

Replik till Andersson och Jonung

MIKAEL APEL OCH PER JANSSON

Vi vill börja med att göra klart att vår text (Apel och Jansson 2023) var avsedd som ett fristående inlägg om de skillnader som vi menar finns mellan hur man ser på penningpolitiken i å ena sidan forskningen och den faktiska politiken på centralbanker och å andra sidan stora delar av den allmänna debatten.¹ Den var alltså inte en replik till Andersson och Jonung (2023a), som vi endast i förbigående nämner i en fotnot. Vi är dock glada att de tolkat vår text på detta sätt och dessutom ägnar så stor del av sin replik åt den, eftersom det ger oss en möjlighet att bemöta deras argument.

Att vårt inlägg inte är en replik förklarar varför vi är ”knäpptysta” om orsakerna till kronans försvagning, vilket Andersson och Jonungs artikel handlar om. Här kan vi bara kort konstatera att det enklaste sättet att se att drivkrafterna bakom kronans växelkurs är mer komplicerade än vad Andersson och Jonung tänker sig är att den norska kronan har utvecklats på ett mycket likartat sätt som den svenska. Om något har den svenska kronan varit marginellt starkare mot den norska under 2023 än 2014, då den expansiva politik, som Andersson och Jonung vill ge skulden för den svaga kronan, inleddes. Norges Bank har under perioden genomgående hållit en högre styrränta än Riksbanken och inte gjort några värdepappersköp. Detta nämner märkligt nog inte Andersson och Jonung, trots att det är av direkt relevans för deras slutsatser. Det stabila förhållandet mellan den svenska

och norska kronan tas däremot upp i utvärderingen av penningpolitiken av Hassler m fl (2023), som ägnar ett avsnitt åt växelkursteori och empiri. De konstaterar att: ”Slutsatsen blir att växelkurser är svårförståeliga, både på kort och på lång sikt. De fluktuerar också markant över tid, till synes oförklarligt, likt en *random walk* där förändringarna över tid är slumpmässiga” (Hassler m fl 2023, s 13).

När Andersson och Jonung (2023b, s 75) skriver att det vi kallar forskningens huvudfåra ”består av tankar och förslag som inspirerats av den globala finanskrisen och av fallande nominella räntor under 2010-talet” så förstår vi faktiskt inte vad de menar. Vad vi avser är givetvis det tankegods som växt fram i den internationella diskussionen om penningpolitiken från början av 1990-talet och framåt och som ramverken för i stort sett alla centralbanker med inflationsmål i dag baseras på, i stora ekonomier såväl som små.

Inflationsmålet är avsett att fungera som ett riktmärke och ankare för pris- och lönebildningen i ekonomin. I centralbankers ramverk är målet nästan utan undantag ett punktmål på två procent. Inflationen mäts förstas på lite olika sätt i olika länder, men detta anses inte ha någon avgörande betydelse för preciseringen av målformuleringen. En central förutsättning för att målet verkligen ska fungera som ett ankare är att inflationen inte kan avvika från det under alltför långa perioder. Då 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. För att upprätthålla förtroendet för målet kan centralbanken därför ibland behöva föra en åtstramande politik trots att ekonomin utvecklas svagt, eller en

REPLIK

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

¹ I den tryckta versionen av *Ekonomisk Debatt* kallas texten felaktigt för replik, men betecknas i onlineversionen korrekt som ett inlägg.

expansiv politik trots att ekonomin går bra.

Detta är i korthet vad vi menar med forskningens huvudfåra. Inget av detta är några nyheter. Varför det, som Andersson och Jonung hävdar, skulle vara ett ”missledande argument” (s 75) att säga att Riksbanken har agerat i enlighet med denna huvudfåra och varför de menar att Riksbanken ”skyller på forskningen”, är mycket svårförståeligt.

Forskningens huvudfåra konstaterar också att penningpolitikens förutsättningar har förändrats under de senaste decennierna, på så sätt att den neutrala realräntan, eller den globala reala jämviktsräntan, har fallit trendmässigt till historiskt låga nivåer. Hassler m fl (2023) talar om en period av trettio år. Detta innebär att centralbankernas styrräntor har behövt sänkas allt lägre för att över huvud taget få en stimulerande effekt.²

Med tanke på att Andersson och Jonung ägnar vårt inlägg så stort utrymme gör de förvånansvärt få försök att bemöta argumenten i det. Ett undantag är dock den ansats de gör att diskutera vårt argument att den neutrala realräntan ofta saknas när penningpolitiken debatteras och att slutsatserna därför blir ganska annorlunda. Här menar Andersson och Jonung att ett problem med argumentet att styrräntor kan behöva bli negativa om den neutrala räntan är låg är att ”räntor inte faller permanent”. Riksbanken bör inte, menar de, ”uppträda som en spekulant som ensidigt satsar på en enda räntebana – i det här fallet ständigt fallande långränta” (Andersson och Jonung 2023b, s 76). Dessvärre är detta ett obegripligt argument.

