



ANFÖRANDE

DATUM: 2012-10-11
TALARE: Vice riksbankschef Per Jansson
PLATS: Karlstads universitet

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

■ Min syn på inflationsmålpolitiken

Tjugo år sedan övergången till rörlig växelkurs

Jag skulle vilja börja med att ta er med på en tidsresa exakt tjugo år tillbaka i tiden, till den 11 oktober 1992. Sverige och en del andra länder var då mitt inne i en kris som på många sätt liknar den som flera länder i Europa idag går igenom. Läget var kritiskt. Fastighets- och finansbolag hade gått i konkurs, hela det svenska banksystemet var i gungning, arbetslösheten hade börjat stiga kraftigt och de offentliga finanserna var körda i botten. Den fasta växelkursen var satt under hård press och många räknade med att Sverige skulle göra som så många gånger tidigare – låta justera ner kronans värde för att på så sätt få fart på hjulen igen.

Ungefär en månad tidigare hade den finska centralbanken tvingats ge upp sitt försvar av växelkursen och låtit marken börja flyta. En vecka därefter, den 16 september, hade Storbritannien och Italien beslutat ge upp kampen om pundet och liran. Riksbanken hade samma dag istället höjt räntan till 500 procent i ett försök att stoppa valutaflödena och spekulationerna mot kronan. Den 6 oktober hade det kommit en regeringsförklaring som konstaterade att uppslutningen kring hårdvalutapolitiken var i det närmaste total och att förutsättningarna att fullfölja politiken var goda.

Vi vet alla hur det gick. Bara lite mer än en månad senare, den 19 november, tvingades även Riksbanken ge upp kampen och kronan fick börja flyta, eller kanske snarare sjunka. Som jag har förstått det såhär i efterhand fanns det ingen tydlig utarbetad plan för hur penningpolitiken skulle bedrivas i fortsättningen.¹ Och det var kanske inte så konstigt – med undantag av ett par kortare perioder under mellankrigstiden hade Sverige haft en fast växelkurs under de senaste 120 åren. Så det var förmodligen helt enkelt svårt att tänka i några andra banor. Ambitionen verkar också ha varit att Sverige skulle återgå till någon form av system med fast växelkurs så snart läget tillät, och det gällde nu att hitta ett bra sätt att tillfälligt bedriva penningpolitik tills dess.

¹ För en intressant redogörelse för läget på Riksbanken vid denna tid, se Andersson, Krister (2003), "Utformningen av inflationsmålet och den penningpolitiska analysramen", i Lars Jonung (red), *På jakt efter ett nytt ankare*, SNS Förlag.

■ Inflationens målsättningen har fungerat väl men det finns kritik

Några länder, Nya Zeeland, Kanada och Storbritannien, hade börjat tillämpa en ny typ av penningpolitik som kallades "inflation targeting" – någon svensk term fanns inte på den tiden. Den gick ut på att man satte upp ett siffersatt mål för inflationen som centralbanken sedan skulle försöka uppnå genom att påverka efterfrågan i ekonomin med hjälp av styrräntan. Det var det tåget som också Sverige kom att hoppa på och det visade sig bli en mer långvarig lösning än de flesta vid den tiden trodde.

Vi har nu levt med inflationens målsättningen i snart tjugo år. Jag är övertygad om att de allra flesta i dag skulle säga att den överlag fungerat väl – att den uppfyllt sina syften och kanske till och med överträffat förväntningarna. Men när man vant sig vid en viss ordning under lång tid är det ganska naturligt att man tycker sig hitta fel och brister och börjar fråga sig om man inte borde kunna göra en del modifieringar och förbättringar. Mitt intryck är också att den svenska inflationens målsättningen under senare tid har kritiserats lite mer och lite oftare än vanligt, från lite olika håll och utifrån lite olika utgångspunkter.

Jag tänkte här idag diskutera och bemöta tre typer av kritik som har förts fram. Det gäller för det första den kritik som går ut på att Riksbanken skulle ha en inbyggd tendens att sätta räntan alltför högt och därmed skulle ha orsakat onödig arbetslöshet. För det andra finns det de som menar att målformuleringen för penningpolitiken bör göras om genom att inflationens målet höjs och att Riksbanken får ett siffersatt mål inte bara för inflationen utan också för sysselsättningen eller arbetslösheten. För det tredje menar en del att penningpolitiken, framförallt under den senaste tiden, har varit otydlig och svårtolkad.

