

Dags att omvärdera Riksbankens roll och ställning?

ANDREAS BERGH

Principen för Riksbankens penningpolitik är i grunden både enkel och smart. Om ekonomin visar tendenser till överhettning blir det ont om arbetskraft. Då måste arbetsgivare bjuda över varandra för att få tag i personal. Ökade lönekostnader ger ökade priser, vilket ger inflation och krav på ytterligare löneökningar. I stället för att ekonomin hamnar i en ond spiral med nominella löneökningar och allt högre inflation, ska Riksbanken kyla av ekonomin genom att höja räntan. Då blir det dyrare att låna och investera, vilket dämpar arbetskraftsefterfrågan. Högre ränta stärker också kronans värde (eftersom placeringar i Sverige blir mer attraktiva och efterfrågan på svenska kronor ökar) vilket också motverkar inflationen.

Om det i stället finns ledig kapacitet i ekonomin (i praktiken: hög arbetslöshet) ska Riksbanken stimulera ekonomin genom låga räntor. Det gör sparande mindre lönsamt medan lån och investeringar blir billigare. Tanken är att detta ska öka efterfrågan (både på varor och arbetskraft), vilket driver upp arbetskraftsefterfrågan och så småningom inflationen.

Av pragmatiska skäl har Riksbanken valt att sikta på att inflationen ska vara två procent. Siffran är godtyckligt vald, men den gör att företag och hushåll kan utgå från två procents inflation i sitt beslutsfattande och de kan förvänta sig att penningpolitiken är expansiv eller åtstramande beroende på om inflationen ser ut att bli lägre eller högre än två procent.

Jag vill understryka att detta i grunden är en rimlig modell för penningpolitiken. Det kan naturligtvis diskuteras om det vore bättre att sikta på lite högre inflation, lite lägre eller rent av deflation. Calmfors m fl (2022) föreslår tre procent för att ge större utrymme för styrräntesänkningar vid ekonomiska nedgångar. Andra har påpekat att målet prisstabilitet mycket väl kan tolkas som noll procents inflation och framhållit att vår rädsla för deflation kan vara överdriven: I en växande ekonomi är det normalt att saker blir billigare med tiden (Selgin 2018).

Det kan också diskuteras vilka verktyg Riksbanken kan och bör använda, inte minst när Riksbanken bedriver penningpolitik genom att köpa företagsobligationer och då måste välja vad som ska köpas. Intressant nog har detta inneburit att Riksbanken numera bedriver ett slags miljöpolitik, eftersom banken har bestämt att obligationsköp endast får ske i företag som uppfyller ”internationella standarder och normer för hållbarhet”.¹

Principerna för penningpolitiken är alltså inte glasklara, men det är viktigt att inte låta det bästa bli det godas fiende: Penningpolitik måste föras även om det saknas konsensus om hur den optimala penningpolitiken ser ut. Däremot kan stora frågetecken resas för hur principerna de senaste decennierna har tillämpats i praktiken och medan många diskuterar detaljer är det mer sällsynt att Riksbankens roll och ställning diskuteras i ett bredare perspektiv, vilket är vad jag ska göra i det följande.

Principen för penningpolitiken bygger på en modell där inflationstendenser är drivna av överhettning och löneglidning, medan deflationstendenser beror på otillräcklig efterfrågan. I verkligheten kan emellertid priser ändras också

INLÄGG

Andreas Bergh är välfärdsforskare och verksam vid Lunds universitet och Institutet för Näringslivsforskning (IFN). andreas.bergh@ifn.se

¹ Citerat från ”Köp av företagsobligationer”, <https://www.riksbank.se/sv/penningpolitik/penningpolitiska-instrument/kop-av-foretagsobligationer/> [läst 2022-12-10].

av andra skäl. Om dessa faktorer är små och slumpmässiga spelar det ingen större roll. Men om prisförändringar som beror på faktorer utanför modellen är stora och strukturella, kan ett tondövt och mekaniskt tillämpande av modellen leda väldigt fel.

För de allra flesta ekonomer (som inte själva jobbar på någon centralbank) är det uppenbart att det länge har funnits betydande sådana faktorer och att det har tillkommit fler sådana faktorer de senaste åren. Man skulle kunna säga att centralbankerna har gjort sig skyldiga till vad som brukar kallas *the McNamara fallacy*, nämligen att basera beslut på en enkel kvantitativ modell för att annat som spelar roll är komplext, svårbegripligt och svårkvantifierat.

