



ANFÖRANDE

DATUM: 2023-12-12
TALARE: Vice riksbankschef Per Jansson
PLATS: Danske Bank

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

Om glappet i den penningpolitiska debatten*

När människor kommunicerar så underlättar det om de talar samma språk. Det går att klara sig hyggligt med hjälp av gester, mimik och god vilja, men utan ett gemensamt språk blir det svårt att föra djuplodande diskussioner och avhandla mer komplicerade frågor. Risken är stor att det uppstår missförstånd och förvirring.

Den poäng jag kommer att göra här idag är att det finns lite av samma problem när penningpolitiken diskuteras. Det är ofta stor skillnad mellan hur man ser på penningpolitiken i den allmänna debatten, såsom den förs och återges i medierna, och hur man ser på den inom forskningen och den faktiska politiken. Det kan gälla helt centrala aspekter som förutsättningarna för penningpolitiken, varför Riksbanken har den uppgift den har och ibland till och med vilken uppgiften är. Jag kommer att illustrera den här diskrepansen genom att jämföra diskussionen i den allmänna debatten med de slutsatser som dras i den senaste formella utvärderingen av penningpolitiken, gjord av tre svenska akademiska ekonomer och beställd av riksdagens finansutskott.¹

Prisstabilitetsmålet tydligare formulerat i den nya lagen

Men låt mig börja i en lite annan ände. Den 1 januari i år, för snart ett år sedan, trädde en ny riksbankslag i kraft. Detta har kanske inte märkts speciellt mycket så här långt, men jag skulle vilja lyfta fram ett par förändringar i lagen som på sikt kan underlätta just den penningpolitiska diskussionen. Det handlar dels om hur prisstabilitetsmålet formuleras, dels om formerna för utvärderingen av penningpolitiken.

* Jag vill tacka Mikael Apel för arbetet med detta tal, Hanna Armelius, Aino Bunge, Charlotta Edler, Stefania Mammos, Marianne Sterner och Ulf Söderström för värdefulla synpunkter och Elizabeth Nilsson för översättning. Anförandet bygger på en artikel i Ekonomisk Debatt nr 7, 2023 (Apel och Jansson, 2023), på vilken Lars E.O. Svensson gett värdefulla kommentarer. De åsikter jag för fram är mina egna och delas inte nödvändigtvis av övriga direktionens ledamöter.

¹ Hassler, Krusell och Seim (2023).

I den nya lagen framgår att det överordnade målet för Riksbanken är att ”upprätthålla varaktigt låg och stabil inflation”.² Den tidigare, och lite mer oklara, formuleringen var att Riksbanken skulle ”upprätthålla ett fast penningvärde”. Utöver detta ska Riksbanken bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning, så länge detta går att åstadkomma utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet. Den nya lagen tydliggör också att Riksbanken ska bidra till att det finansiella systemet är stabilt och effektivt, men även detta utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet.³ Det innebär givetvis inte att Riksbanken ska avstå från att agera i händelse av stora problem på de finansiella marknaderna, vilka förstås ofta också sammanfaller med att inflationen blir mycket låg. Däremot kan Riksbanken exempelvis inte under lång tid hålla räntan hög för att försöka bromsa en uppgång i tillgångspriserna, om detta innebär att inflationen varaktigt hamnar under målet. Prioriteringsordningen är alltså klar – prisstabiliteten går före de andra uppgifterna om det skulle uppstå en konflikt mellan dem.

Att Riksbanken även ska ta hänsyn till realekonomin framgick tidigare inte i själva lagtexten, men var underförstått utifrån förarbetena till lagen. När det gäller finansiell stabilitet var den tidigare ordalydelsen att Riksbanken skulle ”främja ett säkert och effektivt betalningsväsende”. Någon formulering som angav hur man skulle se på denna uppgift jämfört med att ”upprätthålla ett fast penningvärde” fanns inte. Men eftersom ett fast penningvärde var *målet* för Riksbankens verksamhet får det ändå anses ha varit tydligt att lagstiftaren menade att detta var Riksbankens viktigaste uppgift. Dessa förändringar har därmed ingen egentlig betydelse för den praktiska penningpolitiken. Riksbanken har arbetat utifrån ett inflationsmål sedan 1995 och tagit hänsyn till realekonomin och den finansiella stabiliteten när detta har varit möjligt. Inflationsmålspolitiken har, som det heter med ekonomtermer, varit flexibel och inte strikt.

Mycket kostsamt om ankaret släpper

Här bör man dock notera att det handlar om en glidande skala och att penningpolitiken måste anpassas efter omständigheterna. Under perioder där förtroendet för inflationsmålet är försvagat behöver penningpolitiken luta mer åt det strikta hållet och fokusera mest på inflationen. Så kan vara fallet efter längre perioder med en inflation över eller, som 2012–2016, under målet, eller efter stora störningar i prisutvecklingen, endera uppåt, som förra året, eller nedåt.

