

Astri Muren

Tack så mycket Stefan Ingves, väldigt intressant. Då ska vi strax släppa in vår kommentator Fredrik N G Andersson men innan det vill jag passa på att uppmantra alla lyssnande medlemmar att tänka ut någon fråga. Vi kommer efter Fredriks anförande att samla ihop några frågor och låta Stefan Ingves och Fredrik N G Andersson kommentera kort. Välkommen Fredrik N G Andersson.

Fredrik N G Andersson

Tack så mycket och tack för inbjudan till dagens möte. Hur digitaliseringen och den finansiella miljön påverkar penningpolitiken är ett mycket intressant område. Men också, som vi hörde i Stefan Ingves presentation, oerhört komplext. Det finns många olika dimensioner att beakta.

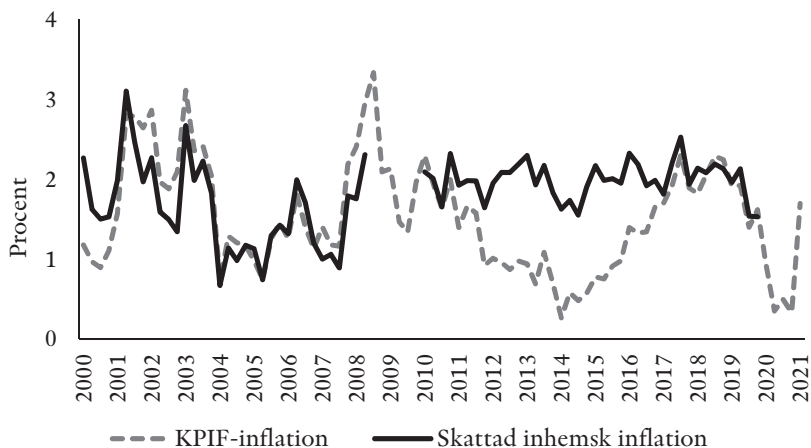
Jag har valt ut tre huvudpunkter i Stefan Ingves tal som jag tänker diskutera. Den första punkten är att finansiell stabilitet är en förutsättning för att bedriva penningpolitik. Den andra punkten är att utvecklingen på finansmarknaderna gör dem mer riskfyllda och begränsar en nationell penning- och finansmarknadspolitik. Den tredje punkten är att det behövs nya penningpolitiska instrument. I talet var det Riksbankens balansräkning och obligationsköp som stod i centrum, men även nya internationella samarbeten, bl a inom den europeiska bankunionen, nämndes.

Jag håller med om de första två punkterna, men inte nödvändigtvis om den tredje punkten. För det första, finansiell stabilitet och penningpolitik är relaterade till varandra, det går inte att bedriva penningpolitik utan finansiell stabilitet. Samtidigt påverkar penningpolitiken den finansiella stabiliteten. Detta betyder dock inte att det är helt enkelt att kombinera de båda målen. För det andra, Riksbankens inflytande över svensk ekonomi, inte minst över konsumentprisinflationen har minskat

över tiden. Stefan Ingves nämnde den finansiella utvecklingen som en förklarande faktor. Det finns fler faktorer; värdekedjorna har internationaliserats och svensk och europeisk arbetsmarknad blir alltmer integrerade. Internationella faktorer, som Riksbanken inte kan påverka, får därmed en allt större påverkan över den svenska ekonomin.

På den tredje punkten har jag har en annan syn än Stefan Ingves, dvs hur Riksbanken bör möta den nya penningpolitiska miljön. Att använda obligationsköp som ett allmänt penningpolitiskt instrument är fel väg att gå. Vi bör även i fortsättningen se obligationsköpen som krisverktyg som endast används vid exceptionella händelser. Problemet med obligationsköpen är att de har en begränsad inverkan på konsumentprisinflationen samtidigt som de bidrar till att bygga upp signifikanta finansiella risker och obalanser. Obligationssköp som ett allmänt penningpolitiskt medel är alltså inte förenligt med finansiell stabilitet. I stället för att leta nya penningpolitiska verktyg bör vi i stället förändra vår syn på vad penningpolitiken kan uppnå. Jag saknar en sådan diskussion i Stefan Ingves tal.