Inflationens målsättningens viktigaste bidrag

Men innan jag kommer in på de här olika typerna av kritik skulle jag vilja dröja mig kvar lite vid situationen för tjugo år sedan. När man analyserar inflationens målsättningen tror jag att det är viktigt att påminna sig om hur läget var då. Varför fanns det en sådan stark uppslutning bakom försvaret av kronan, trots att detta innebar höga räntor mitt i en lågkonjunktur? Vad var det egentligen för problem man var så angelägen om att åtgärda?

Som jag redan delvis varit inne på kan lågkonjunkturen i början av 1990-talet – ungefär på samma sätt som i många länder i Europa idag – i hög grad ses som ett bakslag efter en alltför vidlyftig kreditexpansion. Regleringarna på den svenska kreditmarknaden hade avvecklats i mitten av 1980-talet. I kombination med ett skattesystem som uppmuntrade till upplåning och en alltför expansiv stabiliseringspolitik bidrog detta till att en bubbla skapades på fastighetsmarknaden. När bubblan sprack i början av 1990-talet uppstod en bankkras. Eftersom den här utvecklingen sammanföll med en internationell lågkonjunktur blev nedgången i Sverige extra kännbar.

Men det fanns också ett djupare och mer grundläggande problem i svensk ekonomi vid den här tiden. Sedan början på 1970-talet var Sverige fast i vad som skulle kunna kallas en devalveringscykel. Att fixera växelkursen är, i alla fall i teorin, liktydigt med att ställa upp ett mål för den inhemska inflationen. Tanken är att denna inte ska kunna överstiga inflationen i de länder till vilka den egna valutan knutits, i varje fall inte under några längre perioder. Men detta kräver att åtagandet att hålla en fast växelkurs backas upp av den övriga

politiken så att det blir trovärdigt, vilket det inte var i Sveriges fall. Eftersom det fanns förväntningar om fortsatt hög inflation och på att värdet på kronan skulle skrivas ner var löneinflationen i Sverige trendmässigt högre än den i omvärlden. I och med att växelkursen var fast urholkades de svenska företagens konkurrenskraft – det uppstod en kostnadskris. För att åtgärda detta var man tvungen att devalvera kronan vilket innebar att förväntningarna infriades. Detta gjorde i sin tur att inflationstrenden kunde fortsätta, konkurrenskraften urholkades så småningom återigen, växelkursen justerades ner ytterligare en gång, och så vidare. Det man brukar kalla "det nominella ankaret" – riktmärket för inflationsförväntningarna och därmed för pris- och lönebildningen – hade helt enkelt släppt.

Det är mot den här bakgrunden den starka uppslutningen kring försvaret av kronan ska ses. Det fanns en stor enighet om att den här devalveringscykeln var skadlig och måste brytas. Det enda sättet att göra detta på, som man då tyckte sig ha att tillgå, var att försöka övertyga alla om att åtagandet att hålla växelkursen fast var orubbligt. Idag kan vi kanske tycka att man överskattade chanserna att lyckas och att kronförsvaret därför drevs väl långt. Men man måste då komma ihåg att det inte fanns några självklara alternativ. Inflationsmålpolitiken var som sagt ny och oprövad, och fanns över huvud taget inte i medvetandet hos särskilt många. Det var dessutom långtifrån uppenbart att den skulle lyckas åstadkomma det som fastkurspolitiken misslyckats med – att återupprätta ankaret för pris- och lönebildningen.

Idag vet vi att den gjorde det och att det dessutom gick ganska snabbt. Om jag skulle plocka ut det absolut viktigaste inflationsmålpolitiken bidragit med, och dess största förtjänst över huvud taget, så är det just detta – att tillhandahålla ett nominellt ankare för ekonomin.² För svenskt vidkommande är det helt klart att inflationsmålet bidragit till mer av "ordning och reda" genom att vara just ett sådant riktmärke, och det har sannolikt varit en viktig förklaring till att den svenska ekonomin utvecklats så gynnsamt efter krisen i början av 1990-talet.

Har Riksbanken systematiskt satt räntan för högt?