Vilka är då dessa exogena faktorer som haft stor effekt på priser och inflation? I tiden skedde först en rad förändringar som bidrog till fallande priser på insatsvaror och som därmed bidrog till ökad lönsamhet och produktivitet. Hit hör exempelvis containerskepp, handelsavtal och Kinas masstillverkning. Genom ökad konkurrens, till stor del genom näthandel och andra former av digitalisering, skapades snart även en prispress gentemot västvärldens konsumenter. För den som bara mäter företagets produktivitet med vinster och förädlingsvärde såg det nu sämre ut, men de låga priserna skapade i stället värde hos konsumenterna, inte minst inom vitvaror, hemelektronik och konfektion.

De exogena faktorerna gav alltså en prispress som var gynnsam för både företaget och hushåll. Men när inflationen inte nådde upp till inflationsmålet sade Riksbankens modell att ekonomin behövde stimuleras, varpå styrräntorna sänktes.

I Sverige tycktes även den genomsnittliga arbetslösheten tala för stimulanser. Arbetslösheten var – och är – nämligen förhållandevis hög. Den som kikar närmare ser emellertid att Sverige

under lång tid har haft närapå full sysselsättning och stundom arbetskraftsbrist i vissa delar av ekonomin, samtidigt som andra delar av arbetskraften haft stora svårigheter att hitta jobb. Det är ett strukturellt problem som har att göra med att många jobb i Sverige är högkvalificerade, medan delar av arbetskraften uppfattas vara okvalificerad för dessa jobb (åtminstone till de lönenivåer som kollektivavtalen stipulerar).

Vad händer om en centralbank under lång tid för en expansiv penningpolitik i syfte att stimulera en ekonomi som inte behöver stimuleras? Här skiljer jag mig möjligen från många andra kritiker, som ofta varnar för att vi bygger upp enorma obalanser och går mot en framtida jättekrasch av något slag. Jag tror att en sådan krasch är osannolik. Krascher uppstår när starka krafter verkar i viss riktning och det som håller emot plötsligt ger vika. I ekonomin kan det som ger vika förvisso vara gemensamma förväntningar som plötsligt ändras, men när det gäller effekterna av expansiv penningpolitik i den svenska ekonomin finns det gott om rörliga priser som kan anpassa sig – och som i Sverige har gjort just detta under lång tid: Växelkursen, bostadspriserna och aktiekurserna.

Den expansiva penningpolitiken har alltså påverkat fördelningen av resurser inom ekonomin. Kronan är svagare än eljest, börsen och bostäder är högre värderade än vad som skulle vara fallet med en stramare penningpolitik (hur mycket är det ingen som vet). Kontinuerliga anpassningar har självfallet fördelnings effekter värda att diskutera, men de leder inte till en oundviklig jättekrasch. För tydlighets skull: Om den som talar om krasch menar att bostadspriserna skulle kunna falla runt 20 procent, då tror jag också att en krasch är fullt tänkbar. Men även efter en sådan korrigering skulle bostadspriserna ha ökat kraftigt på lång och medelkort sikt.

Under 2022 ändrades situationen

fundamentalt, när ökade priser kom att prägla ekonomin i de flesta länder. Men även dessa prisökningar berodde mestadels på faktorer utanför centralbankernas makroekonomiska modeller. Och även denna gång tycks centralbankerna, inte minst den svenska Riksbanken, göra samma typ av fel som tidigare. Längre var problemet enligt centralbankerna att inflationen var för låg och botemedlet skulle vara sänkta styrräntor. Under 2022 blev problemet att inflationen var för hög och då säger modellen att styrräntan ska höjas. Men prishöjningarna har exogena förklaringar: Putins krig i Ukraina, pandemin och protektionismens återkomst när EU och USA under Trump började höja tullar mot varandra. Den som gillar alliterationer kan lägga till ytterligare två P till förklaringarna: Pengar (bl a från stimulanser som skulle motverka effekterna av pandemin och de nedstängningar som i varierande utsträckning genomfördes) samt (de) Puckade beslut som ledde till att fullt fungerande kärnkraftsreaktorer stängdes i förtid och nedmonterades så att de inte går att återstarta.

Det kan diskuteras vilken av dessa faktorer som spelade störst roll för inflationens återkomst 2022 (det är lite som att bråka om vilken droppe som bär ansvar för att ett glas är fullt). Men alla faktorer är reala problem och många kan beskrivas som flaskhalsar på utbudssidan. Dessa problem varken löses eller mildras när Riksbanken höjer räntan för att strama åt ekonomin som om prishöjningarna berodde på överhettad efterfrågan. Från officiellt håll sägs att räntehöjningarna ska påverka inflationsförväntningarna, men risken är överhängande att penningpolitiken ånyo har skapat oavsedda biverkningar. När hushåll som redan tampas med höga priser på el

och annat också får ökade räntekostnader för sina lån kan vi få kraftigt minskad efterfrågan och kanske även en rejäl justering på bostadsmarknaden. Vissa motverkande mekanismer finns, kanske i form av en stärkt krona, men i orostider brukar den så kallade *flight-to-safety*-tendensen (dvs viljan att hålla stora valutor som uppfattas mer stabila) vara en viktigare effekt.