Låt mig utveckla mina tankar. Den grå kurvan i figur 17 illustrerar inflationen i Sverige mätt med konsumentprisindex med fast bolåneränta (KPIF) mellan åren 2000 och 2021. Som vi kan se har KPIF-inflationen rört sig mellan 0,5 och 3,5 procent under perioden. Den svarta kurvan visar en skattning av den inhemska inflationen, dvs den förändring i inflationstakten som inte kan förklaras med hjälp av internationella faktorer. Skattningen av den inhemska inflationstakten har jag tagit fram med hjälp av en enkel modell med två förklarande variabler; arbetslösheten i euroområdet samt det internationella oljepriset. Med hjälp av denna modell har jag rensat bort effekten av den europeiska konjunkturen och oljepriset på den svenska KPIF-



Figur 17
KPIF-inflation samt
skattad inhemsk
inflation 2000K1 till
2021K1. Procent

Källa: SCB samt egna skattningar.

inflationen. Den inflation som återstår har jag definierat som inhemsk inflation.

Som vi kan se i figur 17 är skattningen av den inhemska inflationen mer eller mindre en konstant på två procent under 2010-talet. Nedgången i KPIF-inflationen under åren 2011–14 förklaras med konjunkturedgången i samband med skuldskrisen i Europa. Uppgången i KPIF-inflation 2015–18 förklaras med konjunkturåterhämtningen i Europa. Den mer eller mindre konstanta inhemska inflationen under perioden indikerar alltså att variationen i KPIF-inflationen berodde helt på konjunkturen i Europa. Mönstret skiljer sig jämfört med före den internationella finanskrisen då de internationella faktorerna hade en mindre inverkan på KPIF-inflationen. Något har alltså hänt efter den internationella finanskrisen.

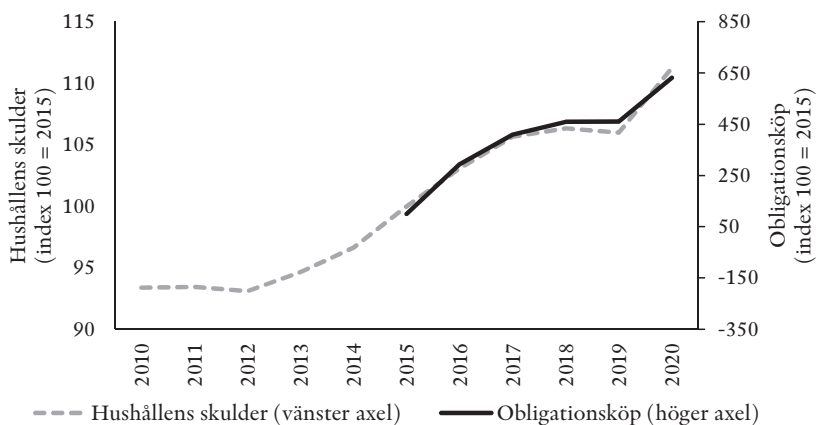
Den stabila inhemska inflationen under 2010-talet är intressant. Under denna period har vi haft en ytterst aktiv penningpolitik. Räntan höjdes de första åren med 1,75 procentenheter. Därefter sänktes räntan med två procentenheter. Sedan följde negativ ränta och stora obligationsköp under åren 2015–19. Kronan apprecierade med 20 procent fram till

2013 och deprecierade därefter med mellan 20 och 25 procent. Trots detta är den inhemska inflationen konstant.

Det finns två möjliga förklaringar till detta. Den första förklaringen är att Riksbanken har varit fantastiskt framgångsrik i att stabilisera den inhemska inflationen medan de har varit mindre lyckosamma i att stå emot effekten den europeiska skuldskrisen. Den andra förklaringen är att penningpolitiken har haft en begränsad inverkan på KPIF-inflationen. Inflationen bestäms främst av den europeiska utvecklingen, inte den svenska penningpolitiken. Baserat på utvecklingen i andra länder skulle jag säga att det snarare är den andra förklaringen som ligger nära till hands.

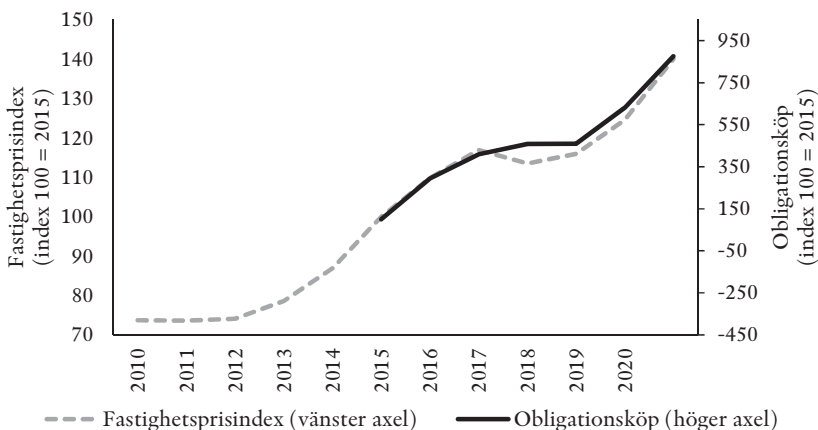
Om vi utgår från den andra förklaringen, att penningpolitikens påverkan på inflationen har minskat, finns det två sätt för Riksbanken att angripa situationen. Riksbanken kan, som Stefan Ingves diskuterade, ta fram nya penningpolitiska verktyg. Förhoppningsvis är dessa mer kraftfulla jämfört med de verktyg Riksbanken redan har till sitt förfogande. Eller så får vi acceptera att den svenska inflationsutvecklingen alltmer påverkas av utvecklingen i Europa och

