

Visst påverkar utlandet svensk inflation

– kommentar till Andersson och Jonung

SUNE KARLSSON OCH
PÄR ÖSTERHOLM

I föregående nummer av *Ekonomisk Debatt* återfinns ett inlägg rörande den svenska Phillipskurvan och dess implikationer för svensk penningpolitik skrivet av Fredrik N G Andersson och Lars Jonung (2020). Författarna reser i inlägget ett antal intressanta frågor, där vissa är relaterade till den analys som vi genomfört på detta område (Karlsson och Österholm 2020). Andersson och Jonung gör en stor poäng av Sveriges internationella beroende. Vi är eniga med dem att man i mycket analysarbete måste beakta det faktum att Sverige är en liten öppen ekonomi. Samtidigt menar vi att Andersson och Jonung i vissa hänseenden drar väl långtgående slutsatser i sitt inlägg.

Phillipskurva eller en fullödlig modell för svensk inflation?

Låt oss inledningsvis bemöta Anderssons och Jonungs kritik av att vi i vår analys fokuserar på svenska data. Kritiken baseras i mångt och mycket på en argumentation om att "... det internationella beroendet är centralt för att förstå den svenska pris- och lönebildningen. Att söka ett samband mellan enbart den inhemska inflationen och den inhemska arbetslösheten riskerar därför att ge en missvisande bild" (Andersson och Jonung 2020, s 76). Att utvecklingen utomlands är viktig för en liten öppen ekonomi som den svenska kan vi bara

instämna i. Här kan det noteras att i den mer omfattande analys som finns i den artikel (Karlsson och Österholm 2019) som ligger till grund för vårt inlägg i *Ekonomisk Debatt* (Karlsson och Österholm 2020) så har vi skattat modeller som i viss mån beaktar detta; exempelvis inkluderas BNP-gapet i USA i en av modellerna.

Vi vill dock poängtera att det är viktigt att beakta syftet med den analys som genomförs. Vi ville i vår analys studera Phillipskurvan. "Phillipskurvan" är förvisso inte ett entydigt definierat begrepp, men vi lade vårt fokus på en bivariat reducerad form där inflation och arbetslöshet utgjorde grunden. Anledningen till detta är att en bivariat analys ligger nära Phillips (1958) ursprungliga arbete,¹ men även att det typiskt sett är ett bivariat samband som det refereras till när Phillipskurvan diskuteras mer generellt ur ett policyperspektiv.² Ett sådant bivariat samband är knappast den bästa modellen om man på ett detaljerat sätt vill beskriva den svenska inflationen. Men vår mening var heller aldrig att ta fram den bästa modellen utan just att studera den bivariata relationen och huruvida förändringar i denna relation kan ses som en bidragande faktor till den utveckling för inflationen som vi sett det senaste decenniet. Det kan också noteras att det inte finns något grundläggande motsatsförhållande mellan en Phillipskurva baserad på bara svenska variabler och att svensk konjunktur eventuellt i inte försumbar grad drivs av utlandet. En stiliserad tanke bakom Phillipskurvan är att svensk arbetslöshet påverkar löneinflationen vilket i sin tur påverkar prisinflationen; det sambandet är ju relevant även om den svenska arbetslösheten i sin tur huvudsakligen skulle bestämmas av utländska faktorer.

¹ Phillips (1958) använde dock löneinflation snarare än prisinflation i sin banbrytande analys.

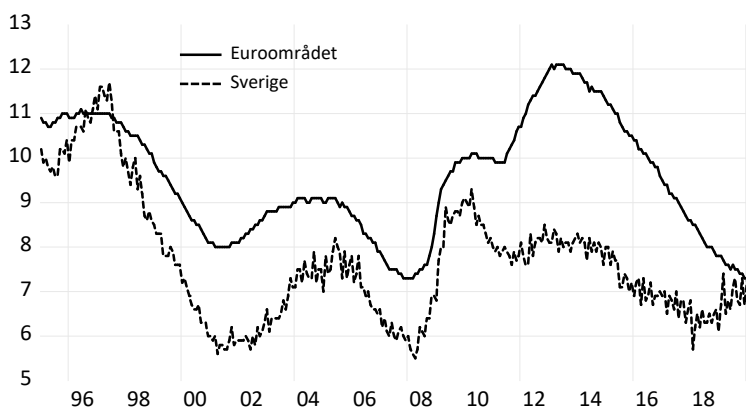
² Se t ex Jansson (2017). Vår analys ligger även i linje med den definition av Phillipskurvan som Clark and McCracken (2006, s 1127), använder, nämligen "... en modell som relaterar inflation till arbetslöshetsgraden, BNP-gapet eller resursutnyttjande" [egen översättning].

