

Sammanfattning

Den gåtfulla inflationsutvecklingen är ett viktigt problem att förstå sig på. I slutändan handlar det om vilken ekonomisk referensram man skall hålla sig till då man fattar penning- och finanspolitiska beslut. Och som exemplen ovan visar kan alternativa förklaringsmodeller ge diametralt motsatta policyföreskrifter, vilket medför att kostnaden av att förlita sig på fel modell kan vara betydande. En ansvarsfull beslutsfattare bör naturligtvis i första hand, och till största delen, förlita sig på väletablerade förklaringsmodeller. Men likaledes skulle det vara ansvarslost att helt förbise de områden där de etablerade modellerna ger prediktioner som avviker kraftigt eller långvarigt från den verkliga utvecklingen. Om man i stället tar dessa avvikelser på allvar kan det i bästa fall leda till nya insikter som utvidgar vår förståelse för hur ekonomin fungerar.

Referenser

Borio, C, Disyatat, P, Juselius, M and Rungcharoenkitkul, P (2017), "Why so low for so long? A longterm view of real interest rates", BIS Working Papers No 685.

Christiano, C, Eichenbaum, M, and Trabandt, M (2017), "On DSGE Models", Northwestern University, 9 November.

Cochrane, J (2018), "Michelson-Morley, Fisher, and Occam: The Radical Implications of Stable Inflation at the Zero Bound", NBER Macroeconomics Annual 32 (1) 113–226, Jonathan A. Parker and Michael Woodford Eds.

Draghi, M (2016), "How central banks meet the challenge of low inflation", speech, 4 February, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160204.en.html>.

Drehmann, M, Juselius, M, and Korinek, A (2018), "Going With the Flows: New Borrowing, Debt Service and the Transmission of Credit Booms", NBER Working Paper No 24549.

International Monetary Fund (IMF) (2013), "The dog that didn't bark: has inflation been muzzled or was it just sleeping", World Economic Outlook, April, Chapter 3.

Juselius, M, C Borio, P Disyatat and M Drehmann (2017): "Monetary policy, the financial cycle and ultralow interest rates", International Journal of Central Banking, vol 13(3), pp. 55–89.

Juselius, M and Takats, E (2018), "The enduring link between demography and inflation", BIS Working Papers No 722.

Yellen, J (2017): "Inflation, uncertainty, and monetary policy", speech, 26 September, www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20170926a.htm.

Summers, L (2018), "The threat of secular stagnation has not gone away", Financial Times, 6 May.

Fotnoter

1) ECB:s inflationsmålsättning är definierad i förhållande till den årliga tillväxten i det så kallade harmoniserade konsumentprisindexet (HICP) i vilket både mat- och energipriser ingår.

2) Genom att hålla sina tillgångar i fysiska pengar (kontanter) kan banker, företag och individer alltid uppnå en ränta på 0 %. På grund av det här är det i praktiken svårt för en centralbank att sänka räntan mycket under den här nivån.

3) Till och med några av vår tids största försvarare av konventionell makroteori är medvetna om det här problemet: "There is overwhelming empirical evidence against this perspective on how consumption decisions are made. First, there is a large literature which tests and rejects the representative consumer Euler equation using aggregate time series data. Second, there is a great deal of empirical micro evidence that a significant fraction of households face binding borrowing constraints.", Christiano et al. (2017), s. 19.

4) Med disinflation avses en situation där inflationsnivån sjunker, medan deflation innebär att inflationen blivit negativ.