Både i den tidigare och i den nya lagen står alltså prisstabiliteten i fokus. Skälet är övertygelsen hos politiska beslutsfattare och nationalekonomer världen över om att en ekonomi fungerar bättre med ett trovärdigt inflationsmål som riktmärke för pris- och lönesättningen – att det finns vad man brukar kalla ett nominellt ankare. Det är det bästa bidraget som penningpolitiken kan ge till en god realekonomisk utveckling och hög sysselsättning och välfärd. Det faktum att utvecklingen i Sverige har varit betydligt bättre under perioden med inflationsmål än under perioden dessförinnan, inte minst när det gäller reallöneutvecklingen, ger stöd för detta. Liknande empiriska erfarenheter har också gjorts i andra länder som har valt att införa ett inflationsmål.

² Lag om Sveriges riksbank, 2 kap. 1 §.

³ Lag om Sveriges riksbank, 3 kap. 1 §.

Det är också så att om man tillåter att inflationen blir hög och varierande så måste man förr eller senare ta i väldigt kraftigt för att få ned den. Detta medför naturligtvis mycket stora realekonomiska kostnader. 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. Åtstramningen, som innebar att Federal Reserve höjde sin styrränta med cirka 10 procentenheter, följde på ungefär två decennier av kontinuerligt stigande styrränta och inflation. Den ledde till att arbetslösheten steg med nästan 3,5 procentenheter på bara drygt ett år.

Att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet skulle man därmed faktiskt kunna se som ett *indirekt* sätt att ta realekonomisk hänsyn, sett på lite längre sikt. Det här tycker jag är en mycket relevant aspekt i den aktuella diskussionen av avvägningen mellan inflationsstabilitet och realekonomisk stabilitet. Dessvärre är perspektivet i den allmänna debatten nästan uteslutande kortsiktigt, med fokus bara på konjunkturen här och nu. Ett mer långsiktigt perspektiv finns sällan, inte ens hos de som säger sig vara väldigt bekymrade för den realekonomiska utvecklingen.

Att riksdagen har sista ordet ökar legitimiteten för inflationsmålet

Av riksbankslagen framgår numera också att Riksbanken ska besluta om hur prisstabilitetsmålet ska preciseras, men att riksdagen måste godkänna denna precisering.⁴ Riksbanken kan alltså inte på eget bevåg introducera ett inflationsmål som riksdagen inte står bakom. Det står visserligen inget explicit i lagen om den nuvarande preciseringen av målet, det vill säga 2 procents inflation per år mätt med konsumentprisindex med fast ränta (KPIF), men regeringen har konstaterat att detta är en lämplig precisering tills vidare.⁵ Det är alltså först när Riksbanken eventuellt vill ändra målet någon gång i framtiden som riksdagens godkännande krävs.

Detta innebär inte att det är först nu som inflationsmålet har fått ett uttalat politiskt stöd. Riksbankens huvudman riksdagen har stått bakom målet sedan det introducerades. Ett inte speciellt uppmärksammat faktum är för övrigt att själva beslutet att införa inflationsmålet fattades 1993 av dåvarande riksbanksfullmäktige, där sju av de åtta ledamöterna hade utsetts av riksdagen och den åttonde, riksbankschefen, hade utsetts av de övriga.⁶ Det beslutsfattande organet i Riksbanken var alltså på den tiden i hög grad politiskt tillsatt, till skillnad från den direktion som styr Riksbanken sedan 1999.

Varför ser jag då positivt på de här förändringarna, trots att de inte har någon större betydelse för hur penningpolitiken bedrivs i praktiken? Jo, för att de ger ökad tydlighet kring, och därmed kanske även legitimitet till, inflationsmålet. Dels framgår att målet om prisstabilitet avser just låg och stabil *inflation* och inget annat. Dels blir det tydligt att det är riksdagen som har sista ordet när det gäller formuleringen av målet, liksom att det finns ett politiskt stöd för den nuvarande preciseringen. Av den senare framgår också att prisstabilitetsmålet är symmetriskt,

⁴ Lag om Sveriges riksbank, 2 kap. 3 §.

⁵ Regeringens proposition 2021/22:41, *En ny riksbankslag*, s. 88.

⁶ Se till exempel Dennis (2003).

det vill säga avvikelser nedåt är lika oönskade som avvikelser uppåt. De här klargörandena gör det förhoppningsvis lättare att föra en meningsfull diskussion om penningpolitiken och för Riksbanken att kommunicera kring den.

Genom åren har det nämligen varit ganska vanligt med argument som exempelvis går ut på att inflationsmålet uteslutande är Riksbankens påfund, ofta med antydningar om att det förmodligen inte finns särskilt mycket stöd för det vare sig bland allmänheten eller bland politikerna. Andra vanliga argument har varit att ett ”fast penningvärde” bör tolkas som att kronan inte får försvagas gentemot utländska valutor eller att priserna i ekonomin inte ska öka alls.

