

Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–24: Anförande vid finansutskottets offentliga utfrågning 17/2-2026

Lars Calmfors

Tack först för inbjudan! Utvärderingar av det här slaget är väldigt viktiga eftersom Riksbankens oberoende ställer särskilda krav på transparens och ansvarsutkrävande i form av externa granskningar.

Det är en värdefull rapport. Det är lätt att instämma i att perioden 2015–24 varit utmanande – först inflation som hade svårt att nå upp till tvåprocentmålet, sedan pandemi och därefter inflationskris.

Jag delar huvudslutsatsen att Riksbankens agerande står sig väl jämfört med andra centralbanker. Samtidigt finns mycket att diskutera.

Jag ska fokusera på tre saker:

1. Den okonventionella penningpolitiken till och med 2021.
2. Inflationsbekämpningen 2022–24.
3. Utvärderingens rekommendation om en systematisk prövning av nuvarande valutasystem kontra alternativa system.

Den okonventionella penningpolitiken

Först den tidigare okonventionella penningpolitiken med stora obligationsköp, negativ styrränta och framtida vägledning.

Det är vettigt att, som Ravn och Wilkins, skilja mellan tre faser:

- 2015–19 var syftet att nå upp till inflationsmålet.
- Under den mest akuta pandemin våren 2020 var det akut krishantering.
- Hösten 2020 och år 2021 var målet att stödja återhämtningen.

Det är en rimlig bedömning att obligationsköpen och andra insatser för att förse det finansiella systemet med likviditet våren 2020 var lämpliga åtgärder för att trygga finansmarknadernas funktion. Ingen visste då vart ekonomin var på väg. Det var bättre att snarare ta i för mycket än för lite.

Den okonventionella penningpolitiken 2015–19 bidrog sannolikt till att få upp inflationen till målet. Däremot är osäkerheten stor om effekterna av obligationsköpen efter de mest akuta pandemifaserna och om de verkligen behövdes.

Utvärderingen för en intressant diskussion om det funnits bättre alternativ än obligationsköpen för att påverka aktivitetsnivån. Det handlar då om samordningen med övrig ekonomisk politik.

1. I stället för att Riksgälden fortsatte att emittera obligationer med lång löptid, som Riksbanken sedan köpte och därmed ådrog sig kortfristiga skulder till bankerna, kunde Riksgälden ha emitterat kortare statspapper.
2. Alternativt, och kanske mer intressant, kunde finanspolitiken ha tagit ett större ansvar för stimulanserna.

Mycket tyder på att den neutrala räntan även framöver kan vara så låg att vi i lågkonjunkturer hamnar vid vad som upplevs vara en nedre räntegräns. Då kan den ekonomiska politiken ställas inför liknande vallsituationer som före pandemin.

En viktig poäng i utvärderingen är att om det görs stora obligationsköp, så krävs mer tydlighet om att det kan innebära förluster för Riksbanken, så att risken minskas för att de ska ge banken dåligt anseende.

Men mycket talar för att finanspolitiken bör användas mer aktivt än tidigare när styrräntan befinner sig vid en nedre gräns. Finanspolitiken är särskilt effektiv då och det är lättare att bedöma effekterna av den än av okonventionell penningpolitik. Finanspolitiska stimulanser kan också riktas mot låginkomst-hushåll, medan stora obligationsköp gynnar höginkomsttagare med stora lån. De riskerar också att driva upp bostadspriserna mer.

En orsak till att finanspolitiken inte användes mer före pandemin kan ha varit bristen på klara principer för dess roll i stabiliseringspolitiken: sådana riktlinjer saknades till exempel helt i 2018 års finanspolitiska ramverksskrivelse. Den nya ramverksskrivelsen slår fast att finanspolitiken aktivt ska stödja penningpolitiken när dess handlingsutrymme är begränsat. Det är bra.

Samordningen mellan penning- och finanspolitiken kan också, som utvärderingen förordar, underlättas av mer informationsutbyte mellan regering och Riksbank – kanske också av mer öppen diskussion. Riksbankens självständighet är nu så etablerad att risken för att den ska hotas bör vara liten.

Något som saknas i utvärderingen är hänvisningar till den internationella diskussionen om inflationsmålets nivå. Många ekonomer har argumenterat för lite högre inflationsmål för att ge styrräntan mer fallhöjd i lågkonjunkturer.

