

Svar på kommentarer om penningpolitiken

FREDRIK N G ANDERSSON
OCH LARS JONUNG

I *Ekonomisk Debatt* nummer 5 2023 publicerade vi en artikel där vi studerade orsakerna bakom kronförsvagningen mot euron (Andersson och Jonung 2023). Eftersom kronan tappat i värde över en längre tid valde vi ett långsiktigt perspektiv. Här utgick vi från Cassels köpkraftsparitetsteori och visade att svenska priser och nominella löner stigit snabbare än i euroområdet. Kronförsvagningen är ett resultat av detta. Den är nödvändig för att svenska företag ska bibehålla sin internationella konkurrenskraft. Vidare kopplade vi samman den högre svenska inflationen med Riksbankens expansiva åtgärder sedan början av 2010-talet.

Vi uppskattar att vår artikel gett upphov till hela fyra kommentarer. Detta ger oss goda möjligheter att fördjupa diskussionen kring kronförsvagningen och penningpolitiken.

Inledningsvis vill vi betona att ingen av de fyra kommentarerna ifrågasätter vår analys eller våra resultat. Två inlägg, signerade av Hubert Fromlet och Thomas Franzén, kompletterar snarast vårt resonemang. Jesper Hansson, tidigare chef för Riksbankens penningpolitiska avdelning, samt Mikael Apel, senior rådgivare vid Riksbanken, tillsammans med Per Jansson, vice riksbankschef, väljer å andra sidan, inte oväntat, att försvara den expansiva penningpolitiken som lett fram till kronförsvagningen.

Låt oss börja med Hubert Fromlet (2023), som med entusiasm slår ett slag för forskningsområdet finansmarknadspsykologi. Han vill kombinera vårt ”långsiktiga synsätt” med finanspsykologiska förklaringar till den svaga kronan. Han hävdar att den svenska histo-

rien med återkommande försvagningar av kronan och med ett nej till euron kan få internationella placerare att välja bort kronan. Han betonar att vid ”speciella marknadslägen” handlar kronutvecklingen om psykologi. Ett sådant marknadsläge uppstod kanske när finansministern Elisabeth Svantesson var ”psykologiskt oskicklig” genom att avvisa ett svenskt euromedlemskap inom snar framtid.

Vi utesluter inte att psykologiska faktorer kan spela en viktig roll på den korta sikten men dessa faktorer spelar knappast någon roll på lång sikt. De många finansmarknadspsykologiska fenomen som Fromlet raskt räknar upp som tänkbara faktorer måste till syvende och sist vila på fundamentala drivkrafter. I korthet, psykologin hos finansmarknadens aktörer är inte frikopplad från verkligheten. Fromlets ansats finner vi dock intressant. Vi vill därför uppmana honom att, som vi gjort, testa sina idéer i en empirisk modell.

Thomas Franzén (2023) hävdar att lönebildningen kan förklara Riksbankens politik och kronförsvagningen. Enligt honom har industriavtalet från 1997 bidragit till att pressa ned den svenska inflationen. Lönerna har inte följt det löneutrymme som har funnits på grund av det s k lönemärket. Detta har lett till för låga löneökningar i relation till Riksbankens inflationsmål på två procent mätt med KPIF. Riksbanken har svarat med att bedriva en mer expansiv penningpolitik och med kronförsvagningen som en konsekvens.

Franzéns analys ligger i linje med vår slutsats att penningpolitiken varit för expansiv. Men våra data från OECD pekar på att svenska nominella löner ökat snabbare än i euroområdet. Denna differens ser vi som en viktig förklaring till kronförsvagningen.

Jesper Hansson samt Mikael Apel och Per Jansson, samtliga med en bakgrund i Riksbanken, förkastar inte vår

REPLIK

Fredrik N G Andersson är docent vid Ekonomihögskolan vid Lunds universitet. Han forskar om kriser och ekonomisk politik. Fredrik_n.g.andersson@nek.lu.se

Lars Jonung är professor emeritus vid Ekonomihögskolan vid Lunds universitet. Han forskar om stabiliseringspolitik, kriser och doktrinhistoria. Lars.Jonung@nek.lu.se

tolkning av kronförsvagningens orsaker. De lanserar inte heller någon alternativ förklaring. I stället rättfärdigar de den penningpolitik som de varit med om att utforma. Följaktligen tar de upp andra aspekter än de vi avhandlat i vår artikel. På så vis breddar de debatten och ger oss möjlighet att peka på fundamentala problem med Riksbankens politik under senare år.