Det här är argument som jag själv i olika sammanhang har lagt ned en del möda på att diskutera och bemöta. Om de mer klargörande formuleringarna i den nya riksbankslagen kan bidra till att behovet av detta minskar så är det förstås positivt. Diskussionen om penningpolitiken kan då fokusera på mer relevanta och angelägna frågor.

Finansutskottets granskning stärks ytterligare

Ytterligare en positiv följd av den nya riksbankslagen är att formerna för utvärderingen av penningpolitiken preciseras. Förändringen rent lagtekniskt är att det i riksdagsordningen numera framgår att finansutskottet ska ”följa upp och utvärdera Riksbankens verksamhet”.⁷ I praktiken är inte heller det någon stor förändring. Att finansutskottet också tidigare hade den uppgiften ansågs framgå av regeeringsformen, även om det inte var lika tydligt formulerat där.

Sedan Riksbanken fick en mer oberoende ställning 1999 har finansutskottet varje år utvärderat penningpolitiken. Formuleringen i den nya lagen är att Riksbanken ska ”regelbundet eller på begäran lämna en redogörelse till riksdagens finansutskott för den penningpolitiska verksamheten” om bland annat ”den penningpolitik som bedrivits och de penningpolitiska beslut som banken har fattat och skälen för dessa”.⁸ Riksbankens viktigaste underlag till denna utvärdering är rapporten ”Redogörelse för penningpolitiken”, som publiceras i mars varje år. Finansutskottet ordnar också regelbundet öppna utfrågningar om penningpolitiken som underlag till den årliga utvärderingen.

En tid efter att Riksbanken har publicerat ”Redogörelse för penningpolitiken” deltar hela direktionen vid en öppen utfrågning i finansutskottet. Fram tills i år fungerade två från Riksbanken fristående experter som opponenter vid utfrågningarna. Efter direktionens genomgång av penningpolitiken under året redovisade opponenterna sin syn på politiken.

Som ett komplement till de egna utvärderingarna har finansutskottet ungefär vart femte år dessutom gett två utländska experter i uppdrag att utvärdera Riksbankens penningpolitik. Hittills har fyra sådana utvärderingar gjorts. Den senaste, av Karnit Flug och Patrick Honohan, avsåg den penningpolitik som fördes 2015–2020 och publicerades i mars 2022.⁹

⁷ Riksdagsordningen, 7 kap. 9 §.

⁸ Lag om Sveriges riksbank, 11 kap. 1 §.

⁹ Flug och Honohan (2022).

En slutsats av det arbete som ledde fram till den nya riksbankslagen var att finansutskottets granskning av Riksbanken ska stärkas ytterligare. Att utskottets ansvar att följa upp och utvärdera vår verksamhet nu explicit har skrivits in i riksdagsordningen kan ses som ett uttryck för denna högre ambitionsnivå. Själva utvärderingen av penningpolitiken förbereddes i år också på ett lite annat sätt. Finansutskottet gav Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet (CeMoF) vid Stockholms universitet i uppdrag att i en skriftlig rapport utvärdera penningpolitiken för 2022. Det var den utvärderingen som jag nämnde inledningsvis. Författarna till rapporten, John Hassler och Per Krusell, båda professorer vid Institutet för internationell ekonomi vid Stockholms universitet och Anna Seim, docent vid nationalekonomiska institutionen, deltog vid den årliga utfrågningen. Min tolkning av denna förändring är att de tidigare utfrågningarna av två oberoende opponenter visserligen fyllde en viktig funktion, men ändå inte upplevdes som tillräckligt djupgående, samt att finansutskottet såg ett värde i ett mer omfattande skriftligt underlag, som ett alternativ eller komplement till Riksbankens egen redogörelse.

Olika syn på penningpolitiken i forskningen och den allmänna debatten

Låt mig förklara varför jag tycker att detta är mycket positivt. Jag behöver då ta ett litet steg tillbaka. Nationalekonomi är ingen exakt vetenskap, som fysik, kemi och matematik. Men det innebär inte att var och en kan lista ut svaren på frågor som den nationalekonomiska forskningen brottas med genom att grubbla lite hemma på kammaren. På samma sätt som inom andra samhällsvetenskaper finns det inom nationalekonomin vid varje tidpunkt en kärna av kunskap som de flesta som forskar i ämnet är överens om. Denna kärna förändras då och då när nya insikter slår igenom. Ett klassiskt exempel inom makroekonomi är Milton Friedmans insikt på 1960-talet att det inte varaktigt går att få ned arbetslösheten genom en expansiv politik som ökar inflationen, om lönesättningen anpassas till den faktiska inflationen – det vill säga att den så kallade Phillipskurvan på lång sikt är vertikal. Men under ganska långa perioder är kunskapskärnan relativt oförändrad.