Det finns ingen djup vetenskap bakom att de flesta centralbanker har inflationsmål på två procent. Det yxades bara till när de första centralbankerna fick inflationsmål och sedan tog andra efter. Fördjupade analyser av optimal inflationstakt landar oftast högre.

En vanlig uppfattning är att högre inflationsmål nog skulle vara bra, men att det skulle kräva internationell samordning. Men det är egentligen bara löst tyckande: Med flytande växelkurser kan länder mycket väl ha olika inflationsmål.

Riksbankens inflationsbekämpning

Då går jag över till Riksbankens inflationsbekämpning 2022–24. Liksom andra centralbanker reagerade Riksbanken sent på den ökade inflationen. Man underskattade flaskhalsarna när efterfrågan ökade efter pandemin.

Utvärderingen diskuterar metoder att förbättra prognosmodellerna: det gäller användningen av dynamiska stokastiska allmän-jämviktsmodeller, nowcasting, reducerade former som VAR-modeller samt mer risk- och scenarioanalyser.

Det är svårt att tro att det skulle göra så stor skillnad. Blir det störningar av helt nytt slag – som pandemi eller Ukrainakrig – är lösningen knappast mer komplexa modeller. Det är nog mer en fråga om användning av sunt förnuft.

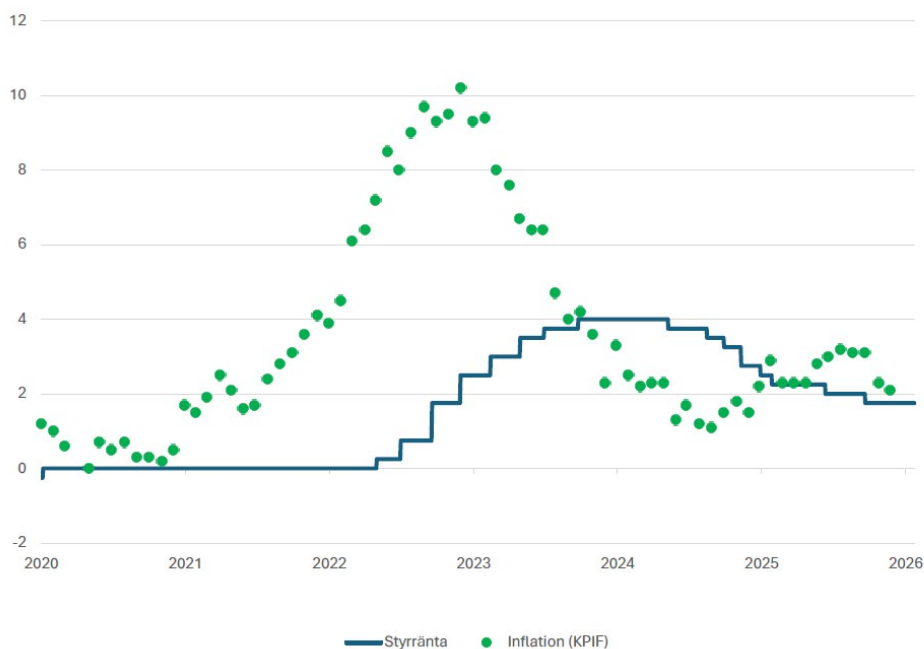
Hur ska man se på Riksbankens inflationsbekämpning när den väl kom i gång från april 2022? Man kan anlägga två olika perspektiv.

Ett övergripande perspektiv är att jämföra med 1970-talets utbudsstörningar. Likhetererna med dem är stora. Då var det globala oljeprisstegringar. Nu var det främst bredare energiprisstörningar.