Men, som sagt, inflationsmålpolitiken har inte gått fri från kritik, så låt mig nu övergå till att diskutera denna. En kritik som förts fram går ut på att Riksbanken skulle ha en inbyggd tendens att sätta räntan alltför högt. Detta sägs ha medfört att inflationen hamnat under inflationsmålet under större delen av perioden med inflationsmål och inneburit att tiotusentals personer blivit onödigt arbetslösa. Jag skulle vilja bemöta denna kritik eftersom jag tycker att den är missvisande och bygger på alltför förenklade analyser.

Hur mycket har målet underskridits?

En första fråga man måste ställa sig är med hur mycket Riksbanken egentligen missat målet.³ Svaret på den frågan är inte så självklart som man i förstone skulle kunna tro. Inflationsmålet är visserligen formulerat i termer av det för allmänheten välkända måttet KPI (konsumentprisindex) och säger att KPI ska öka med 2 procent per år. Men ibland finns anledning att låta penningpolitiken

² Samma slutsats dras av Ben S. Bernanke, Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin och Adam S. Posen (1999), *Inflation Targeting – Lessons from the International Experience*, Princeton University Press.

³ Riksbankens långsiktiga måluppfyllelse diskuteras av Andersson, Björn, Stefan Palmqvist och Pär Österholm (2012), "Riksbankens uppfyllelse av inflationsmålet i ett längre tidsperspektiv", *Ekonomiska kommentarer* nr 4, 2012, Sveriges riksbank.

■ vägledas av andra inflationsmått än KPI. Detta har också Riksbanken klargjort sedan lång tid tillbaka.⁴

Ett av de mer uppenbara skälen till att man också behöver titta på andra inflationsmått är att när räntan ändras får detta ett direkt genomslag åt "fel håll" i KPI via hushållens räntekostnader för egnahem – när räntan höjs ökar räntekostnaderna och det avspeglas i högre KPI, och tvärtom när räntan sänks. Sett över riktigt långa perioder bör detta inte ha någon betydelse eftersom Riksbankens sänkningar och höjningar av räntan kan förväntas ta ut varandra. Men under perioder när räntan ändras mycket och i samma riktning finns det anledning att försöka ta särskild hänsyn till dessa direkta effekter av penningpolitiken, eftersom Riksbanken annars skulle kunna förledas att börja "jaga sin egen svans" – en räntehöjning leder till högre KPI som i sin tur leder till ytterligare räntehöjningar och högre KPI, och så vidare.

Perioden med inflationsmål har varit speciell på så sätt att räntan fallit mer än den stigit. En viktig anledning är att räntan har kunnat sänkas i takt med att trovärdigheten för inflationsmålet ökat och inflationen växlat ned. Exempelvis var reporäntan 1995 nästan 9 procent, medan den tre år senare var ungefär 3 procent. Den har sedan dess överstigit 4 procent bara under kortare perioder.

Om man beräknar den genomsnittliga inflationen sedan 1995 – då inflationsmålet började gälla⁵ – med ett mått, KPIF, som är rensat för de direkta effekterna av penningpolitiken hamnar inflationen på 1,85 procent. Eftersom KPI-inflationen under samma period var ungefär 1,5 procent kan man lite förenklat säga att 3-4 tiondelar av KPI-inflationens avvikelse från inflationsmålet förklaras av att Riksbanken under perioden har sänkt räntan mer än den har höjt den. Även om målet är formulerat i termer av KPI är det här ganska viktig information när man ska ta ställning till hur lyckad penningpolitiken har varit.

Gynnsam utveckling har hållit inflationen nere

Det är givetvis också viktigt att analysera *varför* inflationen har underskridit målet, även sedan dessa direkta effekter av ränteförändringarna rensats bort. Min bild är att tillväxten i ekonomin inte sällan har varit överraskande hög under de perioder då inflationen har varit oväntat låg. Kombinationen av låg inflation och hög tillväxt är ett tecken på att ekonomin påverkats av positiva förändringar på utbudssidan. Riksbanken och andra bedömare har ofta överraskats av den höga produktivitetstillväxten i den svenska ekonomin. Det är alltså, som jag ser det, i mångt och mycket en oförutsedd, men i grunden gynnsam utveckling som bidragit till att hålla nere inflationen. Det är inte, som man ibland får intryck av i den debatt som förts, ett utslag av att Riksbanken systematiskt trampat alltför hårt på bromsen och därigenom pressat ner efterfrågan och hållit prisökningarna nere. Om så hade varit fallet skulle den låga inflationen ha gått hand i hand med en betydligt svagare tillväxt i ekonomin.