Den externa utvärderingen av penningpolitiken för 2022 avspeglar enligt min uppfattning på ett mycket bra sätt den aktuella kunskapskärnan när det gäller penningpolitiken. Jag vet inte säkert, men jag gissar att finansutskottet tänker sig att penningpolitiken ska utvärderas på ungefär samma sätt framöver, det vill säga genom en årlig rapport av några ledande akademiska ekonomer. Det är i linje med tillvägagångssättet i Norge genom det så kallade Norges Bank Watch.¹⁰

Varför tycker jag då att detta skulle vara en bra lösning? Det främsta skälet har jag redan varit inne på. Penningpolitiken utvärderas inte bara formellt en gång om året av finansutskottet, eller av någon som finansutskottet gett i uppdrag att göra det. Den granskas också informellt mer eller mindre dagligen i dags- och affärspress, marknadsbrev och övriga medier. Som jag konstaterade inledningsvis så

¹⁰ Det hindrar inte att också andra utvärderar penningpolitiken, till exempel Finanspolitiska rådet. Det är en idé som jag tidigare har lyft fram (Jansson, 2021). Fördelen med detta är att det skulle ge en analys av policymixen mellan penningpolitiken och finanspolitiken. Trots denna omfattande formella utvärderingsapparat får man ibland intrycket från debatten att Riksbanken och penningpolitiken inte utvärderas över huvud taget, eller i varje fall alldeles för lite. Exempelvis menar Andersson och Jonung (2023a) att riksdagen bör ta upp frågan om ansvaret för vad som enligt dem har varit en misslyckad penningpolitik.

skiljer sig synen på penningpolitiken där ofta ganska mycket från den i huvudfåran i den akademiska forskningen.

Att så är fallet framgår särskilt tydligt i årets utvärdering. I den finns nämligen ett avsnitt som tar upp just vanlig kritik mot Riksbanken som har förts fram i debatten.¹¹ Av tio vanliga argument menar rapportförfattarna att det ligger någonting endast i två – de invändningar mot politiken som de också själva lyfter fram, och som jag kommer att återkomma till.

Utvärderingen menar att negativ styrränta var en lämplig politik...

Låt mig ge några exempel. En mycket vanlig kritik 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 så kallade neutrala realräntan – den ränta som vare sig är stimulerande eller åtstramande – har fallit påtagligt över de senaste tre decennierna. Detta innebär att en mycket låg styrränta inte alls har samma expansiva effekter som den hade för 20 eller 30 år sedan. I denna lågräntemiljö hade centralbankerna i många länder, däribland Riksbanken, svårt att nå upp till sina inflationsmål, särskilt efter den stora finanskrisen 2007–2008. Att sänka räntorna till noll räckte helt enkelt inte för att stimulera ekonomin tillräckligt och eftersom inflationsmålet är symmetriskt – vilket tydligt, och av goda skäl, framgår i Riksbankens uppgiftsbeskrivning – fanns det skäl att sänka räntorna ytterligare.¹²

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 som de negativa räntorna fått i den allmänna diskussionen till stor del beror på att vi aldrig tidigare haft sådana. Sammantaget stämmer den här argumentationen väl överens med den som Riksbanken har fört fram.¹³ Det är givetvis värdefullt att en utvärdering av oberoende akademiska experter ger uttryck för samma syn.

En annan och delvis relaterad kritik är att det var den tidigare lågräntepolitiken i kombination med värdepappersköp, så kallade kvantitativa lättnader, som ligger bakom de inflationsproblem vi idag brottas med. Även detta avfärdas i utvärderingen. Den stora inflationsuppgång som började 2021 berodde främst på helt andra faktorer, i första hand att energi- och råvarupriserna steg snabbt och oväntat, vilket sedan fick spridningseffekter till andra priser. Utvärderarna menar visserligen att Riksbanken var sen att reagera på uppgången i inflationen, men konstaterar också att även om Riksbanken hade fört vad de kallar en optimal politik fram till och med 2022 så skulle inflationsmålet ändå ha överskridits med bred marginal.

¹¹ Hassler, Krusell och Seim (2023), avsnitt 5.3, "Vanlig kritik mot Riksbanken", s. 51–52.

¹² Även köpen av värdepapper var ett sätt att göra penningpolitiken mer expansiv i ett läge med redan mycket låg styrränta.

¹³ Se till exempel Jansson (2019).