1973/74 vällde utländska inflationsstörningar in över Sverige. Prisökningarna triggade först måttligt högre avtalade löneökningar i industrin, men sedan framför allt högre löneglidning utöver avtalen där som sedan drog med sig högre avtalade löneökningar i övriga ekonomin. Resultatet blev en pris-löne-spiral som varade fram till 1991 med höga

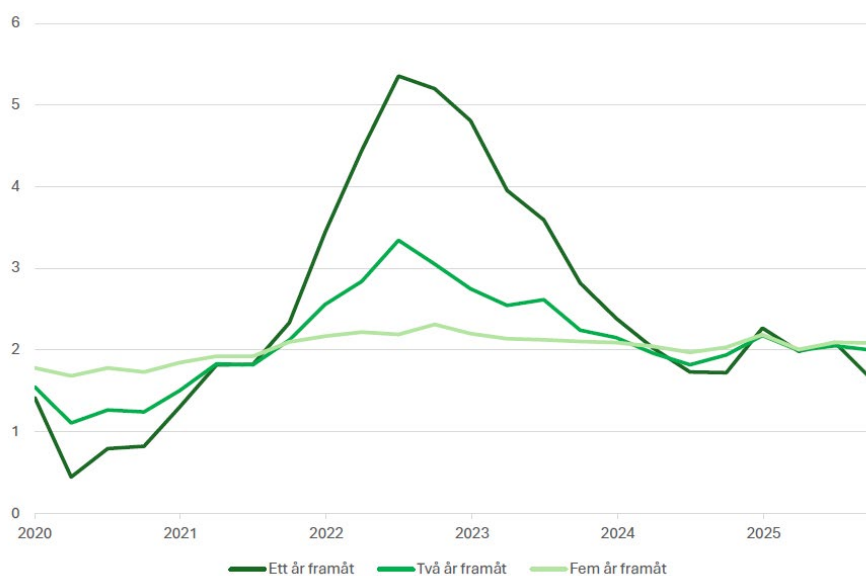
prisökningar, höga inflationsförväntningar, höga löneökningar och upprepade devalveringar. Nu hände inte något liknande. Efter en inflationstopp föll inflationen igen (figur 1).

Figur 1 Inflation och styrränta, procent



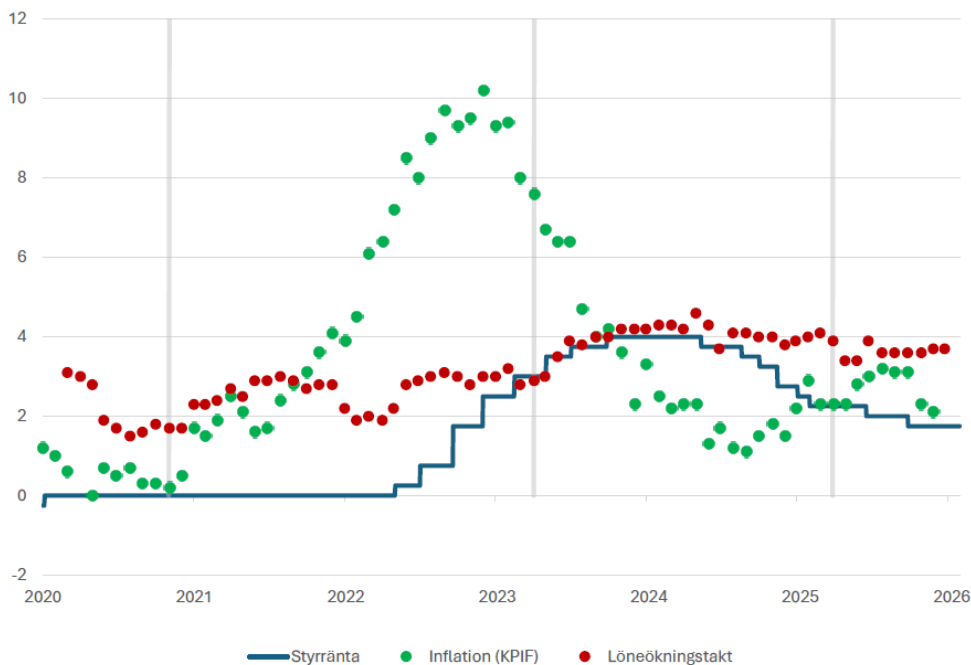
Inflationsförväntningarna steg visserligen på ett och två års sikt, men på fem års sikt rörde de sig inte mycket (figur 2).

Figur 2 Inflationsförväntningar på olika sikt



Och löneökningarna steg mycket lite (figur 3). De vertikala linjerna anger tidpunkterna för nya löneavtal i industrin.

Figur 3 Inflation, löneökningstakt och styrränta, procent



Det är svårt att förklara den här utvecklingen på annat sätt än att det fanns trovärdighet för att den ekonomiska politiken skulle ta ner inflationen igen. Från den utgångspunkten måste man se det som att den oberoende Riksbanken bestod provet första gången dess inflationsmål utmanades på riktigt.

