

Vilket mål för penningpolitiken förordar Andersson och Jonung?

JESPER HANSSON

REPLIK Andersson och Jonung (2023) presenterar en delvis ny förklaring till kronans försvagning mot euron 1999–2022. De finner att relativ prisnivå jämfört med euroområdet inte har förändrats påtagligt under denna period. Kronan har alltså inte försvagats i reala termer. De flesta av tidigare studier av real växelkurs (relativ prisnivå) har dock använt andra mått som baseras på relativ KPI/HIKP. Dessa mått ger en annan bild med en trendmässig försvagning (allt lägre relativ prisnivå) under 2000-talet.¹ Vilken bild av verkligheten är mest realistisk?

Andersson och Jonung använder den s k PPP-växelkursen för att illustrera hur den relativa prisnivån i Sverige utvecklas. Måttet är den av OECD och Eurostat beräknade *purchasing power parity* (PPP) för BNP. Det visar den växelkurs som skulle inneburit samma pris mätt i gemensam valuta för de produkter som ingår i BNP.² Deras figur 2 redovisar både faktisk växelkurs och PPP-växelkursen för kronan mot euron. Relativ prisnivå beräknas som kvoten mellan PPP-växelkurs och faktisk växelkurs. Relativ prisnivå var exempelvis låg

(real växelkurs svag) 2009 när kronan försvagades under finanskrisen.

PPP-växelkursen beräknas med syftet att just jämföra prisnivåer mellan länder, men det finns betydande osäkerhet i resultaten och metodologiska utmaningar i beräkningarna. Man kan dock även jämföra löner som i någon mening är lättare att beräkna. Andersson och Jonung visar att löner uttryckt i euro långsiktigt utvecklats i samma takt i Sverige, Finland och Tyskland.³ Det styrker, men är inget bevis för, att real växelkurs beräknad med PPP:er ger en rimligare verklighetsbeskrivning än real växelkurs beräknad med HIKP.

Jag delar slutsatsen att den rimligaste verklighetsbeskrivningen är att Sveriges relativa pris- och löneläge jämfört med euroområdet i genomsnitt inte har förändrats särskilt mycket under 2000-talet. Nominell växelkurs har försvagats samtidigt som Sverige har haft en snabbare pris- och löneökningstakt än euroområdet, även om det inte syns i de vanliga inflationsmåten HIKP eller KPIF.⁴ Rimligen beror denna av penningpolitiken eftersom etablerad teori och empiri talar för att penningpolitiken (möjligen i kombination med finanspolitiken) bestämmer inflationen på lång sikt. Troligen krävs det en annan penningpolitik för att kronan trendmässigt ska börja förstärkas mot euron.

Men nu kommer också min kritik av Andersson och Jonung. De förklarar inte hur och med vilket mål Riksbanken i så

¹ Belfrage (2021) och Belfrage m fl (2023) analyserar kronans utveckling enligt flera olika mått.

² Resultaten blir snarlika om man använder PPP:er för hushållens konsumtionsutgifter. Detta mått har mer direkt koppling till inflationsmålet som ju är formulerat i termer av konsumentpriser.

³ Svenska löntagare har alltså inte haft en sämre utveckling av sin internationella köpkraft än löntagarna i Finland och Tyskland. I den svenska debatten verkar det finnas många som tror att det hade varit möjligt att hålla kronans växelkurs stabil mot euron och samtidigt ha en betydligt högre löneökningstakt än i euroområdet utan att det skulle ha haft konsekvenser för sysselsättningen.

⁴ Under perioden 2000–22 ökade HIKP i genomsnitt med 1,8 procent i Sverige och 2,0 procent i euroområdet. Riksbankens målvariabel KPIF ökade lika snabbt som HIKP under denna period.

Jesper Hansson är doktor i nationalekonomi och Senior Economist vid Swedbank.
jesper.hansson@swedbank.se

fall skulle agera. Det är inte sannolikt att den trendmässiga försvagningen skulle ha sett radikalt annorlunda ut bara för att Riksbanken skulle ha haft en mer flexibel tolkning av inflationsmålet med en något högre styrränta och mindre tillgångsköp sedan 2012. Varför skulle man uthålligt ha gjort det när inflationen envist var lägre än två procent? Man skulle ha behövt ha ett annat, lägre inflationsmål för att trovärdigt kunna uppnå en lägre prisökningstakt och därmed förenlig starkare nominell växelkurs.

Går det genom att finjustera inflationsmålet uppnå en stabil nominell växelkurs? Den relativa prisnivån mellan länder (real växelkurs) bestäms enligt standardteorin av reala, s k fundamentala, faktorer som ekonomiskt välstånd, produktivitet och *terms-of-trade*. Inflationsmål bestämmer prisutvecklingen i de olika länderna och nominell växelkurs anpassar sig på lång sikt så att relativ prisnivå blir förenlig med de fundamentala faktorerna. Under 2000-talet har de fundamentala faktorerna haft en snarlik utveckling i Sverige och euroområdet så det är inte orimligt att det relativa prisläget är ungefär oförändrat. Andersson och Jonung tolkar det som att köpkraftsparitetsteorin är en bra beskrivning av verkligheten. Men etablerad teori och empiri ger vid handen att real växelkurs inte är stationär (konstant) annat än undantagsvis. Hela poängen med rörlig växelkurs är att den ska bidra till en smidig anpassning av det relativa pris- och kostnadsläget (real växelkurs) till den jämvikt som utvecklingen i de fundamentala variablerna motiverar.

