

## Svar till Bergh

MIKAEL APEL OCH  
JESPER HANSSON

I *Ekonomisk Debatt* nr 1 2023 lyfter Andreas Bergh frågan om det är dags att omvärdera Riksbankens roll och ställning (Bergh 2023). Här kan det inledningsvis vara värt att framhålla att Riksbanken och penningpolitiken granskas regelbundet. Den politik som Riksbanken har bedrivit utvärderas varje år av riksdagens finansutskott och därutöver ungefär vart femte år av externa experter, på finansutskottets uppdrag. En parlamentariskt sammansatt kommitté ägnade dessutom nyligen ett antal år åt en översyn av det penningpolitiska ramverket och riksbankslagen. I kommitténs uppdrag ingick att bl a att se över penningpolitikens mål och medel, Riksbankens institutionella oberoende och den demokratiska granskningen av Riksbanken och penningpolitiken.<sup>1</sup> Kommitténs arbete utmynnade i en ny riksbankslag som började gälla den 1 januari 2023.<sup>2</sup>

Berghs infallsvinkel är lite annorlunda. Han menar att ett problem är att själva ”principen för penningpolitiken” är felaktig. Den bygger enligt Bergh på en ”modell” där inflationen enbart styrs av efterfrågan i ekonomin. När efterfrågan är hög så stiger inflationen och penningpolitiken stramas då åt för att dämpa både inflationen och aktivitetsnivån i ekonomin. På motsvarande sätt görs penningpolitiken expansiv när efterfrågan och inflationen faller.

Han konstaterar sedan att inflationen inte sällan påverkas även av faktorer

utanför denna modell, låt oss kalla dem utbudsfaktorer. Som exempel tar han den inflationsdämpande effekt som bl a globaliseringen under lång tid hade – en sorts långvarig positiv utbudsstörning – och de mer kortsiktiga negativa utbudseffekter från pandemin och kriget i Ukraina, som har bidragit till att inflationen stigit kraftigt under senare tid.

Bergh menar att det faktum att utbudsfaktorer påverkar priserna i ekonomin är välkänt för de flesta ekonomer, men av någon anledning inte för centralbankerna. Eftersom centralbankerna inte har förstått att inflationen i de två exemplen drivs av just utbudseffekter så har konsekvensen blivit att de har fört en felaktig politik. När globaliseringen bidrog till ett lågt inflationstryck som gjorde att inflationsmålet underskreds så förde de i onödan en expansiv politik för att få upp inflationen till målet. När inflationen nyligen sedan steg kraftigt, enligt Bergh enbart på grund av utbudsfaktorer, så höjdes räntan felaktigt för att få ned den. Hans poäng tycks således vara att penningpolitiken inte bör reagera om inflationen påverkas av utbudseffekter, utan inflationen bör då i stället få bli vad den blir.

Berghs beskrivning av ”principen för penningpolitiken” stämmer dock inte med tankeramen för den inflationsmålspolitik som i dag tillämpas i de flesta länder med egen valuta och rörlig växelkurs. Utbudseffekter är sedan länge en integrerad del av penningpolitisk analys. Oljeprisstegringarna på 1970-talet gjorde det tydligt vilken roll utbudsstörningar spelar för inflationen. Erfarenheterna efter oljekriserna visade att inflationsimpulser från utbudsstörningar kan leda till hög och varaktig inflation om de, som på 1970- och 1980-talen, kombineras med en syste-

### REPLIK

*Mikael Apel* är docent i nationalekonomi och senior rådgivare på avdelningen för penningpolitik vid Sveriges riksbank. [mikael.apel@riksbank.se](mailto:mikael.apel@riksbank.se)

*Jesper Hansson* är doktor i nationalekonomi och före detta chef för avdelningen för penningpolitik vid Sveriges riksbank, från augusti Senior Economist vid Swedbank. [jesper.hansson.lagerberg@gmail.com](mailto:jesper.hansson.lagerberg@gmail.com)

<sup>1</sup> Se Riksbankskommitténs slutbetänkande *En ny riksbankslag* SOU 2019:46 och Regeringens proposition (2021/22:41) *En ny riksbankslag*.

<sup>2</sup> Lagen (2022:1568) om Sveriges riksbank (riksbankslagen).

matiskt alltför expansiv politik som tillåter inflationen att bita sig fast.

Förenklat kan man beskriva det som att centralbanken genom penningpolitiken bidrar till att hålla ekonomins samlade efterfrågan nära utbudet. Växer utbudet varaktigt långsammare anpassas penningpolitiken för att dämpa efterfrågan och vice versa. Om man inte gör det uppstår överefterfrågan med snabbare prisökningstakt som följd. Allmänheten kan då ifrågasätta inflationsmålets trovärdighet vilket riskerar att starta en uppåtgående pris- och lönespiral.