... och att räntehöjningarna 2022 inte var för drastiska

Andra typer av kritik som diskuteras i utvärderingen är att räntehöjningarna var för drastiska och har drabbat de svaga i samhället, samt att räntehöjningarna i sig driver på inflationen. Här menar utvärderarna att höjningarna inte var för drastiska utan snarare kom lite för sent och borde ha varit mer kraftfulla. De konstaterar också att även om de 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 utvärderarna, baserat på en genomgång av den empiriska litteraturen, att räntehöjningar i slutänden dämpar inflationen – i enlighet med vad som sedan länge varit en vedertagen uppfattning.¹⁴

När utvärderingen publicerades fick den en del uppmärksamhet i medierna. Rapporteringen fokuserade dock bara på den, i mina ögon, 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 det är viktigt att allmänheten känner till hur forskningens huvudfåror ser på saken. 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.

Enligt utvärderingen hade tidigare och kraftfullare räntehöjningar behövts...

Som jag konstaterade hade utvärderingen två huvudsakliga invändningar mot penningpolitiken under 2022. Den första var att Riksbanken borde ha höjt räntan tidigare och kraftigare. Riksbanken underskattade inflationen i prognoserna och borde, menar utvärderarna, ha insett att inflationen skulle komma att stiga även i Sverige.

Det kan ligga något i detta. Den starka återhämtningen efter pandemin, den expansiva penningpolitiken och de snabba globala kostnadsökningarna i kombination gav förutsättningar för företagen att ändra sitt prissättningsbeteende. Det blev lättare än tidigare att snabbt föra över kostnadsökningarna på konsumenterna och det förefaller också ha funnits en ökad acceptans för detta. Kanske borde vi ha insett tidigare att en sådan förändring var på gång, eller i varje fall kunde vara det.

Det kan möjligen ses som en förmildrande omständighet att samtliga svenska prognosmakare i början av 2022 räknade med att uppgången i inflationen skulle bli högst tillfällig och att inflationen i slutet av året skulle vara tillbaka på målet – och

¹⁴ Ett sätt att se detta på är att efterfrågeeffekten alltid dominerar i slutänden, förutsatt att man är beredd att höja räntan tillräckligt mycket. Om efterfrågan är mycket låg går det inte att höja priserna, i stort sett oavsett hur företagens kostnader utvecklas.

detta utan några räntehöjningar att tala om.¹⁵ En annan förmildrande omständighet skulle kunna vara att centralbankerna i omvärlden också var sena med att inse inflationsproblemet, vissa ännu senare än Riksbanken.

Men även om en snabb inflationsuppgång inte var vårt huvudspår så borde vi, som utvärderingen föreslår, i ett tidigt skede ha inkluderat ett möjligt sidoscenario i den penningpolitiska rapporten med en sådan utveckling. Detta skulle tydligare ha signalerat att ett sådant scenario inte var helt osannolikt och hade på ett bättre sätt bäddat för de räntehöjningar som sedan kom.¹⁶

... och försäljningen av värdepapper borde ha börjat tidigare

Den andra invändningen gäller köpen av värdepapper. Här menar utvärderingen att Riksbanken borde ha börjat sälja av sina värdepapper tidigt under 2022. Även detta kan det ligga något i. Utvärderarna lägger dock in brasklappen att de inte ser kvantitativa lättnader som någon särskilt effektiv åtgärd under normala tider, det vill säga i frånvaro av oro på finansmarknaderna. Därför skulle en *försäljning* av värdepapper under 2022 inte heller ha haft någon särskilt stor åtstramande effekt.¹⁷ Riksbanken kunde ju i stället höja styrräntan, vilket utvärderarna menar är betydligt mer effektivt.

Den här kritiken tycks avspegla synen att kvantitativa lättnader kan vara viktiga vid oro på finansmarknaderna, men att effekten under normala tider är rätt liten. När oron på finansmarknaderna har upphört – vilket i och för sig kan vara en bedömningsfråga – så kan och bör innehavet av värdepapper avvecklas under ordnande former. Det är definitivt en uppfattning som man kan ha. Den teoretiska och empiriska litteraturen om värdepappersköp har visserligen vuxit de senaste åren, men någon riktig konsensus kring när och hur de bör användas har inte utkristalliserats. Vi saknar fortfarande en del kunskap om hur köpen verkar genom ekonomin och vilka effekter de har. Det gäller i synnerhet för Sverige och andra små, öppna ekonomier.¹⁸

Prisstabilitetsmålet uppfylldes i stort enligt utvärderingen

Utvärderingen gör tolkningen att Riksbanken i stort uppfyllde prisstabilitetsmålet 2022, trots att inflationen alltså blev avsevärt högre än målet. Här utgår man från att Riksbankens viktigaste uppgift är att tillhandahålla ett nominellt ankare som hushåll, företag och arbetsmarknadens parter kan basera sina beslut på. Även under 2022 höll sig de långsiktiga inflationsförväntningarna nära 2 procent, vilket enligt utvärderarna visar att trovärdigheten för målet inte tycks ha rubbats av den

¹⁵ En inte helt oviktig aspekt i sammanhanget är att det tog lite tid att få fram ett underlag som tillförlitligt dokumenterade att något var på väg att hända med företagens prissättningsbeteende. Den studie av prissättningsbeteendet som publicerades av Konjunkturinstitutet i december 2022 var här av stor betydelse, se Konjunkturinstitutet (2022).