Figur 18
Hushållens skulder
samt Riksbankens
innehav av obliga-
tioner 2010–21.
Index



Källa: Valueguard samt Sveriges riksbank.

Figur 19
Fastighetsprisindex
samt Riksbankens
innehav av obliga-
tioner 2010–20.
Index



Källa: Sveriges riksbank.

det är lite Riksbanken kan göra åt det. Vi får helt enkelt acceptera att inflationen ibland avviker från två procent beroende på hur ekonomin i Europa ser ut.

Personligen föredrar jag det andra alternativet. Anledningen är den finansiella stabiliteten. För om penningpolitikens påverkan på KPIF-inflationen har minskat är dess inverkan på tillgångsinflationen fortsatt stor. Utvecklingen på fastighetsmarknaden illustreras i figur 18. Bostadspriserna har stigit kraftigt under 2010-talet. Visserligen stabiliserades priserna något när Riksbanken höjde reporäntan 2010–12, men de steg

snabbt därefter när Riksbanken 2012–14 sänkte räntan. Negativ ränta och obligationsköp 2015–19 spädde på utvecklingen. Hushållens skulder, se figur 19, steg i takt med fastighetspriserna. För att bromsa utvecklingen på bostadsmarknaden infördes kreditregleringar i form av amorteringskrav 2016/17. Av figurerna att döma fick detta en avkylande effekt. När coronapandemin slog till togs kreditregleringarna bort, obligationsköpen ökade och fastighetspriserna och skulderna stack i väg igen. Penningpolitiken har alltså haft en stor inverkan på fastighetsmarknaden och hushållens skulder.

Ett vanligt förekommande argument är att det går att värna om den finansiella stabiliteten med hjälp av kreditregleringar. Det öppnar upp för Riksbanken att använda obligationsköp som ett penningpolitiskt instrument utan att det hotar den finansiella stabiliteten. Samtidigt ser vi i figurerna att volymen av obligationer som Riksbanken köpt (svart kurva) korrelerar högt med uppgången i fastighetspriser och skulder. Inbromsningen som skedde 2017–19 kan förklaras med att takten som Riksbanken köpte obligationer minskade. Detta hade troligen en större effekt än kreditregleringarna som infördes under denna period. Det finns fortsatt stora frågetecken kring hur effektiva kreditregleringarna är.

Summerar vi dessa tre figurer kan vi se att obligationsköpens inverkan på KPIF-inflationen troligen är begränsad samtidigt som deras påverkan på tillgångsinflationen är hög. För att få tillstånd en större förändring i KPIF-inflationen med hjälp av obligationsköp tvingas Riksbanken ta i så pass mycket att det hotar den finansiella stabiliteten på lång sikt.

Om obligationsköp inte är ett effektivt penningpolitiskt instrument, hur bör då Riksbanken bedriva penningpolitik? Ett alternativ är att ändra synen på inflationsmålet och sluta jaga tiondelar i inflationsmätningarna. När inflationen var som lägst 2014 var inflationen ca en procent – en avvikelse från inflationsmålet på en procentenhet. Samtidigt hade vi god tillväxt och hög sysselsättningsgrad bland inrikes födda. Ekonomin led alltså ingen skada av att inflationen låg något under Riksbankens mål. Här bör vi även komma ihåg att inflationsmätningarna är ytterst osäkra och förändringar i inflationstak-

ten på några tiondelars procentenheter kan mycket väl bero på mätfel. Hade Riksbanken accepterat en lägre inflationstakt under dessa år hade uppgången på bostadsmarknaden varit mindre dramatisk utan att den reala ekonomin hade tagit skada.⁵³

