

Penningpolitik i forskningen och den allmänna debatten

MIKAEL APEL OCH PER JANSSON

Penningpolitiken diskuteras nästan dagligen i dagspress och andra medier. Ett förhållande som många kanske inte är medvetna om – men som är värt att uppmärksamma i större utsträckning än vad som varit fallet – är att det ofta är stor skillnad mellan hur man ser på penningpolitiken i den mediala rapporteringen och debatten och hur man ser på den inom forskningen och den faktiska politiken. Det kan gälla helt centrala aspekter som de förutsättningar under vilka penningpolitiken bedrivs, varför Riksbanken har den uppgift den har och ibland t o m vilken uppgift den är.

Det ramverk och den lagstiftning som styr penningpolitiken baseras på huvudfåran i forskningen. Nationalekonomi är ingen exakt vetenskap, som fysik, kemi och matematik. Men på samma sätt som inom andra samhällsvetenskaper finns det inom national ekonomin i varje tidpunkt en kärna av kunskap som de flesta som forskar i ämnet är överens om. Den förändras då och då när nya insikter slår igenom, men under ganska långa perioder är kunskapskärnan oförändrad.¹

En central del i denna kärna är att en ekonomi fungerar bättre med ett inflationsmål som riktmärke för pris- och lönebildningen – att det finns vad man brukar kalla ett nominellt ankare. Det faktum att utvecklingen i Sverige har varit bättre under perioden med infla-

tionsmål än under perioden dessförinnan, inte minst i termer av reallöneutveckling, är ett exempel på att så är fallet. Om man tillåter att inflationen blir hög och detta sätter sig i förväntningarna så måste man dessutom förr eller senare ta i väldigt kraftigt för att få ned den, vilket för med sig stora realekonomiska kostnader.²

Riksbankens främsta penningpolitiska uppgift är därför att genom inflationsmålet upprätthålla ett nominellt ankare för svensk ekonomi. Om avvikelserna från målet blir långvariga kan aktörerna i ekonomin börja förvänta sig att någon annan nivå på inflationen kommer att vara den normala, eller att det kanske inte ens finns någon normal nivå, utan inflationen i stället tillåts driva omkring lite hur som helst. Uppgiften har formulerats ännu lite tydligare i den nya riksbankslag som trädde i kraft i januari i år. Där framgår att målet är att upprätthålla låg och stabil *inflation* (tidigare var formuleringen ”ett fast penningvärde”), att prisstabilitet går före stabilisering av realekonomin om det skulle uppstå en konflikt dem emellan och att preciseringen av inflationsmålet framöver måste vara godkänt av riksdagen. I samband med att lagen tillkom uttalade regeringen sitt stöd för den nuvarande preciseringen att den årliga inflationen mätt med KPIF (konsumentprisindex med fast ränta) ska uppgå till två procent. Det bör således inte råda någon tvekan om vilken Riksbankens huvuduppgift är.

Riksdagen utvärderar, via finansutskottet, varje år hur penningpolitiken har bedrivits. I år gjordes utvärderingen genom att Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet vid Stockholms universitet (CeMoF) gavs i uppdrag

INLÄGG

Mikael Apel är docent i nationalekonomi och senior rådgivare vid Riksbankens avdelning för penningpolitik. mikael.apel@riksbank.se

Per Jansson är docent i nationalekonomi och vice riksbankschef. per.jansson@riksbank.se

Författarna vill tacka Lars E O Svensson för värdefulla synpunkter.

¹ Ett klassiskt exempel inom makroekonomi är Milton Friedmans insikt att det inte varaktigt går att få ned arbetslösheten genom en expansiv politik som ökar inflationen, om lönesättningen anpassas till den faktiska inflationen – dvs att Phillipskurvan på lång sikt är vertikal.