⁴ Se till exempel Heikensten, Lars (1999), "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", *Penning- och valutapolitik* 1999:1, s. 5-17.

⁵ Skälet till att inflationsmålet inte började gälla från januari 1993 var att man insåg att den stora deprecieringen i samband med att kronan släpptes fri skulle resultera i en engångshöjning i priset på importerade produkter och därmed en relativt kraftig, men tillfällig höjning av den uppmätta inflationen.

■ Är då den här inflationsutvecklingen ett dåligt resultat för penningpolitiken? Det kan man givetvis ha olika åsikter om. Men av det jag sagt här bör ha framgått att jag för min del tycker att det finns goda förklaringar till att inflationen har blivit lite lägre än målet. Som jag ser det har det alltså handlat dels om att räntan under den här perioden har sänkts mer än den har höjts, dels om att svårprognostiserade förändringar – ofta gynnsamma sådana – har dämpat inflationen.⁶

För att få lite ytterligare perspektiv kan det också vara värdefullt att backa tillbaka till där jag startade, för tjugo år sedan, strax innan inflationsmålpolitiken infördes. Som jag konstaterade var den trendmässigt höga inflationen då ett grundläggande problem i den svenska ekonomin. Decennierna innan 1990-talskrisen hade inflationen i genomsnitt varit nästan tvåsiffrig och varierade dessutom kraftigt från år till år. Om man vid den här tiden skulle ha hävdats att inflationen från 1995 och sjutton år framåt skulle komma att bli i genomsnitt strax under 2 procent och betydligt mer stabil, och att tillväxten under den här perioden inte skulle bli lägre än tidigare, utan tvärtom något högre – ja, då skulle man förmodligen ha mötts med ganska stor skepsis. Och få skulle nog ha betecknat en penningpolitik som bidragit till detta som mindre lyckad.

Det här är en ganska annorlunda bild än den som ligger till grund för kritiken om tiotusentals "förlorade jobb". Denna tycks istället se det förhållandevis begränsade underskridandet av målet som ett ganska stort misslyckande, utan några egentliga förmildrande omständigheter. Den förefaller också utgå från antagandet att Riksbanken av någon anledning avsiktligt och systematiskt siktat på en lägre inflationstakt än de 2 procent den själv valt att sätta upp som mål. Det skulle vara svårt att se logiken i ett sådant agerande. Det är definitivt heller inget som jag känner igen mig i efter att ha arbetat på Riksbanken i olika omgångar i drygt femton års tid.

Lönerna inte nödvändigtvis baserade på felaktiga förväntningar

Det finns också andra invändningar mot kritiken att penningpolitiken skulle ha kostat tiotusentals jobb. Ett skäl till att arbetslösheten blivit onödigt hög sägs vara att reallönerna, det vill säga lönen justerad för inflationen, blivit högre än de skulle ha blivit om inflationen legat på målet. Riksbanken skulle med andra ord ha "lurat" arbetsmarknadens parter att sätta för höga löner i förhållande till den inflation som sedan realiserades.

Men vilka inflationsförväntningar som ligger till grund för lönesättningen är långtifrån uppenbart. På lång sikt, säg fem år, är förväntningarna väl förankrade vid inflationsmålets två procent. Men på kortare sikt varierar förväntningarna mer och följer den faktiska inflationen bättre. Det kan vara så att lönesättningen baseras på förväntningarna på lite kortare sikt. Förväntningarna kan mätas på olika sätt som ger lite olika resultat. Det mått på inflationsförväntningarna som visar sig ha starkast samband med de faktiska

⁶ Det är flera personer som menar att underskridandet av inflationsmålet lett till onödigt hög arbetslöshet. Assarsson, Bengt (2011), "Riksbanken måste ta sitt arbete på större allvar", DN Debatt, 2 maj, 2011, är ett exempel. Svensson, Lars E.O. (2012), "The Possible Unemployment Cost of Average Inflation below a Credible Target", opublicerad uppsats, (<http://people.su.se/~leosven/papers/Phillips.pdf>), söker kvantifiera antalet onödigt arbetslösa med hjälp av en skattad Phillipskurva. Hans beräkningsmetod innebär att skälen till varför KPI-inflationen hamnat under inflationsmålet saknar betydelse för effekterna på arbetslösheten. Den innebär också att den genomsnittliga KPIF-inflationen är betydelselös i sammanhanget.