Min tolkning är att Riksbanken när den valde inflationsmål tänkte sig att inflationen skulle hamna på ungefär samma nivå som i vår närmaste omvärld och att kronan inte trendmässigt skulle

försvagas, åtminstone om inte fundamentala faktorer motiverar en annan utveckling. Men det förutsätter så klart att inflationsmålet, både i teori och praktik, är detsamma som i omvärlden. Det var bl a därför man valde att formulera det i termer av konsumentprisindex och valde nivån två procent. Men för att växelkursen ska bli stabil krävs också att man mäter KPI på samma sätt i Sverige som i omvärlden.

Det finns indikationer på att inflationsmätningarna för KPI och HIKP i Sverige och flera länder i euroområdet inklusive Tyskland inte är helt jämförbara.⁵ Enligt HIKP faller exempelvis priserna på mobiltelefoner betydligt snabbare i Sverige än i Tyskland, vilket inte verkar vara en särskilt trolig beskrivning av verkligheten. Det dämpar den uppmätta konsumentprisutvecklingen i Sverige påtagligt.

Metoderna för beräkning av KPI utvecklas hela tiden i både Sverige och andra länder. Centralbanker, inklusive Riksbanken, brukar inte ta hänsyn till detta utan är nöjda med att det nominella ankaret, inflationsmålet, formuleras i termer av ett allmänt accepterat mått. De är väl medvetna om att man ändå inte kan kontrollera inflationen exakt. Riksbanken noterade exempelvis 2004 att förändrade beräkningsmetoder för inflationstakten skulle innebära att den uppmätta inflationen fr o m 2005 skulle bli ca 0,2 procentenheter lägre än med tidigare metod, men man valde att inte ändra inflationsmålet.⁶ I praktiken höjdes då inflationsmålet i Sverige med 0,2 procentenheter. Konjunkturinstitutet beskrev de långsiktiga konsekvenserna av detta "... innebär i princip att inhemska priser och löner på sikt kommer att öka 0,2 procentenheter snabbare per år medan nominella räntor blir motsvarande högre och växelkursens utveck-

⁵ Se Tyskland (2020).

⁶ Se Sveriges riksbank (2004).

ling motsvarande svagare”.⁷ Så länge som metodförändringar inte påverkar den övergripande trovärdigheten för inflationsmålet bör inte den reala utvecklingen påverkas och därmed behöver inte centralbankerna justera sina inflationsmål.

Vad menar då Andersson och Jonung att Riksbanken borde göra? De avslutar artikeln med ”Ska kronan bli starkare krävs en omläggning av penningpolitiken i Sverige” (s 23). Många läsare inklusive undertecknad uppfattar nog artikeln som en önskan om att så ska ske, men Andersson och Jonung ger ingen konkret vägledning till hur det skulle gå till. Min slutsats av deras analys är att inflationsmålet måste sänkas, kanske till en procent, men är det vad Andersson och Jonung förespråkar?

När Sverige och flera andra länder införde inflationsmål var det för att skapa en stabilare utveckling av penningvärdet inom landet. Det är det viktigaste för konsumenter och företagare i landet. Konsumentprisindex ansågs vara det bäst lämpade prismåttet att målsätta även om beräkningsmetoderna inte är fullständigt harmoniserade mellan länder.

Reala fundamentala faktorer som påverkar långsiktig jämviktsnivå för det relativa pris- och löneläget ska inte påverka inflationen i denna regim, nominell växelkurs får anpassa sig. Tillfälliga störningar till inflationen i Sverige kommer att påverka prisnivån långsiktigt – Riksbanken har ju inget prisnivåmål.

På lång sikt kommer denna påverkan på prisnivån, i den mån utvecklingen skiljer sig från omvärldens, även påverka nominell växelkurs.

Sammanfattningsvis finns det många olika anledningar till att nominell växelkurs inte kan förväntas vara stabil mellan länder som tillämpar penningpolitik med ett inflationsmål. Det är priset man får betala för att kunna stabilisera inflationen (och efterfrågan) inom landet. Även andra små länder med inflationsmål har fått uppleva både volatilitet och trendmässig förändring i värdet av deras nominella växelkurs. Det tycks dock inte orsaka lika mycket debatt som i Sverige.

REFERENSER

Andersson, FNG och L Jonung (2023), ”Varför är svenska kronan så svag mot euron?”, *Ekonomisk Debatt*, årg 51, nr 5, s 12–23.

Belfrage, C-J (2021), ”Kronans reala utveckling i ett längre perspektiv”, *Penning- och Valutapolitik*, nr 2, s 46–66, Sveriges riksbank, Stockholm.

Belfrage, C-J, J Hansson och A Vredin (2023), ”Hur ska man se på kronans utveckling?”, *Ekonomisk kommentar*, nr 3, Sveriges riksbank, Stockholm.

Konjunkturinstitutet (2004), ”Metodmässiga förändringar i beräkningen av inflationen och KPI”, fördjupning i *Konjunkturläget*, juni 2004.

Sveriges riksbank (2004), ”Ändrade beräkningsmetoder för inflationstakten”, fördjupning i *Inflationsrapport 2004:2*.

Tysklind, O (2020), ”Kvalitetsjusteringar och internationella prisjämförelser”, Staff memo, januari 2020, Sveriges riksbank, Stockholm.

⁷ Se Konjunkturinstitutet (2004).