² Det klassiska exemplet är den kraftiga penningpolitiska åtstramning som den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, genomförde i början av 1980-talet under ordföranden Paul Volcker för att knäcka inflationen i USA.

att i en skriftlig rapport utvärdera penningpolitiken för 2022. Denna rapport publicerades i maj.³ Utvärderingen presenterar på ett mycket bra sätt den rådande kunskapskärnan när det gäller penningpolitiken.

Att det finns skillnader i synen på penningpolitiken i forskningen och den allmänna debatten framgår tydligt i denna utvärdering. I ett särskilt avsnitt tar den upp vanlig kritik mot Riksbanken som förts fram genom åren.⁴ Av tio argument menar rapportförfattarna att det ligger någonting endast i två – de två som de själva lyfter fram.⁵

När utvärderingen publicerades fick den en del uppmärksamhet i medierna. Rapporteringen fokuserade dock bara på den relativt milda kritiken i den. Det skrevs inget om att utvärderingen underkände mycket av den övriga kritik mot Riksbanken som har förekommit i den allmänna debatten. Det är beklagligt eftersom synen inom forskningens huvudfåra är viktig för allmänheten att känna till. Det är förmodligen ganska få som läser en akademisk utvärdering för att få en bild av hur väl penningpolitiken har bedrivits. De flesta som är intresserade av frågan förlitar sig sannolikt på rapporteringen i medierna.

En mycket vanlig kritik som utvärderingen tar upp är att den tidigare negativa styrräntan var ett misstag och att Riksbanken inte borde ha sänkt räntan under noll. Utvärderarna menar däremot att detta tvärtom var en lämplig politik under de förutsättningar som rådde och givet det uppdrag Riksbanken har. Utgångspunkten i resonemanget är att den s k neutrala realräntan – den ränta som vare sig är stimulerande eller åtstramande – har fallit under de senaste tre decennierna. En ränta som

skulle varit kraftigt stimulerande för 20 eller 30 år sedan skulle i dag därför vara åtstramande. I denna lågräntemiljö hade centralbankerna i många länder, däribland Riksbanken, svårt att nå upp till sina inflationsmål, särskilt efter den stora finanskrisen 2007–08. Att sänka räntan till noll räckte inte för att stimulera ekonomin tillräckligt och eftersom inflationsmålet är symmetriskt – vilket tydligt och av goda skäl framgår i Riksbankens uppgiftsbeskrivning – var det motiverat att sänka räntan ytterligare.

Utvärderarna menar att penningpolitikens effekter inte förändras på något dramatiskt sätt, vare sig kvalitativt eller kvantitativt, när styrräntan passerar noll. De spekulerar också i att den uppmärksamhet i den allmänna diskussionen som de negativa räntorna fick till betydande del beror på att vi inte upplevt detta fenomen historiskt. Sammantaget stämmer den här argumentationen väl överens med den som Riksbanken har fört fram.

En annan och delvis relaterad kritik är att det var den tidigare lågräntepolitiken i kombination med värdepappersköp, s k kvantitativa lättnader, som till slut drev upp inflationen. Även detta avfärdas i utvärderingen. Den stora inflationsuppgång som i Sverige började 2022 berodde främst på helt andra faktorer, i första hand att globala priser steg snabbt och oväntat på grund av utbudstörningar vilket sedan fick spridningseffekter. Utvärderarna menar visserligen att Riksbanken var något sen att reagera på uppgången i inflationen, men konstaterar att även om Riksbanken hade fört vad de anser vara en optimal politik under åren före och under 2022 så skulle inflationsmålet ändå ha över-skridits med bred marginal.

³ Hassler m fl (2023).

⁴ Avsnitt 5.3, ”Vanlig kritik mot Riksbanken” i Hassler m fl (2023, s 51–52).

⁵ De två invändningarna i utvärderingen mot den penningpolitik Riksbanken har bedrivit är att Riksbanken tidigare borde ha förutsett och reagerat på uppgången i inflationen och borde ha börjat sälja av sitt värdepappersinnehav redan under 2022.