Utvärderingen framhåller att Riksbankens uppgift underlättades av den samordnade lönebildningen med industrins märkessättning där industriparterna axlat ett stort samhällsansvar. Det är en nyckelfråga hur man ska se på det. Blev penningpolitiken – givet lönebildningens återhållsamhet – för stram? Utvärderarna menar att så inte var fallet. De skriver:

While Sweden's wage-setting model helped restrain second-order effects, the policy tightening appears to have been proportional and necessary to sustain the credibility of the monetary framework.

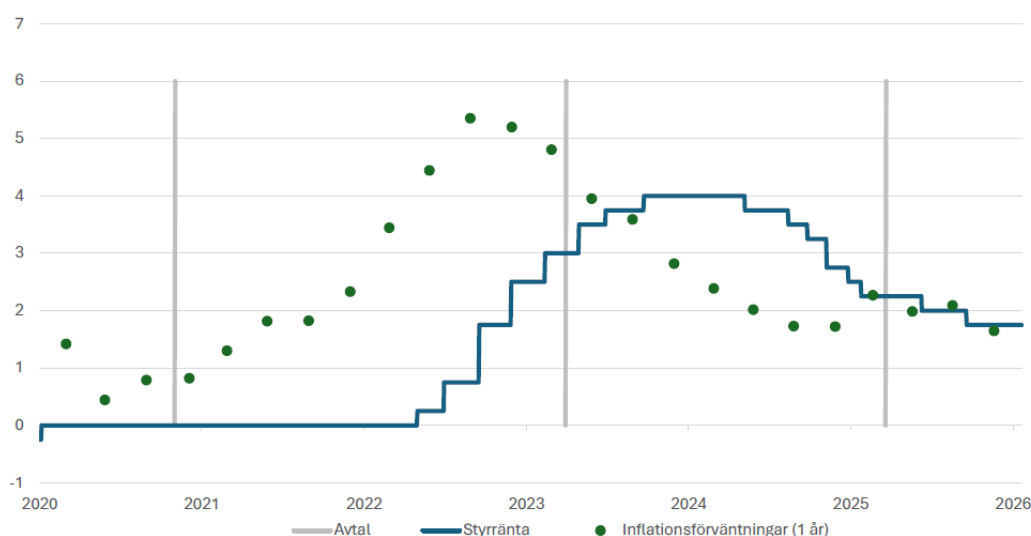
Här har jag en annan uppfattning. Jag menar att de sista räntehöjningarna 2023 var onödiga och att Riksbanken började sänka räntan för sent. Jag ser de återhållsamma

löneökningarna som helt avgörande för att de utifrån kommande prisstörningarna inte triggade en pris-löne-spiral som på 1970- och 1980-talen.

En vattendelare var det märke som sattes av industrins tvåårsavtal i månadskiftet mars-april 2023. Det innebar lönekostnadsökningar på i genomsnitt 3,7 procent per år: bara lite högre än tidigare. Det här var en tydlig indikation på att inflationen skulle sjunka tillbaka. Men ändå genomfördes tre ytterligare räntehöjningar – som sammantaget innebar en ökning från 3 till 4 procent. Räntehöjningen från 3 till 3,5 procent i maj var kanske rimlig men de två efterföljande höjningarna var enligt min mening onödiga.

Inflationsförväntningarna även på ett års sikt var redan på väg ner (figur 4). Den vertikala mittersta linjen är tidpunkten för löneavtalet 2023.