SLUTREPLIK

Sune Karlsson är professor i statistik vid Handelshögskolan vid Örebro universitet. Hans forskning är inriktad på bayesiansk ekonometri och tidsseriesanalys, modellval och prognoser.
sune.karlsson@oru.se

Pär Österholm är professor i national ekonomi vid Handelshögskolan vid Örebro universitet och gästforskare vid Konjunkturinstitutet. Hans forskning är huvudsakligen inriktad på makrofinans, prognoser och penningpolitik.
par.osterholm@oru.se

Figur 1
Arbetslöshetsgrader



Anm: Månadsdata.

Källa: Macrobond.

Sveriges beroende av omvärlden

Frågan om vad analysen syftar till leder oss in på det empiriska arbete Andersson och Jonung redovisar. Att utländska faktorer spelar roll för svensk inflation är högst rimligt och att de finner att arbetslösheten i euroområdet är statistiskt signifikant i sina regressioner är inte särskilt överraskande. Figur 1 visar arbetslösheten i euroområdet och Sverige mellan januari 1995 och mars 2020. Denna visar tydligt att den svenska konjunkturen samvarierar påtagligt, men inte perfekt, med den i euroområdet.

Samtidigt menar vi att om syftet med Anderssons och Jonungs analys är att påvisa att det är konjunkturen i euroområdet som *bestämmer* den svenska inflationen så finns det ett och annat att önska. Deras regressionsmodell är en synnerligen sparsmakad specifikation och vi anser inte att resultaten från skattningarna kan ses som fullgod motivering för deras slutsatser. Vi anser givetvis också att euroområdet är mycket viktigt för svensk ekonomi. Men om man verkligen vill prata om underliggande drivkrafter och bestämningsfak-

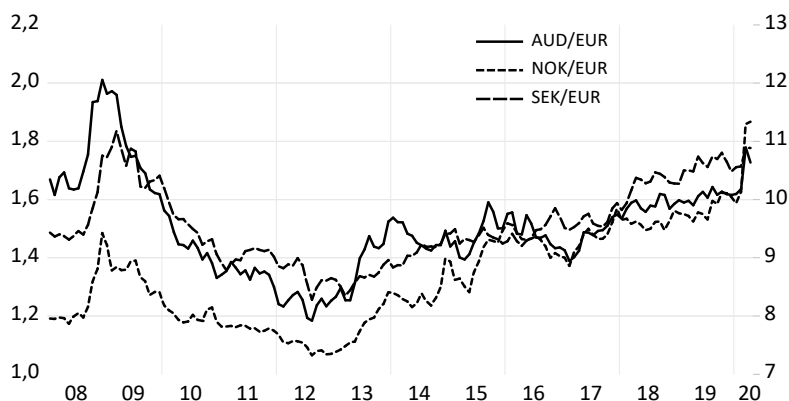
torer så bör den bakomliggande analysen vara mer rigorös än den som Andersson och Jonung erbjuder. Dessutom är omvärlden mer än euroområdet.³ Hur vet vi t ex att det i själva verket inte är konjunkturen i USA som driver utvecklingen i såväl euroområdet som Sverige?

Omvärlden och Riksbankens penningpolitik

När det gäller Anderssons och Jonungs slutsatser för penningpolitiken finns det delar vi håller med om men det finns också ett antal punkter där vi har en avvikande ståndpunkt.