¹⁶ Den penningpolitiska rapporten i februari 2022 redovisade visserligen ett alternativscenario med högre inflation och styrränta. Men scenariot gavs ingen framträdande roll i de penningpolitiska övervägandena och var heller inte i närheten av att fånga de uppgångar i inflationen och styrräntan som därefter skulle komma att ske.

¹⁷ Med det här synsättet hade Riksbanken alltså inte vunnit särskilt mycket *penningpolitiskt* på att inleda försäljningen av värdepapper i ett tidigare skede än vad den faktiskt gjorde. Det kan dock vara värt att påpeka att en tidigare försäljning till en del hade begränsat de förluster Riksbanken gjorde på sitt värdepappersinnehav. Att kvantitativa lättnader inte har så stora effekter på inflationen är också en slutsats som dras i Riksrevisionens granskning av Riksbankens tillgångsköp, se Riksrevisionen (2023).

¹⁸ Se till exempel Andersson, Beechey Österholm och Gustafsson (2022).

höga prisökningstakten under året. Tolkningen att Riksbanken uppfyllde inflationsmålet kan tyckas lite generös eftersom inflationen i genomsnitt uppgick till nästan 8 procent, men resonemanget illustrerar i vilket fall som helst att en utvärdering av politiken måste baseras på mer än hur mycket inflationen avviker från målet. Och det är väldigt bra att utvärderarna lyfter fram just betydelsen av inflationsmålets trovärdighet eftersom denna i den allmänna debatten ofta tas för given eller, ännu värre, inte bedöms vara speciellt viktig.

Jag upplever utvärderingen och kritiken i den som konstruktiv, framför allt eftersom den tar sin utgångspunkt i kärnan av kunskap om penningpolitiken och dess förutsättningar, såsom denna ser ut idag. Man skulle kunna uttrycka det som att utvärderingen spelar på samma spelplan som det penningpolitiska ramverket och lagstiftningen, vilket den allmänna debatten inte alltid gör.

Den neutrala realräntan – en avgörande pusselbit som ofta saknas

Det finns exempel på faktorer som är helt centrala i utvärderingen och det tanke-gods som det penningpolitiska ramverket bygger på, men som förvånansvärt ofta utelämnas när penningpolitik diskuteras i den allmänna debatten i medierna. En sådan är den neutrala realräntan. 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 hur sparande- och investeringsmönster ser ut globalt sett. Den neutrala realräntan har, som utvärderingen konstaterar, fallit trendmässigt under de senaste tre decennierna till historiskt låga nivåer. Detta beror på strukturella faktorer som exempelvis har med demografi att göra, och alltså inte på att centralbankerna skulle ha bedrivit en expansiv politik i 30 år. Centralbankerna kan inte styra den neutrala realräntan, men måste ta den som utgångspunkt när de sätter sina styrräntor. Ett exempel som utvärderingen tar upp är, i linje med vad jag nyss noterade, att en ränta som idag är åtstramande skulle ha varit kraftigt stimulerande för 20 eller 30 år sedan. Att det fungerar på det här sättet är alltså en del av den etablerade penningpolitiska kunskapskärnan. Däremot tycks det inte vara uppenbart för alla som debatterar penningpolitiken.

Ett problem som ibland lyfts fram är att den neutrala räntan inte direkt kan avläsas i statistiken utan måste uppskattas. Det stämmer förstås men är, som jag ser det, en separat fråga. Det betyder inte att det inte är ett meningsfullt koncept. Jag tror till exempel att det är få akademiska ekonomer som ifrågasätter att det faktum att centralbankers styrräntor numera är betydligt lägre i genomsnitt än för 20–30 år sedan beror på just den långa och trendmässiga nedgången i den neutrala realräntan.

... vilket påverkar slutsatserna

Om den neutrala räntan är historiskt låg så följer alltså också att styrräntan *i genomsnitt* är historiskt låg. Den kan ju inte varaktigt skilja sig alltför mycket från den neutrala räntan eftersom penningpolitiken då blir permanent stimulerande eller åtstramande.

Om den neutrala räntan inte finns med i den analysen när penningpolitiken diskuteras kan slutsatserna bli ganska påtagligt annorlunda än om den gör det. Exempelvis har det som ibland i debatten beskrivs som *lågräntepolitik* ofta snarare

handlat om att penningpolitiken *har verkat i en lågräntemiljö*, som den varken kan påverka eller bortse i från.

Den tidigare negativa styrräntan avdramatiseras om den historiskt låga neutrala räntan finns med i analysen. Om denna ränta 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 centralbanken med negativ styrränta.