Andra typer av kritik som diskuteras i utvärderingen är att räntehöjningarna har varit för drastiska och drabbat de svaga i samhället, samt att räntehöjningarna i sig driver på inflationen. Här menar utvärderarna att höjningarna inte varit för drastiska utan snarare att de kom lite för sent och borde ha varit mer kraftfulla. Även om höjningarna kan ha gett upphov till negativa fördelningseffekter så skulle detta ha varit svårt att undvika och faller utanför Riksbankens ansvarsområde. När det gäller räntans effekter på inflationen konstaterar utredarna, baserat på en genomgång av den empiriska litteraturen, att räntehöjningar i slutänden dämpar inflationen – i enlighet med den vedertagna uppfattningen.

Det finns faktorer som är helt centrala i utvärderingen och det tankegodts som det penningpolitiska ramverket bygger på, men som förvånansvärt ofta utelämnas när penningpolitiken diskuteras i den allmänna debatten. En sådan är den neutrala realräntan som vi nämnde tidigare. Naturlig ränta eller real jämviktsränta är snarlika begrepp för ungefär samma fenomen. Grundtanken här är att det reala ränteläget i världen, och därmed i enskilda länder, i huvudsak bestäms av globala sparande- och investeringsmönster. Den neutrala realräntan har, som utvärderingen konstaterar, fallit trendmässigt under de senaste tre decennierna till historiskt låga nivåer. Detta beror på strukturella faktorer som har med exempelvis demografi att göra och alltså inte på att centralbanker skulle ha bedrivit en expansiv politik i trettio år. Centralbankerna kan inte styra den neutrala realräntan, men måste ta hänsyn till den när de sätter sina styrräntor. Att det fungerar på det här sättet är en del av den etablerade penningpolitiska kunskapskärnan, men verkar inte vara uppenbart för alla som debatterar penningpolitiken.

ett problem som ibland lyfts fram

är att den neutrala räntan inte kan avläsas i statistiken utan måste uppskattas. Det stämmer, men är en separat fråga. Det betyder inte att det inte är ett meningsfullt koncept. Det är förmodligen få akademiska ekonomer och knappast några penningpolitiska beslutsfattare som ifrågasätter att den långa trendmässiga nedgången i den globala realräntan avspeglar just en nedgång i den neutrala reala räntan.

Om den neutrala räntan är historiskt låg så följer också att styrräntan *i genomsnitt* är historiskt låg. Den kan inte varaktigt skilja sig alltför mycket från den neutrala räntan eftersom penningpolitiken då blir permanent expansiv eller åtstramande. Om den neutrala räntan finns med i analysen när penningpolitiken diskuteras blir slutsatserna väldigt annorlunda än om den inte gör det. Exempelvis, det som ibland i debatten beskrivs som *lågräntepolitik* handlar snarare ofta om att penningpolitiken *verkar i en lågräntemiljö* som centralbanken inte kan bortse ifrån eller påverka.

Den tidigare negativa styrräntan avdramatiseras om den historisk låga neutrala räntan finns med i analysen. Om den neutrala räntan är mycket låg kan det helt enkelt krävas att styrräntan sänks under noll för att penningpolitiken över huvud taget ska bli expansiv. Eftersom låga neutrala räntor var ett globalt fenomen var Riksbanken också långt ifrån den enda centralbank vars styrränta var negativ. Om styrräntor kommer att behöva sänkas under noll även i framtiden beror alltså på hur det reala ränteläget i världen kommer att utvecklas, vilket i dag är en öppen fråga. En del menar att den reala jämviktsräntan har stigit något under senare tid, eller i varje fall kommer att göra det framöver. Andra menar att den fortfarande är låg och t o m kommer att minska ytterligare.