Jesper Hansson (2023) drar, liksom vi i vår artikel, slutsatsen att det troligen krävs ”en annan penningpolitik för att kronan trendmässigt ska börja förstärkas mot euron”. Sedan kommer han med sin kritik: vi har inte förklarat ”hur och med vilket mål Riksbanken i så fall skulle agera”.

Denna fråga har vi diskuterat många gånger under åren i andra sammanhang – i rapporter, remisser och artiklar i dagspressen.¹ Här har vi betonat att om Riksbanken accepterat något större fluktuationer i den uppmätta inflations-takten så hade detta troligen lett till ett bättre långsiktigt makroekonomiskt utfall. Syftet med inflationsmålet var ytterst inte att jaga tiondelar i inflationsmätningarna så som Riksbanken gjorde under 2010-talet. Se här Andersson och Jonung (2017, 2019).

Hansson påpekar själv i sitt inlägg att något så banalt som en förändring i metoden för att mäta inflationen reducerade den genomsnittliga inflations-takten med i genomsnitt 0,2 procentenheter. Till detta kommer andra mätfel och osäkerheter. Med så skakiga inflationsmätt bör inte Riksbanken reagera med extremt expansiv politik på avvikelser kring en procentenhet eller mindre mellan den registrerade inflations-takten och målet på två procent.

Här är det på sin plats att notera att uppdraget för penningpolitiken enligt riksbankslagen från 1999, vilken gällde

fram t o m 2022, var att upprätthålla ett fast penningvärde. Inte att nå två procents inflation mätt med KPI eller KPIF till vilket pris som helst. Siffran på två procent är något som Riksbanken på egen hand bestämt sig för.

I förarbetena till riksbankslagen framgår skälen till att ett siffersatt inflationsmål inte skrevs in i lagen: ”det är inte lämpligt att i lag fastställa en särskild nivå för tillåten prisökningstakt eller att ange storleken på ett eventuellt toleransintervall. En sådan precisering skulle bli alltför inflexibel och innebära att Riksbanken inte ges tillräckligt utrymme att anpassa målet till nya omständigheter” (Regeringens proposition 1997/98:40, s 52). Detta berodde bl a på att ”prisstabilitet är ett välfärdsmål i den meningen att en hög och instabil prisökningstakt, inflation, försämrar förutsättningarna för ekonomisk tillväxt”.²

Med andra ord, penningpolitiken skulle bidra till goda förutsättningar för hög tillväxt genom stabila priser. Om ett ensidigt fokus på KPIF-inflationen bidrar till instabilitet kan Riksbanken ändra på målet för att skapa en jämnare långsiktig makroekonomisk utveckling. Uppfattningen att inflationsmålet på två procent var inskrivet i lagen är alltså en villfarelse. Tyvärr återfinns detta felaktiga synsätt i många uttalanden från Riksbankens sida.

En inflation på en procent mätt med KPIF ligger minst lika mycket i linje med det lagstadgade målet om ett fast penningvärde som ett inflationsutfall på två procent. När Riksbanken påbörjade det som Stefan Ingves kallat ”ett samhälls-experiment vi aldrig gjort tidigare” hade svensk ekonomi hög tillväxt och hade just satt ett nytt sysselsättningsrekord för inrikes födda 20–64 år (Andersson och Jonung 2020a). Riksbankens egna prognoser pekade på en fortsatt god

¹ Se här våra forskningsportaler vid Lunds universitet.

² Se Regeringens proposition (1997/98:40, s 36).

ekonomisk utveckling. En sådan ekonomi är inte i behov av stimulans i form av negativ styrränta.

Apel och Jansson (2023) presenterar det längsta inlägget. Det berör emellertid inte orsakerna till kronförsvagningen. Här är de knäpptysta. I stället försvarar och förklarar de utförligt Riksbankens politik under de senaste tio åren, främst med argumentet att politiken har legat i "forskningens huvudfåra". Detta är ett missledande argument.