■ löneökningarna är företagens inflationsförväntningar på ett års sikt från Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer.⁷ Enligt det måttet har inflationsförväntningarna följt den faktiska inflationen ganska väl. Aktörerna har med andra ord inte låtit sig "luras" utan har förstått att inflationen på kort sikt kan avvika från målet. Om löneökningarna baserats på det måttet har reallönerna med andra ord inte blivit för höga och arbetslösheten har därmed inte heller blivit "onödigt hög".

Låt mig innan jag går över till nästa typ av kritik understryka att det jag sagt här inte ska tolkas som att jag vill bagatellisera att inflationen i genomsnitt blivit lägre än målet. Riksbanken bör givetvis sträva efter att uppfylla inflationsmålet så gott det går och jag kan försäkra att vi gör vårt bästa för att åstadkomma just det. Men detta är inte alltid en så lätt uppgift och det tror jag också att det hos många finns en ganska stor förståelse för.

Förslag om högre inflationsmål och mål för sysselsättningen

En annan typ av kritik inriktar sig på penningpolitikens målformulering. Den förekommer i lite olika tappningar men ett vanligt tema är att inflationsmålet dels bör höjas, dels bör kombineras med ett explicit mål för sysselsättningen eller arbetslösheten. Ett konkret förslag som framförts är att penningpolitiken bör understödja ett mål om en sysselsättningsgrad på 80 procent.⁸

Centralbankernas inflationsmål har börjat diskuteras internationellt som ett resultat av den senaste krisen.⁹ Om målen sattes något högre skulle detta, menar man, ge bättre möjligheter att stimulera ekonomierna i djupa lågkonjunkturer, eftersom det skulle minska risken att styrräntan slår i nollgränsen. Detta är ett relevant argument. Förmodligen är det inte heller så att en inflation på, säg, 3 procent skulle vara mer problematisk att leva med än en genomsnittlig inflation på 2 procent. Det är först vid betydligt högre inflationstal som skadeverkningarna börjar märkas.

Svårt att ändra ett inarbetat inflationsmål

Men det är en sak att sätta ett inflationsmål för första gången och en helt annan att höja ett redan befintligt mål. Om vi backar tillbaka tjugo år i tiden, till när inflationsmålspolitiken introducerades, så skulle målet i princip lika gärna kunna ha satts till 3 i stället för 2 procent. Möjligen hade det varit lite svårare att få målet att bli trovärdigt, dels därför att det skulle ha varit högre än den faktiska inflationen vid den tiden – som var ganska precis 2 procent, dels därför att de få centralbanker som då börjat med inflationsmålspolitik hade valt mål på eller väldigt nära just 2 procent.

Men problemen skulle ganska säkert bli betydligt större om man skulle ge sig på att försöka *ändra* ett redan inarbetat inflationsmål. Risken är stor att exempelvis en höjning från 2 till 3 procent skulle tolkas som att inflationsmålet kommer att höjas lite nu och då, när läget upplevs som problematiskt. I värsta

⁷ Analysen i detta avsnitt är hämtad från Flodén, Martin (2012), "A Note on Swedish Inflation and Inflation Expectations", opublicerad uppsats, Nationalekonomiska institutionen, Stockholms universitet. <http://people.su.se/~mflod/files/swedishinflation.pdf>

⁸ Se till exempel Vänsterpartiets reservation i Utvärdering av penningpolitiken 2010-2011, Finansutskottets betänkande 2011/2012:FiU24.

⁹ Se till exempel Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia och Paulo Mauro (2010), "Rethinking Macroeconomic Policy", IMF Staff Position Note February 12, 2010, SPN/10/03.

fall skulle det nominella ankaret kunna lossna helt och hållet. Förr eller senare skulle förväntningarna visserligen ställa in sig på det nya målet men anpassningsperioden skulle kunna bli kostsam. Centralbanken skulle kunna se sig tvungen att bedriva en extra stram politik för att övertyga aktörerna i ekonomin om att det verkligen handlat om en engångshöjning av målet och inget annat. Än så länge har heller ingen regering eller centralbank gjort bedömningen att en höjning av inflationsmålet skulle ha tillräckligt många fördelar för att uppväga de potentiella problemen.