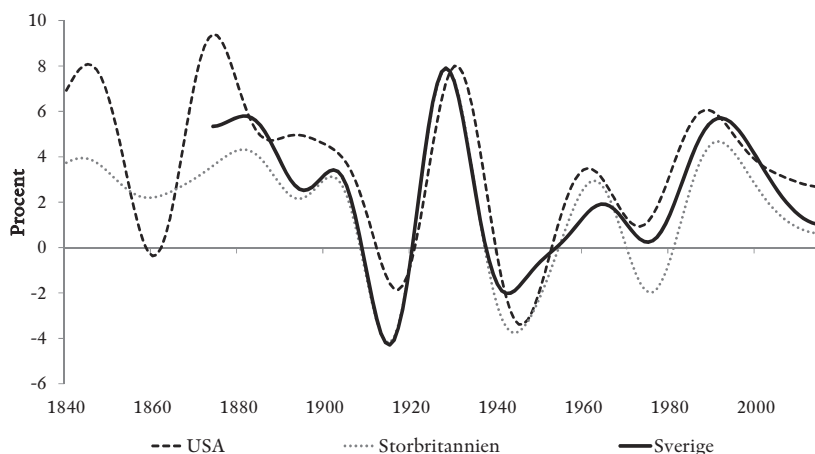
De finansiella riskerna som har byggts upp med den expansiva penningpolitiken ska inte underskattas. Stefan Ingves visade en historisk figur över Riksbankens balansräkning från år 1800 till våra dagar. Tyvärr kan jag inte kontra med en lika långsiktig figur, men figur 20 visar en trendskattning av realräntan från 1840 till 2015 för Sverige, Storbritannien och USA. Som framgår av figuren finns det en långsiktig cykel i realräntan. Ibland är den hög i några årtionden för att sedan sjunka och vara låg under en tio- till tjugoförårsperiod. Budskapet i figuren är att utdragna perioder av höga och låga räntor kommer och går. Vi kan således inte utgå från att dagens låga räntor kommer vara normen även i framtiden. Räntorna kan mycket väl stiga. Skulle så ske, blir hushållens skulder ett stort problem.

Låt mig summera. Den expansiva penningpolitiken, inte minst obligationsköpen, bygger alltså in mycket stora finansiella risker utan att uppnå några mätbara vinster i termer av KPIF-inflation. Obligationsköp kan vara ett viktigt penningpolitiskt instrument under kriser, men inte som ett allmänt penningpolitiskt verktyg. Det finns också mycket forskning som visar att köpen av obligationer under finanskrisen i Storbritannien och USA åtminstone inledningsvis hade en positiv påverkan på ekonomin. Forskningen visar också att effekten av obligationsköpen avtar med tiden.⁵⁴ Det svenska experimentet med obligationsköp under en högkonjunktur

⁵³ Se t ex Borio m fl (2015) om kostnaden av deflation in konsumentpriser och tillgångspriser.

⁵⁴ Goodhart och Ashworth (2012) och Meaning and Zhu (2011) diskuterar effekten av obligationsköp.

Figur 20
Trendskattning av
den långa realräntan
1840–2015. Procent



Källa: Andersson (2017).

2015–19 tyder på att effekten på KPIF-inflationen är än mindre i goda tider än under kriser.

Vad vi behöver är inte fler penningpolitiska verktyg utan en diskussion om vad vi faktiskt kan förvänta oss att Riksbanken kan uppnå i dagens ekonomi. Tyvärr avstod förra årets Riksbankkommitté från att föra detta.⁵⁵ Utredningen utgick från att ekonomin har samma funktionssätt i dag som för tjugofem år sedan då inflationsmålet infördes. Ska vi lära oss något av historien så är det att förutsättningarna för att bedriva penningpolitik förändras kontinuerligt och målen för politiken måste anpassas därefter.⁵⁶ Med det tackar jag för mig.

REFERENSER

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

Andersson, F N G (2020), "The Quest for Economic Stability: A Study on Swedish Stabilization Policies 1873–2019", Working Paper Series 2020:16, Nationalekonomiska institutionen, Lunds universitet.

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

Borio, C, M Erderm, A Filardo och B Hofmann (2015), "The Costs of Deflations: A Historical Perspective", *BIS Quarterly Review*, March 2015, s 31–54.

Goodhart, C och J P Ashworth (2012), "QE: A Successful Start May be Running into Diminishing Returns", *Oxford Review of Economic Policy*, vol 28, nr 4, s 640–670.

Meaning, J och F Zhu (2011), "The Impact of Recent Central Bank Asset Purchase Programmes", *BIS Quarterly Review*, december 2011, s 73–83.