För det första delar vi inte Anderssons och Jonungs bild att Riksbanken överhuvudtaget inte kan påverka den svenska inflationen. Vi instämmer förvisso i deras påstående att vi har "... förlorat delar av vårt penningpolitiska oberoende till elefanten" (s 78). Den höga ekonomiska integrationen mellan Sverige och euroområdet – vilken bl a manifesteras i den tydliga samvariation som konjunkturen har i de två ekonomierna – innebär att Riksbankens möjligheter att sätta en styrränta som radikalt av-

³ Till exempel kan det noteras att fyra av de sex viktigaste länderna för svensk varuexport 2019 inte var medlemmar i euroområdet. Dessa var Norge (1), USA (3), Danmark (5) och Storbritannien (6); ländernas ranking ges inom parenteser ().



Figur 2
Växelkurser

Anm: Månadsdata, genomsnitt. AUD/eur ges på vänster axel. NOK/eur och SEK/eur ges på höger axel.

Källa: Macrobond.

viker från ECB:s nog i praktiken är begränsade. Men detta är ju något annat än att svensk inflation bestäms helt i euroområdet och att det är irrelevant vad Riksbanken gör. Pondera att Riksbanken 2012 till 2015 hade höjt räntan upp mot en "normalnivå" på säg fyra procent i stället för att, som man faktiskt gjorde, sänka den så att den blev negativ. Det förefaller extremt osannolikt att detta inte skulle ha medfört att resursutnyttjandet och inflationen i Sverige skulle ha blivit lägre än vad som nu blev fallet. Rimligen är inte svensk konjunktur och prisbildning oberoende av svensk penningpolitik.

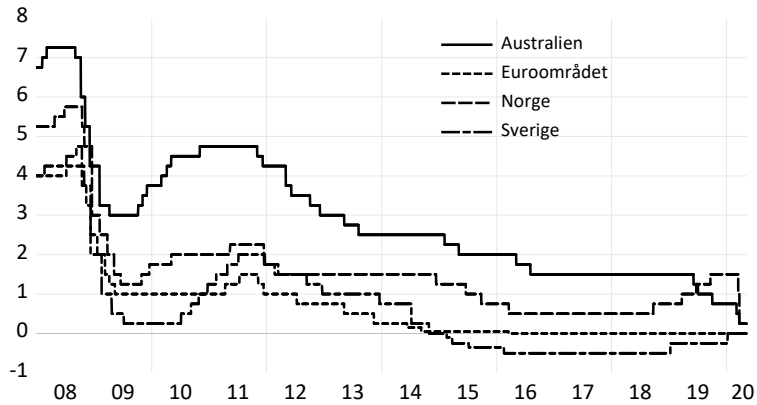
För det andra vill vi poängtera att även om den förda penningpolitiken inte har varit oproblematisk så är den inte heller roten till allt ont. Till exempel så är det inte osannolikt att den har bidragit till den svaga kronan, men när Andersson och Jonung slår fast att den svenska kronans försvagning beror på att Riksbankens styrränta har varit lägre än ECB:s så gör de det väl enkelt för sig och utan att ha övertygande bevis. Detta kan illustreras genom två motexempel.

Figur 2 visar växelkurserna för den australiska dollarn (AUD), norska kronan (NOK) och svenska kronan (SEK) mot euron (EUR). Som framgår av figuren har alla dessa tre små öppna ekonomiers valutor trendmässigt försvagats sedan hösten 2014, dvs den tidpunkt när reporäntan blev lägre än ECB:s styrränta. Men som vi kan se i figur 3 så har styrräntorna i både Australien och Norge under denna period varit påtagligt högre än den i euroområdet. Andra faktorer än skillnad i styrränta måste alltså rimligen spela roll för växelkursens utveckling.

För det tredje så menar vi att Riksbanken inte bör "luta sig mot vinden" och motverka högre bostadspriser genom att sätta en högre reporänta än vad som är motiverat av stabiliseringspolitiska skäl. Denna ståndpunkt beror inte på att vi anser att höga bostadspriser och hög skuldsättning hos hushållen är oproblematiskt utan på att reporäntan är ett alltför trubbigt verktyg – som kostar mer än det smakar – att använda i detta sammanhang.⁴ Anderssons och Jonungs inställning till denna sorts politik är

⁴ Litteraturen på detta område är dock inte enig rörande huruvida intäkterna eller kostnaderna av att "luta sig mot vinden" är störst; se t ex Internationella valutafonden (2015), Gourio m fl (2016) och Svensson (2017) för några exempel där de båda ståndpunkterna representeras.