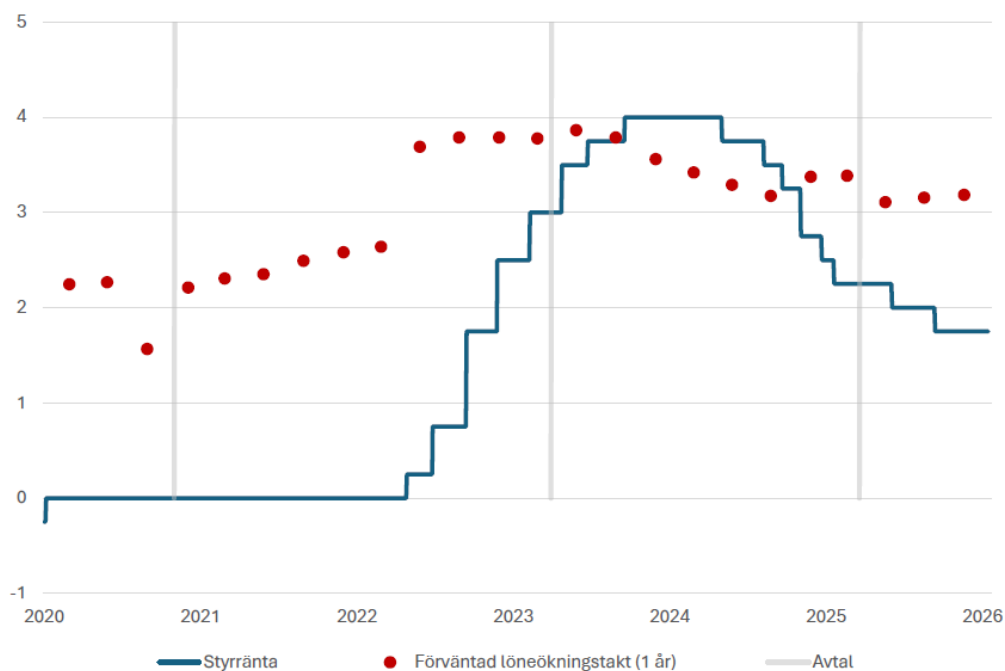
Figur 4 Inflationsförväntningar på ett års sikt och styrränta, procent



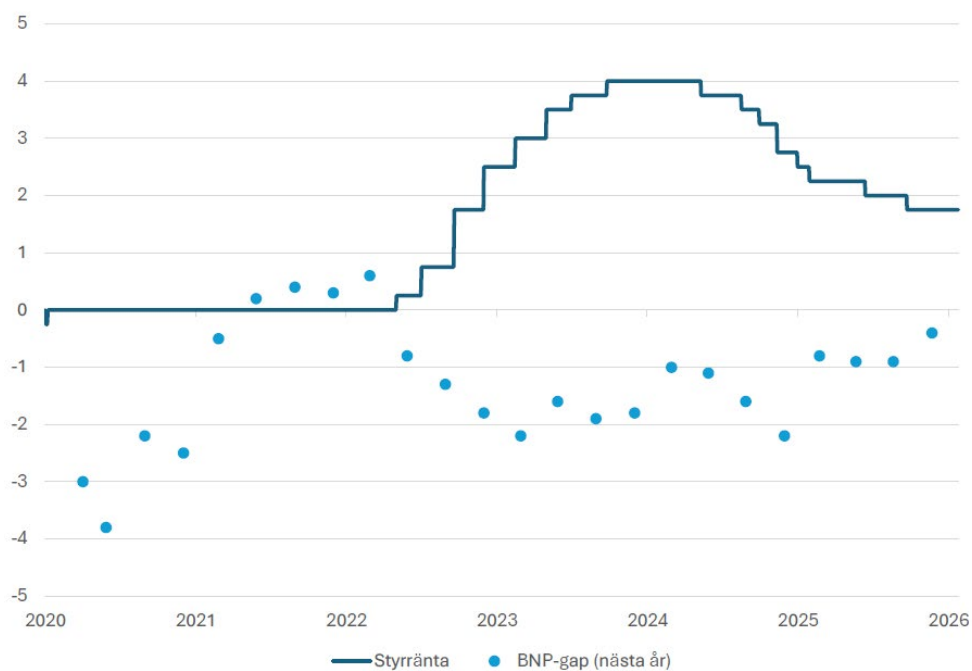
Och förväntningarna om löneökningar såg ut att vara stabilt förankrade strax under 4 procent, vilket på sikt är förenligt med en inflation på runt 2 procent (figur 5).

I det läget och med prognoser om ett betydande negativt BNP-gap (figur 6) borde Riksbanken enligt min mening inte ha gjort de sista räntehöjningarna. När de nu gjordes, borde räntan ha sänkts tidigare. Nu dröjde den första sänkningen till 3,75 procent till maj 2024 och först i augusti sänktes räntan till 3,5 procent.