Den internationella diskussionen handlar för närvarande om huruvida den neutrala räntan kommer att vara fortsatt historiskt låg eller stiga framöver. Riksbanken och andra centralbanker är givetvis medvetna om denna diskussion. Att Riksbanken därför skulle tro att räntor ”faller permanent”, som Andersson och Jonung påstår, framstår som ett mycket förbryllande argument. Det är också svårt att förstå vad det faktum att räntor har gått upp och ned de senaste 200 åren har med diskussionen att göra. Man kan fråga sig om detta är ett inlindat sätt att säga att de tycker att det är en missvisande beskrivning att den neutrala räntan har fallit trendmässigt under decennier till en historiskt låg nivå – och att Riksbanken borde ha ”satsat på” att så inte var fallet. I så fall skiljer sig Andersson och Jonungs uppfattning betydligt från den i forskningens huvudfåra.

Från repliken och det Andersson och Jonung har skrivit i andra sammanhang är vår tolkning av andemeningen i deras argumentation att Riksbanken borde ha försökt bromsa utvecklingen med stigande bostadspriser och skulder genom att hålla styrräntan högre än vad som varit fallet. Hur mycket högre den hade behövt vara för att åstadkomma detta, hur länge den skulle ha behövt vara högre och vad konsekvenserna av en sådan politik skulle ha blivit för inflationen, inflationsförväntningarna och ekonomin i stort har de dock oss veterligen aldrig uttalat sig om. Oftast stannar de vid utsagan att en procents inflation är lika förenligt med prisstabilitetsmålet som två procent. Men förutom att

² Ett område där vi däremot uppfattar att det för ögonblicket inte finns någon egentlig konsensus eller huvudfåra är hur effektiva centralbankers värdepappersköp är som penningpolitiskt instrument. Detta tas upp i utvärderingen av Hassler m fl (2023), där en invändning är att Riksbanken borde ha börjat sälja av sina värdepapper tidigt under 2022 (den andra huvudsakliga invändningen är att Riksbanken borde ha höjt styrräntan tidigare och kraftfullare i samband med inflationsuppgången). Utvärderingen tycks avspegla synen att kvantitativa lättnader kan vara viktiga vid oro på finansmarknaderna, men att effekten under normala tider är förhållandevis liten; se Jansson (2023) för en diskussion.

inflationens målet *de facto* är två procent – och alltså inte under lång tid kan ligga på en procent utan att förväntningarna påverkas – så är det knappast uppenbart att inflationen hade stabiliserats ens vid en procent om styrräntan sedan mitten av 2010-talet (eller vad Andersson och Jonung nu avser för period) hade legat på 1,5–2 procent (eller vad de nu menar att den borde ha varit) – och detta samtidigt som många andra centralbankers styrräntor, inte minst ECB:s, var nära noll eller negativa. År 2014 var inflationen i Sverige i genomsnitt 0,5 procent. Den steg sedan sakta när penningpolitiken blev mer expansiv, men nådde åren före pandemin bara nått och jämnt upp till målet, och detta delvis med hjälp av stigande energipriser. I andra länder var inflationen högre och penningpolitiken behövde därför inte vara lika expansiv.

Andersson och Jonung noterar (i en fotnot) att vi söker stöd i utvärderingen av penningpolitiken av Hassler m fl (2023), som vi menar på ett mycket bra sätt representerar den rådande kunskapskärnan. Anmärkningsvärt nog avfärdar de denna utvärdering som irrelevant med argumentet att den avser år 2022, vilket de menar är ett för kort-siktigt perspektiv för de processer de tar upp i sin kritik. Det är dock svårt att tro att Andersson och Jonung över huvud taget har läst rapporten. Den innehåller nämligen en utförlig genomgång av bakgrunden till läget 2022 (se kapitel 3), vilket författarna ser som nödvändigt för att kunna göra utvärderingen. Som vi noterade ovan tar den t ex upp den trendmässiga nedgången i den neutrala realräntan, som givetvis är ett långsiktigt fenomen. Den tar också explicit upp just den kritik som Andersson och Jonung för fram, dvs att perioden med negativ ränta var ett policymissstag. Som vi framhöll i vårt inlägg menar utvärderarna tvärtom att detta var en lämplig politik i det rådande läget. Som vi konstaterat var ju också många centralban-

kers styrräntor negativa eller noll i ljuset av den låga neutrala räntan och den i många länder långvarigt låga inflationen. Vi är alltså knappast ensamma om att mena att en styrränta något under noll är motiverad om inflationen hotar att ligga under målet under lång tid.