Osäkerheten är betydande och den blir inte mindre av att det länge har varit svårt att veta vad centralbankerna ska göra. I Sverige måste prognosmakare mer eller mindre explicit ägna sig åt "Riksbankspsykologi": Kanske höjde Riksbanken räntan under 2022, inte så mycket för att det var det bästa att göra, men för att insikten hade börjat sprida sig om att de låga räntorna tidigare inte fungerade som avsett? Dylika spekulationer visar att vi numera går miste om de fördelar som en stabil och förutsägbar penningpolitik var tänkt att skapa.

Jag menar att det nu är hög tid att ställa två frågor om Riksbanken och dess roll. Den första frågan är om den nuvarande principen för penningpolitiken alls fungerar stabiliserande på det sätt som det var tänkt. Om centralbanken gång på gång felbedömer orsaker till förändringar i inflationstakten och därför för en olämplig penningpolitik, är risken påtaglig att dess agerande sammantaget skapar instabilitet och osäkerhet snarare än motsatsen. I Riksbankens fall ska det mycket till för att hävda att effekten av dess agerande har varit stabiliserande de senaste 10–15 åren. Det kontrafaktiska utfallet är naturligtvis okänt, men i efterhand ligger det nära till hands att tänka att en konstant ränta på en eller två procent hade varit att föredra framför tvära kast mellan minusränta och plötsliga höjningar.²

² Mot slutet av 2022 kom indikationer på att inflationen tog fart tidigare, och kanske även nådde sin kulmen tidigare, än vad Riksbanken utgått ifrån vilket i så fall kan tolkas som att penningpolitiken även denna gång inte kom rätt i tiden (Boije och Hansen 2022).

Den andra frågan som måste ställas är om Riksbankens uppburna ställning är motiverad och sund. Som arbetsplats har Riksbanken gott rykte och lönerna är synnerligen bra. En plats i direktionen, där alla är vice riksbankschef utom förste vice riksbankschef och ordförande, är orimligt välbetald. Lönen sedan 2020 är 205 500 kr i månaden för ledamöter, 220 500 kr för förste vice riksbankschefen samt 257 500 kr för riksbankschefen.

Självfallet ska offentlig sektor betala bra löner för viktiga jobb. Men lönenivåerna i direktionen är problematiskt höga när de jämförs med andra viktiga jobb inom offentlig sektor. Lönerna för direktionen överstiger med stor marginal lönerna för regeringens ministrar. Statsministerns arvode (2022) är 184 000 kr per månad, medan övriga statsråd har 145 000 kr per månad. Ministrarna har större ansvarsområde och är ytterst ansvariga för mycket som händer i deras del av statsförvaltningen. Det är inte sällsynt att ministrar måste avgå när fel uppdrag, även när felet har begåtts av någon annan i förvaltningen. Ministern är ytterst ansvarig. Något liknande ansvarsutkrävande av riksbanksdirektionens ledamöter förekommer inte. Deras arbetsuppgifter och ansvarsområden är mer begränsade och de fattar gemensamma beslut.

Jobb med väldigt höga löner har

dessutom den olyckliga bieffekten att de ökar alternativkostnaden för kritik från duktiga anställda och potentiella medarbetare. Det finns alltså en risk att makroekonomer som är kritiska mot Riksbanken och dess penningpolitik modererar eller håller inne med sin kritik av karriärhänsyn: det är ju dumt att i onödan stöta sig med en av de bästa tänkbara framtida arbetsgivarna. Således kommer kritik mot centralbankerna ofta från personer som är verksamma inom andra fält, vilket gör att de lätt uppfattas som mindre kunniga om specifika detaljer, även när de har rätt om den större bilden. Riksbanken är således ett intressant studieobjekt att ta sig an ur ett *public choice*-perspektiv: Den expertis och de resurser som banken har för att utföra sitt uppdrag kan den också använda för att stärka sin egen status och ställning.

REFERENSER

- Calmfors, L, J Hassler och A Seim (2022), ”Samspel för stabilitet – en ESO-rapport om rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik”, ESO-rapport 2022:3.
- Boije, R och S Hansen (2022), ”Därför kan det vara dags att sluta att höja styrräntan”, *Realtid*, 20 december 2022, <https://www.realtid.se/darfor-kan-det-vara-dags-att-sluta-att-hoja-styrrantan/> [läst 2022-12-20].
- Selgin, G (2018), *Less Than Zero: The Case for a Falling Price Level in a Growing Economy* (andra upplagan med ett nytt förord och förord red), Cato Institute, Washington.