Penningpolitiken påverkar sysselsättningen bara indirekt på lång sikt

När man ställer upp ett ekonomisk-politiskt mål är det givetvis centralt att den som är satt att uppfylla målet har möjlighet att göra det varaktigt. Ett naturligt mål för en centralbank är att hålla inflationen på en viss nivå över tiden. Lite förenklat kan man säga att centralbankens möjlighet att styra inflationen ytterst beror på att den kan påverka mängden pengar i ekonomin. Det kan den visserligen, som vi sett, inte göra med någon exakt precision, men i alla fall tillräckligt väl för att kunna se till att inflationen i genomsnitt över tiden hamnar nära målet.¹⁰

Men när det gäller mål för sysselsättningen har penningpolitiken inte samma möjligheter. Det bästa sättet på vilket penningpolitiken kan verka för en långsiktigt god utveckling av sysselsättningen är att bidra med "ordning och reda" i ekonomin. Med det menar jag just att hålla inflationen låg och stabil – att tillhandahålla ett nominellt ankare – och att därutöver hålla ekonomin i balans genom att dämpa konjunktursvängningarna. På så sätt skapas en god makroekonomisk miljö där företagen vågar investera och anställa. Penningpolitikens möjligheter att påverka den långsiktiga nivån på sysselsättningen, jämviktsnivån, är alltså i allt väsentligt *indirekta*.

Sysselsättningsmål inte meningsfullt och potentiellt kontraproduktivt

Den långsiktiga nivån på sysselsättningen bestäms i allt väsentligt av faktorer utanför penningpolitikens kontroll, såsom demografi och, framförallt, arbetsmarknadens funktionssätt. Om dessa faktorer skulle ha en sådan sammansättning att det som varaktigt går att uppnå är en sysselsättningsgrad på, säg, 75 procent, så blir det meningslöst att ge centralbanken i uppdrag att verka för en sysselsättningsgrad på 80 procent. Vad penningpolitiken möjligen skulle kunna göra i ett sådant läge är att genom mycket låga räntor skapa en överhettning där sysselsättningsgraden tillfälligt når upp till 80 procent. Men därmed skulle inget vara vunnet, eftersom sysselsättningsgraden snart skulle återgå till 75 procent. Däremot skulle överhettningen kunna ställa till svårbemästrade problem av annat slag, som till exempel att få inflationsförväntningarna att stiga och skapa bubblor på tillgångsmarknaderna.

¹⁰ Det finns dock en litteratur om så kallad "fiscal dominance" som menar att centralbanken kan få svårt att styra inflationen om den offentliga skuldsättningen blir alltför hög. Se till exempel Leeper, Eric, M. och Tack Yun (2006), "Monetary-Fiscal Policy Interactions and the Price Level: Background and Beyond", *International Tax and Public Finance* 13(4), s. 373-409 och Cochrane, John, H. (2011), "Inflation and Debt", *National Affairs* 9, Fall 2011, s. 56-78.

Man kan alltså inte ge centralbanken ett siffersatt mål för sysselsättningen som den ska försöka uppnå, på samma sätt som ett inflationsmål.¹¹

Ibland hävdas att den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, är ett exempel på en centralbank som har ett mål för sysselsättningen. I Federal Reserve Act står visserligen att Federal Reserve ska "promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates." Men detta innebär inte att man i praktiken arbetar med ett siffersatt mål för sysselsättningen.¹²

Att den långsiktiga nivån på sysselsättningen bestäms av annat än penningpolitiken kan illustreras på lite olika sätt. Efter 1990-talskrisen har exempelvis arbetslösheten och sysselsättningsgraden varierat kring en till synes ganska oförändrad långsiktig nivå, trots att styrräntan under perioden varit såväl relativt hög som mycket låg. Även om det finns ett samband mellan penningpolitiken och arbetsmarknaden på kort sikt har penningpolitiken knappast påverkat arbetsmarknaden i genomsnitt. Trots perioder med mycket stark tillväxt och konjunktur har arbetslösheten aldrig varit lägre än strax under 6 procent, med ett genomsnitt sedan 2000 på ungefär 7 procent. Den absolut övervägande delen av arbetslösheten är således strukturell snarare än konjunkturell. Den bilden stöds också av att arbetslösheten varierar kraftigt mellan olika grupper. Den är exempelvis mycket hög bland personer som saknar godkänt slutbetyg från gymnasiet, bland invandrare och bland unga. Dessa grupper utgör en förhållandevis stor del av de arbetssökande. Strukturella åtgärder som underlättar för dessa grupper att få fotfäste på arbetsmarknaden är ett bättre recept än en expansiv penningpolitik för att få ner arbetslösheten. En ytterligare indikation på att den långsiktiga utvecklingen på arbetsmarknaden styrs av annat än penningpolitiken är att arbetslösheten varierar stort mellan länderna inom euroområdet, trots att penningpolitiken alltså är gemensam.