Astri Muren

Stort tack för detta Fredrik N G Andersson. Vi vill passa på att nämna att ni kan skicka in frågor antingen genom att använda Q&A-funktionen eller genom att räkna upp handen. Medan ni funderar på det inbjuder jag Magnus Henrekson, vår ordförande, att kommentera kort.

Magnus Henrekson

Stefan Ingves nämnde att Riksbanken skapar pengar genom inlåning, man

⁵⁵ För en kritik av Riksbanksutredningen, se Andersson och Jonung (2020).

⁵⁶ För en vidare diskussion om penningpolitiken och en föränderlig ekonomi, se Andersson (2020).

köper t ex obligationer, vilket skapar en säker tillgång. Det är sant att den är säker i nominella termer men i reala termer är den inte säker överhuvudtaget. Vi ser nu, om man renoverar hemma t ex, att byggmaterialkostnader kan vara 60–70 procent högre än förra året och hantverkarkostnaderna har stigit med upp mot 100 kr per timme jämfört med föregående år. Om man jämför med 1960-talet då inflationen började stiga var det inte så att inflationstakten steg utan den kröp sakta uppåt tills framför allt USA stramade åt penningpolitiken runt 1980. Jag minns att de korta dollarräntorna sommaren 1981 var 20 procent och det visade sig bli mycket kostsamt att få ner inflationstakten då den blivit institutionaliserad. Frågan är ifall Stefan Ingves ser att vi just nu håller på att stegvis bygga in en högre inflationsnivå kring låt säga 3–3,5 procent och, om så är fallet, vad det kommer att kosta för att få ned den till två procent igen?

Stefan Ingves

Inte de kommande åren om vi har rätt i våra prognoser. Tvärtom, i en nästan absolut närtid, om vi har rätt i våra prognoser, kommer inflationen t o m att falla lite under en procent. Sen tar det ytterligare ett antal år innan inflationen går tillbaka till två procent. Samtidigt är det så att det kan uppstå en pandemi och vi har inte varit med om det på hundra år. Det ska hanteras och vi håller nu på att kravla oss ur detta, åtminstone i ekonomisk mening. Alltid finns det någon osäkerhet att hantera men inte så att vi i dagsläget ser någon omedelbar risk för en inflation som är för hög i det här sammanhanget. Tvärtom, precis som Fredrik också visat, har inflationen under en lång tid varit för låg givet ett inflationsmål på två procent. Då är det inga bekymmer att inflationen slår över en del, ett kort tag i alla fall.

Astri Muren

Tack. Jag har en fråga från Volker Schulte som lyder: Europeiska bankunionen har också i sig risker med Target2-saldo och *finansiell stability facility*. Är det inte risk för att Sverige utsätter sig för ytterligare risker inom penningpolitik och finansiell stabilitet om man har ett djupare samarbete med bankunionen?

Stefan Ingves

Jo, men det är så med allting här i livet man måste välja och ingenting är riskfritt. Om man är för frihandel, man är för fria kapitalrörelser och om man är för en helt fri etableringsrätt i den finansiella sektorn över gränserna har man att välja på att låta någon annan bestämma eller att man själv deltar i medbestämmandeprocessen på ett eller annat sätt. Ytterst är det vad man har att välja mellan. Det jag vill belysa är det enkla faktum att om man fattar alla de här besluten om deltagande i olika dimensioner som jag har beskrivit och sen ändå väljer en speciell nationell linje kommer inte de vara långsiktigt förenliga. Man måste välja vilken väg man vill gå.

Astri Muren

Fredrik vill du komma in med någon kommentar på slutet?

Fredrik NG Andersson

Jag tror det är intressant att fundera kring den europeiska bankunionen för det är rätt att om vi står utanför får vi lov att acceptera de regler som kommer. Samtidigt är vi inte en del av euroområdet. Egentligen är frågan större och borde diskuteras i ett större sammanhang än utifrån enbart bankunionen. Vilken möjlighet har Sverige överhuvudtaget att bedriva penning- och finansmarknadspolitik i dagens ekonomi?

Stefan Ingves

Det har just att göra med att vi är en liten öppen ekonomi där vi sedan en

lång tid tillbaka har accepterat gränsöverskridande aktiviteter i mycket stor omfattning och då får vi precis de här frågeställningarna som Fredrik har tagit upp här i dag på ett eller annat sätt. Man kommer inte runt det då det inte finns någon gratislunch i den här världen, förr eller senare måste man välja en det ena eller det andra.

Astri Muren

Ja, något om vilket alla ekonomer kan enas. Stort tack Stefan Ingves och Fredrik N G Andersson och alla ni som har varit med i dag. Då avslutar vi dagens möte.