Det som Apel och Jansson kallar "forskningens huvudfåra" består av tankar och förslag som inspirerats av den globala finanskrisen och av fallande nominella räntor under 2010-talet. Eftersom den internationella forskningen främst tar sin utgångspunkt i det ekonomiska läget i USA, Storbritannien och euroområdet har problemen i dessa stora ekonomier präglat huvudfårans tankesätt. Dessa ekonomier upplevde en mycket kraftig finanskris 2008/09 vilken i euroområdet efterföljdes av en djup skuldskris som höll på att få hela eurosamarbetet att kollapsa. Sverige befann sig i en annan ekonomisk situation. Kronans överlevnad var aldrig hotad. Vi klarade oss väl genom såväl finanskrisen 2008/09, skuldskrisen 2010–15 som pandemin 2020/22.

Sverige hade alltså inte behov av en krispolitik på samma sätt som länderna vars erfarenheter präglat de modeller Apel och Jansson tar sitt avstamp i. Sverige behövde en ekonomisk politik anpassad för en ekonomi utan kris. Poängen med en egen valuta som den svenska kronan och en självständig centralbank är inte att centralbanken ska imitera vad andra centralbanker gör. Den ska bygga sin politik på en oberoende analys av inhemska förhållanden.

I en finansiellt integrerad ekonomi finns förvisso ett begränsat handlings-

utrymme för en liten centralbank som den svenska. Men andra centralbanker såsom Norges Bank, Bank of Canada, Reserve Bank of Australia och Reserve Bank of New Zealand undvek före pandemin att bedriva en så extremt expansiv penningpolitik som Riksbanken. Om andra små centralbanker kunde välja en mer återhållsam linje, hade detta även varit möjligt för Riksbanken.

Apel och Jansson poängterar vikten av inflationsmålet som ett nominellt ankare. På den här punkten är vi är eniga. Vi är dock oeniga om hur Riksbanken bör utforma sin inflationsmålspolitik så att den ska fungera som ett stabilt nominellt ankare.

För det första, som också Jesper Hansson tog upp i sin replik, är inflationsmätningarna skakiga, behäftade med stor osäkerhet. Hade SCB inte ändrat sin metod för att mäta inflationen 2005 hade vi mycket väl kunnat befinna oss i en situation där Riksbanken inte hade stimulerat ekonomin så kraftigt som den gjorde 2015–21.

För det andra bör målet för penningpolitiken inte vara att försöka nå inflationsmålet enbart på kort sikt. Inflationen ska vara låg och stabil även på lång sikt för att skapa förutsättningar för en god tillväxt. Riksbankens kortsiktiga beteende har bidragit till att bygga upp stora obalanser som den ekonomiska politiken förr eller senare måste hantera. Se Andersson och Jonung (2015, 2017, 2020b, 2020c). Vi har varnat under lång tid för att den unikt starka kreditexpansion som Riksbanken drivit fram skulle leda till svåra bakslag för svensk ekonomi i framtiden.³

De negativa följderna av Riksbankens politik blir nu allt tydligare. Hög konsumentprisinflation orsakad av kriget i Ukraina och av de kraftiga penningpolitiska stimulanserna. En krisan-

³ Se här intervjun med en av oss i *Dagens Industri* (2016) där den negativa styrräntan och kreditexpansionen kritiserades. Intervjun slutar med en varning för en bostadskris. Denna kan utlösas av t ex ett krig i vår omvärld som bidrar till snabbt stigande räntor.

de bostadsmarknad med högt skuldsatta hushåll som tynger ned svensk ekonomi när räntorna stiger och Riksbanken bantar sin balansräkning. Eftersom svenska hushåll har nästan dubbelt så höga skulder som t ex amerikanska hushåll i relation till inkomst, bl a framdrivet av Riksbankens penningpolitik, får Sverige nu en svagare ekonomisk utveckling än många andra länder. Riksbanken registrerar miljardförluster på sina värdepappersinnehav, förluster som riskerar hamna på skattebetalarnas bord. Vidare har Riksbanken genom sina omfattande köp av statsobligationer på andrahandsmarknaden i realiteten försvagat den åtskillnad mellan penningpolitik och finanspolitik som ursprungligen var ett av målen med en självständig Riksbank (Andersson och Jonung 2020b).