Den politik som Riksbanken bedrev syftade till att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet i en värld med historiskt låg neutral ränta – att helt enkelt klara huvuduppdraget. Trovärdighetsaspekten är central här. Om man visar att man tar målet på allvar när inflationen är för låg så blir det lättare att upprätthålla förtroendet också när inflationen är för hög. Konkret innebär det att räntan inte behöver höjas lika mycket som om förtroendet för målet vore svagt på grund av att Riksbanken tidigare har negligerat det.

Om styrräntor kommer att behöva sänkas under noll även i framtiden beror alltså på hur det reala ränteläget i världen kommer att utvecklas, vilket idag 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 till och med kommer att falla ytterligare.¹⁹

Även slutsatserna om exempelvis penningpolitikens betydelse för tillgångspriserna blir annorlunda. Ett inte ovanligt argument i debatten är att de höga priserna på bostäder beror på att Riksbankens har bedrivit en expansiv penningpolitik. Utvärderarna menar att det i stället i huvudsak är de sedan decennier trendmässigt fallande realräntorna och den låga *neutrala* realränta som blivit följden som fått bostadspriserna att stiga så kraftigt.²⁰ Begränsade tidsperioder med expansiv penningpolitik har spelat en relativt underordnad roll.

I debatten skiljer man inte alltid på politik och ramverk

En annan observation, som jag var inne på tidigare, är att själva prisstabilitetsmålet – överraskande nog – ofta hamnar i skymundan när penningpolitiken diskuteras i den allmänna debatten. Inte sällan utelämnas det helt. Ett intressant test man kan göra är följande: Om man ser kritik föras fram mot penningpolitiken så kan man försöka se var det lagstadgade målet att hålla inflationen varaktigt låg och stabil kommer in i bilden. Är det så att kritiken helt bortser från denna huvuduppgift, eller pekar den på ett annat och bättre sätt att utföra den?

¹⁹ Se till exempel Auclert m.fl. (2021).

²⁰ Här kanske man bör påpeka att ränteläget givetvis inte är den enda faktorn som påverkar bostadsprisernas utveckling. Exempelvis har Sverige, Tyskland och Finland haft ungefär samma räntor (både real styrränta och neutral ränta) men bostadsprisutvecklingen länderna emellan har länge skiljt sig åt ganska mycket, med betydligt mindre branta trender i priserna i Tyskland och Finland än i Sverige. Ett skäl till detta, som Riksbanken lyft fram under lång tid, är att den svenska bostadsmarknaden lider av stora strukturella problem, på både utbuds- och efterfrågesidan.

Om det senare är fallet är allt gott och väl – då spelar kritiken och det penningpolitiska ramverket på samma spelplan.²¹ Om huvuduppgiften däremot inte alls nämns, eller bara som pliktskyldigast i förbifarten, blir det hela mer problematiskt. Då handlar det i stället ofta om att man ser Riksbankens uppdrag som ett annat än det faktiskt är – eller möjligen önskar att det vore det. Man menar till exempel 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.²²

Ibland hävdas explicit att inflationsmålet inte är ett mål i sig utan bara ett verktyg för att uppnå det *egentliga* målet, kortsiktig konjunkturstabilisering. 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 30 år sedan har framgått vilket syftet med inflationsmålet är. Det är, som jag framhöll tidigare, att en ekonomi utvecklas bättre *på lång sikt* om det finns ett tydligt nominellt ankare. Och om centralbanken tar för lätt på inflationsmålet så finns inte längre något sådant ankare.

Om man utelämnar inflationsmålet i sin argumentation är det egentligen 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. Förhoppningsvis kommer de lite tydligare formuleringarna i den nya riksbankslagen att kunna vara till hjälp här.

Ramverket kan också diskuteras – men kraven är högre

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.²³ Men gången här måste vara att nya hypoteser och teorier först stöts och blöts i forskarvärlden och så småningom får allt mer gehör och genomslag, eller förkastas. 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.²⁴

²¹ Ett exempel på en kritik som spelar på samma spelplan är den argumentation som går ut på att styrräntan inte behöver höjas så mycket som Riksbanken räknar med för att inflationen ska återgå till målet. Den debatten handlar om skillnader i bedömningar. Det kan dock vara värt att notera att den typen av kritik började föras fram redan i samband med Riksbankens allra första höjning, från 0 till 0,25 procent i maj 2022.

²² Exempel från debatten är Rothstein (2023), Andersson och Jonung (2023b) 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 utgångspunkterna i detta anförande är det inte svårt att förstå varför en sådan röst saknas.

²³ Det kan handla om aspekter som att penningpolitiken bättre bedrivs med "nominal GDP targeting" än med flexibel inflationsmålspolitik (se till exempel Beckworth, 2019) eller att globala långsiktiga realräntor styrs av stora centralbankers penningpolitik snarare än av globala sparande- och investeringsmönster (se till exempel Borio m.fl., 2022). För den mer etablerade synen att långsiktiga realräntor bestäms av reala strukturella faktorer och inte av penningpolitiken, se till exempel Grigoli m.fl. (2023), IMF (2023) och Peterson Institute for International Economics (2023).