Slutsatserna om exempelvis penningpolitikens betydelse för tillgångs-

priserna blir också annorlunda. Ett inte ovanligt argument i debatten är att de höga priserna på tillgångar som bostäder beror på att Riksbanken har bedrivit en expansiv penningpolitik. Utvärderarna menar att det i stället i huvudsak är de sedan decennier trendmässigt fallande realräntorna och det resulterande låga ränteläget – dvs en låg *neutral* realränta – som har lett till kraftigt stigande tillgångspriser. Begränsade episoder med expansiv penningpolitik har spelat en relativt underordnad roll.

Själva prisstabilitetsmålet hamnar också – överraskande nog – ofta i skymundan när penningpolitiken diskuteras i den allmänna debatten. Inte sällan utelämnas det helt. Med tanke på att Riksbankens uppdrag länge har varit tydligt, och har formulerats ännu tydligare i samband med den nya riksbankslagen, är detta lite anmärkningsvärt. Ett intressant test man kan göra är följande: Om man ser kritik föras fram mot penningpolitiken så kan man försöka se var uppdraget att hålla inflationen på två procent kommer in i bilden. Är det så att kritiken helt bortser från denna uppgift, eller pekar den på ett annat och bättre sätt att utföra den?

Om det senare är fallet är allt gott och väl – då spelar kritiken, så att säga, på samma spelplan som det penningpolitiska ramverket.⁶ Om uppdraget om prisstabilitet däremot inte nämns alls, eller bara som pliktskyldigast i förbifarten utan kopplingar till resonemanget i övrigt, handlar det ofta i stället om att

man tolkar det som att Riksbankens uppdrag är ett annat än det faktiskt är – eller möjligen önskar att det vore det. Det kan handla om att man menar att Riksbanken borde fokusera på att hålla kronkursen stabil eller stärka den, att negativ styrränta måste undvikas, eller att Riksbanken kortsiktigt ska stabilisera konjunkturen eller bromsa en uppgång i tillgångspriserna.⁷

Ett exempel på ett argument som förts fram är att inflationsmålet egentligen inte är ett mål i sig utan bara ett verktyg för att stabilisera realekonomin. Eftersom man tycker att snabba ränteförändringar är destabiliserande så tycker man inte att Riksbanken har skött den uppgift den *egentligen* har. Det här är en missuppfattning, som dessutom är lite märklig eftersom det sedan inflationsmålet infördes för trettio år sedan har framgått vilket syftet med inflationsmålet är. Det är, som vi framhöll tidigare, att ekonomin *på lång sikt* utvecklas bättre om det finns ett tydligt nominellt ankare. Om centralbanken tar för lätt på inflationsmålet så finns inte längre något sådant ankare.

Om man på detta sätt bortser från prisstabilitetsmålet så är det inte själva penningpolitiken man har synpunkter på – även om det ofta framställs så – utan det ramverk som styr den. Det är en viktig distinktion och om den inte framgår blir debatten mer förvirrad och oklar än den skulle kunna vara och ger allmänheten en felaktig bild av vad som egentligen gäller.

⁶ Ett exempel är den argumentation som går ut på att styrräntan inte skulle ha behövt höjas så mycket som Riksbanken räknat med för att inflationen ska återgå till målet. Det kan dock vara värt att notera att den typen av kritik började föras fram redan i samband med Riksbankens blygsamma höjning med 0,25 procentenheter till 0,25 procent i maj 2022.

⁷ Exempel från debatten är Rothstein (2023), Andersson och Jonung (2023) och Winsth (2023). Rothstein tolkar Riksbankens uppgift som att den ska ”bevara värdet på den svenska valutan”, såsom var fallet under den fasta växelkursen. Hur Andersson och Jonung förhåller sig till inflationsmålet är inte helt klart, men de verkar mena att Riksbanken bör avstå från att försöka uppnå målet om detta kräver en expansiv politik med mycket låg eller negativ ränta. Detsamma gäller Winsth (2023), som uppger sig sakna ”den akademiska rösten” som stödjer denna uppfattning. Med våra utgångspunkter är det förstås inte svårt att förstå varför en sådan röst har saknats.