Det är också välkänt att utbudsstörningar ofta ställer centralbanker inför större problem än förändringar i efterfrågan, eftersom effekten på produktionen och inflationen går åt motsatt håll. Vid en negativ utbudsstörning minskar aktivitetsnivån i ekonomin samtidigt som inflationen stiger. En politik som dämpar inflationen förstärker då den försvagning av aktiviteten i ekonomin som störningen i sig redan orsakat. Vid en positiv utbudsstörning, då produktionen ökar samtidigt som inflationen dämpas, kan i stället inflationen föras tillbaka till målet med en expansiv politik som ökar efterfrågan, utan att ekonomin riskerar att överhettas.

Avvägningarna för penningpolitiken vid utbudsstörningar blir alltså andra och ofta svårare än då efterfrågeförändringar driver inflationen. Men det finns inget som säger att det bästa för ekonomin är att centralbanken alltid förhåller sig helt passiv och inte reagerar alls. I den meningen gäller Berghs kritik inte specifikt den penningpolitik som riksbanken har bedrivit, utan hela den tankeram som styrt penningpolitiken världen över i några decennier.

I dagens situation med utbudsbe-gränsningar orsakade av krig, pandemi och protektionism vore det självfallet bäst med kraftfulla politiska åtgärder som direkt påverkade utbudet. Men det är inte särskilt sannolikt att så sker,

åtminstone inte i närtid. Att då låta inflationen stiga okontrollerat och skapa osäkerhet om den framtida prisutvecklingen genom att inte agera med penningpolitiken gagnar inte ekonomins utveckling på längre sikt.

Inflationsmålpolitiken bygger på att inflationsmålet ska förankra inflationsförväntningarna och därmed utgöra ett riktmärke för pris- och lönebildningen i ekonomin. Det baseras på en övertygelse bland ekonomer och politiska beslutsfattare såväl internationellt som i Sverige att ekonomin i längden då fungerar bättre. Den utveckling vi har haft i Sverige sedan målet infördes 1993 tyder på att så också är fallet. Inflationsmålpolitiken innebär inte att inflationen alltid ska ligga på två procent, vilket förstås heller inte är möjligt. Men den innebär att inflationen inte kan tillåtas avvika från målet under alltför långa perioder. Aktörerna i ekonomin kan då börja förvänta sig att någon annan nivå på inflationen kommer att vara den normala i ekonomin, eller att det kanske inte ens finns någon normal nivå, utan inflationen i stället driver omkring. För att förhindra detta behöver centralbanken agera för att få inflationen tillbaka till målet. Det faktum att förtroendet för målet ska upprätthållas tar sig i riksbankslagen uttryck i att andra hänsyn kan tas först om detta inte åsidosätter prisstabilitetsmålet. Lagen säger också att inflationsmålet kan ändras om riksdagen godkänner en ändring som Riksbanken föreslår. Tills vidare finns dock ett uttalat politiskt stöd för den nuvarande preciseringen av målet, dvs en årlig förändring av KPIF med två procent.

Vi tror att Berghs uppfattning om principerna för penningpolitiken är ganska ovanlig bland policyinriktade ekonomer. Både Federal Reserve och den Europeiska centralbanken gjorde för ett par år sedan översyner av sina strategier utan att detta ledde till några stora förändringar av de principer vi

redogjort för här. Det gjorde inte heller utredningen av den svenska riksbankslagen. Dessa översyner gjordes förvisso före uppgången i inflationen efter pandemin. Men ett senare exempel på uppslutningen kring principerna är när John Hassler, professor vid Stockholms universitet, i maj 2022 opponerade på Riksbankens årliga rapport *Redogörelse för penningpolitiken* vid en utfrågning i finansutskottet. Angående den då stigande inflationen konstaterade han att en viktig uppgift för penningpolitiken ”är att se till att en sådan här utbudschocks inflationsimpuls inte får fäste i ekonomin. Då är det viktigt att agera innan inflationsförväntningarna börjar stiga och permanentas på en högre nivå. Har de gjort det är vi i den situation som vi var i på 70-talet. Då är det väldigt svårt att komma ur detta.”<sup>3</sup>

Förväntningarna i ekonomin är alltså viktiga. Det gäller inte bara när inflationen är mycket hög, som i dag, utan också när inflationen är mycket låg, som den var tidigare. Det har implikationer för den period med låg inflation som Bergh tar upp. Det var under lång tid svårt för centralbankerna i många länder att få upp inflationen till målet, trots att styrräntorna var mycket låga. Det fanns allvarliga farhågor om att inflationen skulle permanentas på en nivå under målet.