Att försöka lägga ansvaret för sysselsättningen på penningpolitiken och centralbanken är alltså enligt min uppfattning inte speciellt meningsfullt. I värsta fall kan det till och med vara kontraproduktivt. Fokus flyttas ju därmed från de ställen där problemen verkligen kan åtgärdas – arbetsmarknaden och den politiska sfären – till ett ställe där de inte kan det. Ibland får man nästan intrycket att själva syftet med att försöka bolla över ansvaret för sysselsättningen på centralbanken är att man ska slippa ta de ganska obekväma beslut som kanske skulle krävas för att skapa en god sysselsättningsutveckling. Världen skulle givetvis vara mycket enklare om sysselsättningsproblemet bara handlade om att sänka räntan till en låg nivå och hålla kvar den där. Men så enkelt är det alltså inte.¹³

¹¹ Att låta centralbanken själv precisera sysselsättningsmålet är inte heller någon lösning. Som diskuteras i avsnittet om kritiken om bristande tydlighet är det förknippat med avsevärda svårigheter att bedöma vad som är den lämpliga målnivån/jämviktsnivån.

¹² I ett pressmeddelande i anslutning till att Federal Reserve introducerade ett inflationsmål den 25 januari 2012 framhölls att: "The maximum level of employment is largely determined by nonmonetary factors that affect the structure and dynamics of the labor market. These factors may change over time and may not be directly measurable. Consequently, it would not be appropriate to specify a fixed goal for employment; rather, the Committee's policy decisions must be informed by assessments of the maximum level of employment, recognizing that such assessments are necessarily uncertain and subject to revision. The Committee considers a wide range of indicators in making these assessments."

¹³ Vredin, Anders, Martin Flodén, Anna Larsson och Morten Ravn (2012), *Enkla regler, svåra tider – behöver stabiliseringspolitiken förändras? Konjunkturrådets rapport 2012*, SNS Förlag, drar slutsatsen att det inte finns tillräckligt starka argument för att komplettera Riksbankens inflationsmål med ett explicit mål för arbetslösheten, eller för att höja inflationsmålet.

■ Har penningpolitiken varit otydlig?

Låt mig så gå över till den tredje typen av kritik. Den går ut på att penningpolitiken har varit svårtolkad och otydlig, framför allt under senare år. Det har, menar en del, varit svårt att förstå motiven bakom vissa beslut och oklart varför de beslut som fattades skulle vara att föredra framför andra.

Jag kan ha en viss förståelse för denna kritik och jag kommer att komma tillbaka till det. Men först skulle jag vilja diskutera frågan vad som kan tänkas menas med en *tydlig* penningpolitik. Det är, som vi ska se, inte uppenbart och olika bedömare tycks mena lite olika saker.

Teorinära politik inte nödvändigtvis mer tydlig

I den teoretiska litteraturen om penningpolitik är det vanligt att beskriva inflationsmålspolitik som att centralbanken minimerar en så kallad förlustfunktion. Denna förlustfunktion är en viktad summa av ett mått på variabiliteten i inflationen och variabiliteten i realekonomin. Förlustfunktionen kan lite förenklat skrivas som

$$L = \sum(\pi - \pi^*)^2 + \lambda \sum(y - y^*)^2 ,$$

där π är prognosen för inflationen, π^* inflationsmålet och $y - y^*$ prognosen för resursutnyttjandet i ekonomin. Parametern λ visar hur viktigt centralbanken tycker att det är att stabilisera realekonomin i förhållande till att stabilisera inflationen.¹⁴