Figur 5 Löneökningförväntningar och styrränta, procent



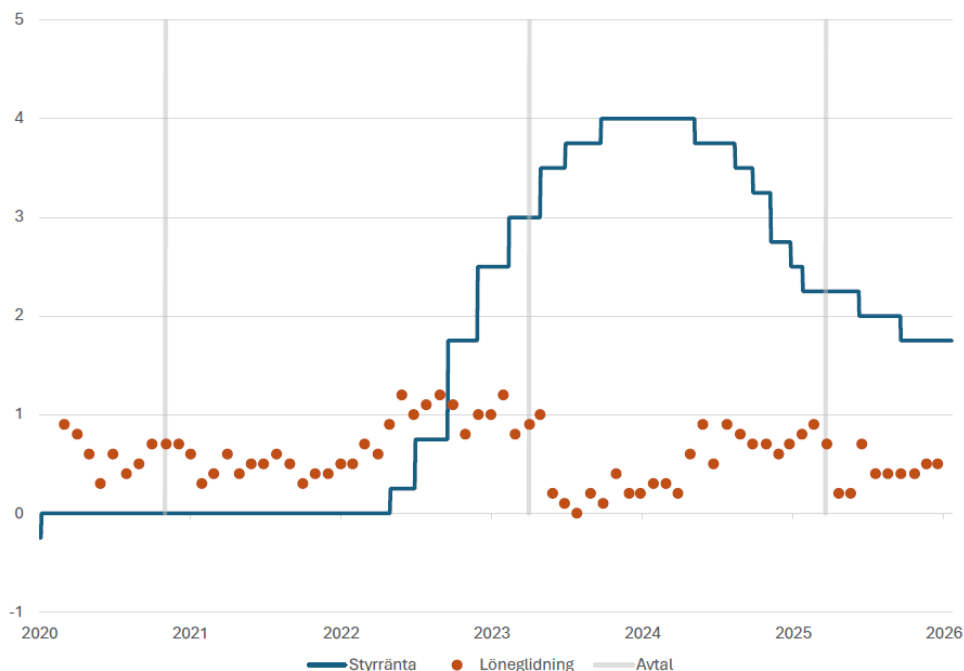
Figur 6 Nästa års BNP-gap enligt Konjunkturinstitutet och styrränta



Ett skäl till den strama penningpolitiken kan ha varit oro för att högre löneglidning skulle dra igång en löne-löne-spiral som på 1970-talet. Men inget tydde på det.

Medlingsinstitutet publicerar preliminära löneglidningssiffror med två månaders eftersläpning och de visade inga tendenser till mer löneglidning (figur 7).

Figur 7 Löneglidning och styrränta, procent



Så min slutsats är att Riksbanken tog i onödigt mycket och därför bidrog till att fördjupa lågkonjunkturen. Man kalibrerade fel. Samtidigt kan man se det som en andra ordningens synpunkt. Första ordningens slutsats är förstås att man lyckades med att förhindra att inflationen bet sig fast.

Översyn av växelkurssystemet

Därmed har jag kommit till min sista punkt: utvärderingens rekommendation om en systematisk översyn av växelkurssystemet, innefattande alternativen euroanslutning men också en fast växelkurs mot euron som i Danmark.

Det är lite förvånande att utvärderingen ger sig in på detta. Det var inte en del av uppdraget. Å andra sidan ger instruktionerna utvärderarna frihet att analysera också andra frågor som anses relevanta. Och själv är jag en stark anhängare av stor akademisk frihet för utredare.

Samtidigt är rapportens text här förvirrande. Den blandar mindre, mer tekniska, frågor om storleken på Riksbankens valutareserv med de övergripande frågorna om valutaregim och euroanslutning. Och analysen här är inte lika djup som i andra delar.

Samtidigt delar jag utvärderingens uppfattning att det finns skäl att på nytt ta ställning till svenskt euromedlemskap. För två månader sedan publicerades en ny utredning om det, som jag ledde på uppdrag av Stiftelsen Fritt Näringsliv.

Ravn och Wilkens drar liknande slutsatser som den nya euroutredningen om att den svenska konjunkturen blivit mer synkroniserad med euroländernas och om de negativa konsekvenserna av stor växelkursvolatilitet. Men det är frågor som bättre diskuteras i andra sammanhang.

Tack, jag slutar där!