Ett problem som i så fall skulle uppstå är att utrymmet för penningpolitiken att sänka styrräntan för att stimulera ekonomin skulle bli mindre i framtiden. Styrräntan skulle i genomsnitt vara så låg att den redan tidigt i en avmattning skulle nå den nivå där den inte kan sänkas mer – det som kallas styrräntans effektiva nedre gräns. Eftersom detta innebär att penningpolitiken

inte kan bli så expansiv som den skulle behöva vara så skulle styrräntan komma att ligga vid den nedre gränsen under längre perioder. Nollräntor eller negativa räntor skulle alltså bli vanligare om förtroendet för inflationsmålet på två procent inte skulle kunna upprätthållas. De förändringar som ändå gjordes i de strategiöversyner av Fed och ECB som vi nämnde tidigare syftade till att hantera detta problem.

Det är också de tankegångarna som ligger bakom den debatt som förs internationellt om att inflationsmålet egentligen borde vara högre, eftersom många menar att även ett mål på två procent ger för litet utrymme att sänka räntan när behov uppstår. Som vi konstaterat skulle det penningpolitiska utrymmet vara ännu mindre om den normala inflationen i ekonomin vore ännu lägre. Under den period då inflationstrycket i världen var lågt fanns det alltså goda skäl att föra en expansiv penningpolitik som såg till att inflationsförväntningarna i ekonomin höll sig förankrade vid två procent. Som Bergh konstaterar har en höjning av inflationsmålet nyligen föreslagits av exempelvis Calmfors m fl (2022). Till skillnad från Bergh ser de således en alltför låg genomsnittlig inflation som ett problem. En del ekonomer tror att vi relativt snart kommer att återvända till en lågräntemiljö eftersom den globala reala jämviktsräntan sannolikt ligger kvar på en låg nivå.<sup>4</sup> Diskussionen om den lämpliga nivån på inflationsmålet kan då komma att bli aktuell igen.

En andra fråga som inlägget tar upp handlar om vad Bergh kallar ”Riksbankens uppburna ställning”. En hypotes han för fram här är att makroekonomer drar sig för att kritisera Riksbanken av karriärhänsyn. Genom att hålla inne med

<sup>3</sup> Öppen utfrågning om Riksbankens redogörelse för penningpolitiken 2021, Rapport från riksdagen (2021/22:RFR15), [https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/rapport-fran-riksdagen/oppen-utfragning-om-riksbankens-redogorelse-for\\_H9oWRFR15](https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/rapport-fran-riksdagen/oppen-utfragning-om-riksbankens-redogorelse-for_H9oWRFR15).

<sup>4</sup> Se t ex Blanchard (2022).

kritik ökar deras möjligheter att komma i fråga till Riksbankens direktion, tjänster som är välbetalda i förhållande till många andra inom svensk statsförvaltning.

Det är dock inte Riksbanken själv som utser direktionsledamöterna. Det gör riksbanksfullmäktige, vars elva ledamöter i sin tur utses av riksdagen. Riksbanksfullmäktige beslutar också om direktionsledamöternas löne- och anställningsvillkor. Det är därför svårt att se varför en väl underbyggd kritik mot det sätt penningpolitiken bedrivs skulle utgöra ett hinder för en anställning, särskilt inte om kritiken skulle avspegla en utbredd uppfattning. Givet att det bara är sex personer som sitter i direktionen (och det ska bli fem framöver) så framstår det ju också som ett extremt stort risktagande att inrikta sin verksamhet och argumentation på att försöka bli utsedd till direktionsledamot. Vi har svårt att tro att någon skulle vilja agera på det sättet.

Det är heller inte speciellt ovanligt att makroekonomer kritiserar den politik Riksbanken har bedrivit. Exempelvis har många hävdad att Riksbanken fortsatte med köpen av värdepapper onödigt länge efter pandemin och att Riksbanken inte borde ägna sig åt värdepap-

persköp annat än under uppenbara kris-tider. Däremot är det sällsynt att makroekonomer kritiserar de grundläggande principerna för inflationsmålspolitiken som sådan, på det sätt Bergh gör i sitt inlägg. Som vi argumenterat ovan tror vi att detta beror på att de flesta policyinriktade ekonomer ser inflationsmålspolitiken som ett ganska bra ramverk för penningpolitiken, som har varit till nytta för svensk ekonomi.

Inga penningpolitiska ramverk varar för evigt. Den praktiska utformningen av inflationsmålspolitiken har förändrats i flera avseenden sedan den infördes i Sverige 1993. I sinom tid kommer kanske större förändringar att ske och inflationsmålspolitiken överges för något som uppfattas som bättre. Men för detta krävs betydligt mer övertygande argument än de i Berghs inlägg.

## REFERENSER

- Bergh, A (2023), "Dags att omvärdera Riksbankens roll och ställning?", *Ekonomisk Debatt*, årg 51, nr 1, s 81–84.
- Blanchard, O (2022), *Fiscal Policy under Low Interest Rates*, MIT Press, Cambridge MA.
- Calmfors, L, J Hassler och A Seim (2022), "Samspel för stabilitet – en ESO-rapport om rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik", ESO-rapport 2022:3.