Det finns givetvis inget heligt med själva ramverket, utan det är också något som man kan ha synpunkter på. Den etablerade kunskapskärnan ändras som sagt då och då. Det finns akademisk forskning som inte håller med om alla delar i den penningpolitiska kunskapskärnan.⁸ Men gången här måste vara att nya hypoteser och teorier stöts och blöts i forskarvärlden och efter hand eventuellt får allt mer gehör och genomslag. Ramverk, lagstiftning och den praktiska penningpolitiken måste med nödvändighet baseras på det som för tillfället är huvudfåran i forskningen och kan anpassas först när denna revideras.

Det ställs alltså ganska höga krav för att en argumentation som står i strid med denna huvudfåra ska kunna ros iland. Man behöver kunna förklara varför ett annat uppdrag än det nuvarande vore bättre, varför huvudfåran inom den akademiska forskningen om penningpolitik har fel, varför den riksbankslag som varit i kraft mindre än ett år borde ändras och vad som i så fall i stället borde stå i den.

Låt oss kort sammanfatta. För att undvika missförstånd och feltolkningar kan det vara bra att först konstatera vad budskapet *inte* är. Det är inte att Riksbanken aldrig gör fel eller aldrig bör kritiseras. Det händer förstås att Riksbanken fattar beslut och agerar på ett sätt som visar sig inte vara de bästa. I den utvärdering av penningpolitiken som vi diskuterat här lyftes ju också en del kritik fram.

Budskapet är att det ofta är stor skillnad på hur man ser på penningpolitiken i forskningen och den praktiska

politiken respektive i den allmänna debatten, och att detta är problematiskt. Detta faktum har uppmärksammats i förvånansvärt liten utsträckning och är därför förmodligen inte särskilt känt hos den del av den svenska allmänheten som intresserar sig för penningpolitiska frågor. Att det finns en sådan diskrepans framgår tydligt i den utvärdering av penningpolitiken som publicerades i maj och som går igenom och granskar vanlig kritik mot Riksbanken som har förts fram genom åren. För att använda vårt tidigare uttryck spelar mycket av kritiken inte på samma spelplan som huvudfåran i forskningen, det penningpolitiska ramverket och lagstiftningen. En förutsättning för en meningsfull diskussion om hur penningpolitiken bedrivs är att den gör det.

REFERENSER

- Andersson, F N G och L Jonung (2023), "Varför är den svenska kronan så svag mot euron?", *Ekonomisk Debatt*, årg 51, nr 5, s 12–23.
- Beckworth, D (2019), "Facts, Fears, and Functionality of NGDP Level Targeting: A Guide to a Popular Framework for Monetary Policy", Mercatus Special Study, Mercatus Center at George Mason University.
- Borio, C, P Disyatat, M Juselius och P Rungcharoenkitkul (2022), "Why So Low for So Long? A Long-Term View of Real Interest Rates", *International Journal of Central Banking*, vol 18, nr 3, s 47–87.
- Hassler, J, P Krusell och A Seim (2023), *Utvärdering av penningpolitiken 2022*, Rapport från riksdagen 2022/23:RFR5, Stockholm.
- Rothstein, B (2023), "En riksbank som inget vet förtjänar inte självständighet", *DN Debatt*, 4 september 2023.
- Winsth, A (2023), "Bildn av svensk ekonomi är alltför mörk", *SvD Debatt*, 22 september 2023.

⁸ Det kan handla om aspekter som att globala långsiktiga realräntor styrs av stora centralbankers penningpolitik snarare än av globala sparande- och investeringsmönster (se t ex Borio m fl 2022) eller att penningpolitiken bättre bedrivs med *nominal GDP targeting* än med flexibel inflationsmålspolitik (se t ex Beckworth 2019).