Vår slutsats blir att den kortsiktiga jakten på tiondelar i KPIF-mätningarna under 2010-talet, de negativa styrräntorna och den kraftiga kreditexpansionen i högkonjunktur inte varit förenlig med Riksbankens uppdrag så som det formulerats i riksbankslagen och dess förarbeten.

Vi förespråkar som alternativ ett *långsiktigt* ankare som tar sitt avstamp i viktiga variabler så som kreditflöden och penningmängden, inte därför att det finns ett enkelt kausalt samband mellan dessa två variabler och KPIF-inflationen eller den makroekonomiska utvecklingen i stort. Utan därför att evidensen visar att varaktigt hög inflation inte kan uppstå i en ekonomi där tillväxten i kredit- och penningmängden är begränsad. Det är när centralbanken släpper kontrollen över kredit- och pen-

ningmängden som problemen börjar hopa sig, inte alltid på kort sikt, men på lång sikt.⁴ Se här bl a vår remiss rörande den nya riksbankslagen (Andersson och Jonung 2020b, Jonung 1976).

Vikten av ett långsiktigt perspektiv framkommer också vid analys av realräntans utveckling. Apel och Jansson tar fasta på att realräntan, som de kallar för den neutrala räntan, sjunkit under flera år. De använder detta mönster som stöd för Riksbankens negativa styrräntor.

Problemet med detta argument är att räntor inte faller permanent. Snarare finns ett mönster med växlingar mellan höga och låga räntor under de senaste 200 åren (Andersson 2017). För att uppnå långsiktig stabilitet behöver vi en penningpolitik som fungerar såväl under perioder med låga som med höga räntor. Riksbanken ska inte uppträda som en spekulant som ensidigt satsar på en enda räntebana – i det här fallet ständigt fallande långränta.

Vi avvisar Apel och Janssons försvar av de allvarliga obalanser som Riksbanken drivit fram med att Riksbanken följt ”forskningens huvudfåra”.⁵ En sådan slutsats är inte rimlig om vi utgår från svenska förhållanden. Åtgärder utvecklade för en ekonomi i kris är inte avsedda för en normalt fungerande ekonomi. Riksbanken har agerat kortsiktigt utan en långsiktig analys av de ekonomiska och politiska konsekvenserna av sitt handlande. På en punkt kan vi dock ge Apel och Jansson rätt. De ligger helt i mittfåran när det gäller centralbankernas överskattning av de positiva effekterna av sin politik.⁶

Låt oss avsluta med ett brett per-

⁴ Inflationmålsmodellen som varit styrande för Riksbanken har sina rötter i Knut Wicksells sk kumulativa process. Denna ger inget utrymme för tillgångsmarknaderna. Det medför att de förmögenhetseffekter som är kopplade till kreditgivningen och som är drivande i finansiella kriser är helt uteslutna. Denna brist återkommer i dagens inflationsmålsmodeller (Jonung 2022).

⁵ Apel och Jansson söker stöd i den utvärdering som gjorts av Hassler m fl (2023). Hos dem är tyvärr perspektivet så kortsiktigt, de ser på år 2022, att utvärderingen blir irrelevant för de långsiktiga processer som vi tar upp i vår kritik.

⁶ Se här Fabo m fl (2021).

spektiv på stabiliseringspolitikens historia. Experiment med penning- och finanspolitiken och de kriser som följt av dessa försök skapar ständigt lärdomar som sedan ligger till grund för nya modeller och ny politik.⁷ Lärandet rörande den ekonomiska politiken tar aldrig slut.

Detta mönster bör inte vara någon nyhet för Riksbankens ledning. Dess politik har skapat kriser förr, senast i början av 1990-talet.⁸ Den krisen ledde till ett omtänkande inom Riksbanken, bland ekonomer och bland de politiskt ansvariga. Nu är det dags för ett omtänkande igen. Och förhoppningsvis ett slut med försöken att skylla på forskningen. Det finns annan forskning att vända sig till än den som Riksbanken har byggt sin politik på.