Andersson och Jonung slår på förhand fast vissa förhållanden som fakta och något som de alltså menar inte är öppet för diskussion. Det tydligaste exemplet är när de skriver att de ”avvisar Apel och Janssons försvar för de allvarliga obalanser som Riksbanken har drivit fram” (Andersson och Jonung 2023b, s 76). Här slår de alltså dels fast att de höga bostadspriserna och den höga skuldsättningen helt och hållet beror på penningpolitiken, dels antyder de att syftet med vårt inlägg är att försvara dessa obalanser.

Man kan ha synpunkter på att två erfarna akademiker debatterar på detta sätt, men låt oss lämna det därhän. Svenska bostadspriser har stigit mer eller mindre trendmässigt sedan mitten av 1990-talet. Att penningpolitiken skulle ha varit expansiv under hela denna tid kan Andersson och Jonung knappast mena. Däremot sammanfaller denna utveckling väl med den period under vilken den neutrala realräntan har fallit. Hassler m fl (2023) konstaterar att det faktum att räntorna fallit trendmässigt under en längre tid är något som i huvudsak ligger utanför Riksbankens och andra centralbankers kontroll, men som har lett till kraftigt stigande priser på bl a bostäder. Det är därför ganska rimligt att utgå från att detta är en möjlig förklaring även till att hushållens skulder har stigit trendmässigt sedan mitten av 1990-talet. Varför Andersson och Jonung på förhand har uteslutit denna ganska naturliga mekanism är oklart.

Räntan är förstås inte det enda som påverkar bostadspriserna. Under perioden från mitten av 2010-talet har ECB:s styrränta i stort sett genomgående varit

lägre än Riksbankens och dess värdepappersköp mer omfattande. Ändå har exempelvis de tyska bostadspriserna utvecklats betydligt mer stabilt under denna period än de svenska. Det tyder på att andra faktorer, som påverkar hur bostadsmarknaden fungerar i stort, också har haft stor betydelse.

En poäng i vårt inlägg var att det ofta kan vara svårt att avgöra om kritik som förs fram i den allmänna debatten avser den penningpolitik som har bedrivits eller det ramverk som styr den och att debatten då blir förvirrad och oklar. Anderssons och Jonungs replik är ett bra exempel på detta. När de föreslår ”ett långsiktigt ankare som tar sitt avstamp i viktiga variabler så som kreditflöden och penningmängden” (s 76), att det är ”dags för ett omtänkande” och att det ”finns annan forskning att vända sig till än den som Riksbanken har byggt sin politik på” (s 77) (dock utan att ange några referenser), så är detta svårt att tolka på något annat sätt än att de menar att det penningpolitiska ramverket borde se annorlunda ut.

Vi konstaterade också att det är naturligt att ramverk, lagstiftning och den

faktiska penningpolitiken baseras på det som för närvarande är huvudfåran i forskningen. Vår uppmaning till Andersson och Jonung är därför att försöka påverka denna huvudfåra. Det verkar mer fruktbart än att skriva debattartiklar i svensk press som går ut på att penningpolitiken borde föras utifrån något annat ramverk än det Riksbanken faktiskt har att hålla sig till, eller att på lösa grunder avfärda en av finansutskottet beställd utvärdering som utgår från detta ramverk, gjord av akademiska experter på makroekonomi, som irrelevant.

REFERENSER

- Andersson, F N G och L Jonung (2023a), ”Varför är den svenska kronan så svag mot euron?”, *Ekonomisk Debatt*, årg 51, nr 5, s 12–23.
- Andersson, F N G och L Jonung (2023b), ”Svar på kommentarer om penningpolitiken”, *Ekonomisk Debatt*, årg 51, nr 8, s 73–77.
- Apel, M och P Jansson (2023) ”Penningpolitik i forskning och den allmänna debatten”, *Ekonomisk Debatt*, årg 51, nr 7, s 65–69.
- Hassler, J, P Krusell och A Seim (2023), *Utvärdering av penningpolitiken 2022*, Rapport från riksdagen 2022/23:RFR5.
- Jansson, P (2023), ”Om glappet i den penningpolitiska debatten”, anförande vid Danske Bank, 12 december 2023.