²⁴ Odeberg (2023) är i huvudsak en kritik av det penningpolitiska ramverket.

Det ställs alltså ganska höga krav på den som vill ro iland en argumentation som står i strid med denna huvudfråga. Man behöver kunna förklara varför huvudfrågan har fel, varför den riksbankslag som varit i kraft mindre än ett år borde ändras, vad som i så fall i stället borde stå i den och hur det kommer sig att så många andra länder valt en liknande lagstiftning och ungefär samma uppdrag för sina centralbanker.

Låt mig runda av och 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 sätt som visar sig inte vara de bästa. I den utvärdering av penningpolitiken som jag diskuterat här lyftes ju också en del kritik fram.

Det är givetvis inte heller att *all* diskussion i den allmänna debatten bortser från centrala aspekter, som vilken uppgift Riksbanken har och varför. Ett exempel är den diskussion som handlar om hur mycket räntan behöver höjas för att inflationen ska återgå till målet, i ett rimligt tidsperspektiv och utan onödigt stora negativa effekter på ekonomin. Detta är något som är genuint svårt att bedöma och som man kan ha olika åsikter om.

Budskapet är däremot att det ofta är stor skillnad på hur man ser på penningpolitiken i forskningen och den praktiska politiken respektive i stora delar av 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 gjordes av ett antal ledande svenska akademiker och publicerades i maj. Den går igenom och granskar vanlig kritik mot Riksbanken som har förts fram genom åren. För att använda mitt tidigare uttryck spelar mycket av kritiken inte på samma spelplan som huvudfrågan i forskningen, det penningpolitiska ramverket och lagstiftningen. En förutsättning för en meningsfull diskussion om hur penningpolitiken bedrivs är att den gör det.

Referenser

Andersson, Fredrik N.G. och Lars Jonung (2023a), "Riksbanken måste erkänna sina misstag", SvD Debatt, 28 oktober.

Andersson, Fredrik N.G. och Lars Jonung (2023b), "Varför är den svenska kronan så svag mot euron?", Ekonomisk Debatt, årg. 51, nr 5, s. 12–23.

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

Auclert, Adrien, Hannes Malmborg, Frederic Martenet och Matthew Rognlie (2021), "Demographics, Wealth, and Global Imbalances in the Twenty-First Century", NBER Working Paper 29161.

Beckworth, David (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, Claudio, Piti Disyatat, Mikael Juselius och Phurichai Rungcharoenkitkul (2022), "Why So Low for So Long? A Long-Term View of Real Interest Rates", *International Journal of Central Banking*, vol. 18, No. 3, s. 47–87.

Dennis, Bengt (2003), "Första året med flytande krona" i Jonung, L. (red.), *På jakt efter ett nytt ankare*, SNS Förlag, 2003.

Flug, Karnit och Patrick Honohan (2022), Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–2020, Rapport från riksdagen 2021/22:RFR4.

Grigoli, Francesco, Josef Platzer och Robin Tietz (2023), "Low for (Very) Long? A Long-Run Perspective on r^* across Advanced Economies", IMF Working Paper WP/23/85.

Hassler, John, Per Krusell och Anna Seim (2023), "Utvärdering av penningpolitiken 2022", Rapport från riksdagen 2022/23:RFR5.

IMF (2023), "The Natural Rate of Interest: Drivers and Implications for Policy", chapter 2 i *IMF World Economic Outlook*, April 2023.

Jansson, Per (2019), "En ränteduvast och inflationshöks betraktelser", anförande vid Danske Bank, 3 december.

Jansson, Per (2021), "Är det dags att se över rollfördelningen i den makroekonomiska politiken?", anförande vid Sveriges riksbank, 8 december.

Konjunkturinstitutet (2022), Specialstudie, Prissättning hos svenska företag under 2022.

Odeberg, Elinor (2023), "Riksbankens fria roll är problematisk", SvD Debatt, 26 oktober.

Peterson Institute for International Economics (2023), "Summers and Blanchard debate the future of interest rates", Unedited Transcript, 7 mars, 2023, <https://www.piie.com/sites/default/files/2023-03/2023-03-07transcript-summers-blanchard.pdf>

Riksrevisionen (2023), "Riksbankens tillgångsköp – dyrköpta erfarenheter", En granskningsrapport från Riksrevisionen, RiR 2023:21.

Rothstein, Bo (2023), "En riksbank som inget vet förtjänar inte självständighet", DN Debatt, 4 september.

Winsth, Annika (2023), "Bilderna av svensk ekonomi är alltför mörka", SvD Debatt, 22 september.