REFERENSER

Andersson, F N G (2017), "Sekulär stagnation – vad är det, finns det och hur påverkar det penningpolitiken?", *Ekonomisk Debatt*, vol 45, nr 4, s 13–25.

Andersson, F N G (2023), "The Quest for Economic Stability: A Study on Swedish Stabilization Policies 1873–2019", *Scandinavian Economic History Review*, vol 71, nr 2, s 128–156.

Andersson, F N G och L Jonung (2015), "Krasch, boom, krasch. Den svenska kreditcykeln", *Ekonomisk Debatt*, årg 43, nr 8, s 12–23.

Andersson, F N G och L Jonung (2017), "Inflation Targets and the Benefits of an Explicit Tolerance Band", maj 2017, VOX EU, <https://voxeu.org/article/inflation-targets-and-benefits-explicit-tolerance-ban>.

Andersson, F N G och L Jonung (2019), "The Tyranny of the Tenths. The Rise and Gradual Fall of Forward Guidance in Sweden 2007–2018", Working Paper 2019:14, Nationalekonomiska institutionen, Lunds universitet, https://project.nek.lu.se/publications/workpap/papers/wp19_14.pdf

Andersson, F N G och L Jonung (2020a), "Lessons from the Swedish Experience with Negative Central Bank Rates", *Cato Journal*, vol 40, nr 3, s 595–612.

Andersson, F N G och L Jonung (2020b),

"Yttrande över remissen: En ny Riksbankslag (SOU 2019:46)", 16 april 2020, Ekonomihögskolan, Lunds universitet, <https://lucris.lub.lu.se/ws/portalfiles/portal/78486256/AnderssonJonungRemiss.pdf>.

Andersson, F N G och L Jonung (2020c), "Mastodontutredning missar målet – om Riksbankskommitténs slutbetänkande", *Ekonomisk Debatt*, årg 48, nr 6, s 21–29.

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.

Apel, M och P Jansson (2023), "Penningpolitik i forskningen och den allmänna debatten", *Ekonomisk Debatt*, årg 51, nr 7, s 65–69.

Dagens Industri (2016), "Professor varnar för bostads- och aktieras", intervju, 9 november 2016, <https://www.di.se/nyheter/professor-varnar-for-bostads-och-aktieras/>.

Fabo, B, M Jancokova, E Kempf och L Pastor (2021), "Fifty Shades of QE: Comparing Findings of Central Banks and Academics", Working Paper Series 2584, European Central Bank, Frankfurt.

Franzén, T (2023), "Kollision mellan penningpolitik och industriavtalet har försvagat kronan", *Ekonomisk Debatt*, årg 51, nr 8, s 70–72.

Fromlet, H (2023), "Kronanalyser saknar psykologins inverkan", *Ekonomisk Debatt*, årg 51, nr 7, s 73–74.

Hansson, J (2023), "Vilket mål för penningpolitiken förordar Andersson och Jonung?", *Ekonomisk Debatt*, årg 51, nr 7, s 70–72.

Hassler, J, P Krusell och A Seim (2023), "Utvärdering av penningpolitiken 2022", Rapport från riksdagen 2022/23: RFR5.

Jonung, L (1976), "Money and Prices in Sweden, 1732–1972", *Scandinavian Journal of Economics*, vol 78, s 40–58.

Jonung, L (1999), *Med backspegeln som kompass – om stabiliseringspolitiken som läroprocess*, rapport till E.S.O, Ds 1999:9, Finansdepartementet, Stockholm.

Jonung, L (2022), "The Problems of Inflation Targeting Originate in the Monetary Theory of Knut Wicksell", Working Paper 2022:8, Nationalekonomiska institutionen, Lunds universitet.

Jonung, L, J Kiander och P Vartia (red) (2009), *The Great Financial Crisis in Finland and Sweden. The Nordic Experience of Financial Liberalization*, Edward Elgar, Cheltenham, https://lucris.lub.lu.se/ws/portalfiles/portal/69614742/JONUNG_EBOOK.pdf.

⁷ Detta är budskapet i Andersson (2023) och Jonung (1999).

⁸ Se Jonung m fl (2009).