Figur 3
Styrräntor



Anm: Dagsdata.
Källa: Macrobond.

dock i viss mån förståelig; om man likt dem menar att det inte finns några effekter på vare sig inflation eller realekonomi av en högre reporänta så kan man ju lika gärna sätta den högt.

Diskussion om penningpolitiken behövs

Vi har under det senaste decenniet sett en låg inflation i många OECD-länder och orsakerna bakom detta råder det på intet sätt enighet om. Det faktum att utvecklingen har varit liknande i så många länder och områden pekar dock på att delar av förklaringen står att finna i internationella faktorer. Ofta förekommande förklaringar innefattar bl a globalisering och digitalisering; se t ex Bianchi och Civelli (2015) och Auer m fl (2017). Vi är med andra ord eniga med Andersson och Jonung om att den internationella utvecklingen är viktig för Sverige. Vi kan dock också notera att vi inte håller med om vissa av deras analyser, slutsatser eller vad de penningpolitiska implikationerna är.

Avslutningsvis vill vi även påpeka att det är bra att Andersson och Jonung bidrar till att penningpolitiken diskuteras. Den ekonomiska nedgång som föl-

jer i coronapandemins spår riskerar att bli såväl djup som långvarig och det är rimligt att anta att den konventionella penningpolitiken kommer att vara påtagligt begränsad under en lång period framgent. Samtidigt har Riksbanken vidtagit nya okonventionella penningpolitiska åtgärder i samband med coronapandemin och Riksbankens direktion förefaller dessutom – i ljuset av den förändring av Riksbankslagen som vi står inför – förespråka att Riksbanken ska ha extremt fria tyglar och så få restriktioner som möjligt rörande de åtgärder de kan vilja sätta in.⁵ En levande penningpolitisk debatt är således mer nödvändig än på länge.

REFERENSER

Andersson, F N G och L Jonung (2020), "Den svenska Phillipskurvan är internationell – vad betyder detta för Riksbanken?", *Ekonomisk Debatt*, årg 48, nr 4, s 74–81.

Auer, R, C Borio och A Filardo (2017), "The Globalization of Inflation: The Growing Importance of Global Value Chains", BIS Working Papers 602, Basel.

Bianchi, F och A Civelli (2015), "Globalization and Inflation: Evidence from a Time Varying VAR", *Review of Economic Dynamics*, vol 18, s 406–433.

⁵ Se *Dagens Nyheter* (2020) för en debattartikel som ger en översikt och Sveriges riksbanks (2020) remissvar för mer detaljer.

- Clark, T E och M W McCracken (2006), "The Predictive Content of the Output Gap for Inflation: Resolving In-Sample and Out-of-Sample Evidence", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol 38, s 1127–1148.
- Dagens Nyheter* (2020), "Föreslagna riksbankslagen försvårar snabb krishantering", 16 april 2020.
- Gourio, F, A K Kashyap och J Sim (2016), "The Tradeoffs in Leaning against the Wind", *IMF Economic Review*, vol 76, s 70–115.
- Internationella valutafonden (2015), "Monetary Policy and Financial Stability", IMF Policy Papers, september 2015, Washington.
- Jansson, P (2017), "Den penningpolitiska idédebatten – lärdomar från utvecklingen i Sverige", tal på Fores, Stockholm, 6 december 2017, http://www.riksbank.se/globalassets/media/tal/svenska/jansson/2017/tal_jansson_171206_sve.pdf.
- Karlsson, S och P Österholm (2019), "A Note on the Stability of the Swedish Phillips Curve", under utgivning i *Empirical Economics*.
- Karlsson, S och P Österholm (2020), "Sambandet mellan arbetslöshet och inflation i Sverige", *Ekonomisk Debatt*, årg 48, nr 1, s 7–19.
- Phillips, A W (1958), "The Relationship between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom 1861–1957", *Economica*, vol 25, s 283–299.
- Svensson, L E O (2017), "Cost-Benefit Analysis of Leaning against the Wind", *Journal of Monetary Economics*, vol 90, s 193–213.
- Sveriges riksbank (2020), *Remissvar om betänkandet En ny riksbankslag*, SOU 2019:46.