Det handlar alltså om att hitta den ränta som under prognosperioden minimerar de kvadrerade prognostiserade avvikelserna mellan faktisk inflation och inflationsmål och de kvadrerade prognoserna för resursutnyttjandet.¹⁵ Den här teoretiska beskrivningen har varit till stor nytta vid utvecklingen av inflationsmålpolitiken. Den fångar på ett illustrativt och förhållandevis enkelt sätt vad inflationsmålpolitiken i grunden handlar om och den har hjälpt till att strukturera vårt tänkande.¹⁶

Men steget mellan teori och praktik är långtifrån så enkelt och rättframt som man kanske skulle kunna tro. I den debatt som förs får man ofta intrycket att "tydlighet" i penningpolitiken innebär att centralbanken ska följa den här teoretiska beskrivningen mycket strikt. De penningpolitiska besluten ska alltså kunna motiveras utifrån en detaljerad siffersatt bana för både resursutnyttjandet och inflationens målavvikelse. Talesättet att "ingenting är så

¹⁴ Svensson, Lars E.O. (1997), "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", *European Economic Review* 41, s. 1111–1146 introducerade den här typen av förlustfunktioner för att analysera så kallad flexibel inflationsmålspolitik. Det beteendeantagande som förlustfunktionen (eller mycket snarlika varianter av den) implicerar har dock en lång tradition i analyser av penningpolitik (till exempel Kydland, Finn E. och Edward C. Prescott (1977), "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy* 85, 473–491.)

¹⁵ Man kan även beräkna medelvärdet för dessa avvikelser, så kallade medelkvadratgap. Medelkvadratgapen för inflationen och resursutnyttjandet kan sedan ritas in som en punkt i ett diagram; se till exempel fördjupningen "En metod för att utvärdera olika penningpolitiska alternativ" i Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2011, Sveriges riksbank.

¹⁶ Se till exempel Apel, Mikael, Per Jansson och Lars Heikensten (2007), "Penningpolitiken och akademikerna: en studie av svensk penningpolitik med inflationsmål", *Penning- och valutapolitik* 2007:1, s. 21–58.

praktiskt som en god teori" stämmer nog på många sätt, men för att vara riktigt praktisk krävs också att teorin fångar de centrala dragen i verkligheten såsom den faktiskt ser ut och – inte minst – att man är medveten om dess tillkortakommanden och brister.

Mät- och skattningsproblem försvårar steget från teori till praktik ...

En omständighet som avsevärt komplicerar steget från teori till praktik är att variablerna i förlustfunktionen visserligen är entydiga och väl specificerade i teorin, medan det i praktiken är långtifrån självklart hur de ska mätas. Resursutnyttjandet, $y-y^*$, kan ses som ett sammanfattande mått på utvecklingen i realekonomin och anger i hur stor utsträckning produktionsresurserna, det vill säga arbetskraft och realkapital, används i förhållande till den nivå som är långsiktigt hållbar, eller den "normala" nivån. Dessvärre går det inte att direkt observera hur högt resursutnyttjandet i ekonomin är och det finns inte heller någon allmänt vedertagen syn på hur det ska beräknas. Det är alltså knappast möjligt att säga att en viss politik kommer att medföra att resursutnyttjandet ökar eller minskar med exakt den ena eller andra siffran.¹⁷

Ibland framförs argumentet att det är mycket lättare om man i målfunktionen använder avvikelsen mellan faktisk arbetslöshet och den långsiktigt hållbara arbetslösheten, eller jämviktsarbetslösheten som den ibland också kallas, istället för resursutnyttjandet. Men jag är rätt säker på att alla som någonsin försökt skatta jämviktsarbetslösheten håller med mig om att detta inte är särskilt mycket lättare än att skatta ett normalt resursutnyttjande eller den långsiktigt hållbara BNP-trenden. Måhända revideras arbetslöshetsdata inte lika ofta och mycket som data över BNP, men detta är inte det enda skälet till att skattningar av jämviktsarbetslösheten är extremt osäkra och svåra att lägga till grund för ekonomisk-politiska beslut.¹⁸

...liksom det faktum att inte en enda person fattar besluten

Men glappet mellan teori och praktik handlar inte enbart om mät- och skattningsproblem. Den typen av problem skulle vara svåra nog att hantera även om de penningpolitiska besluten fattades av en ensam beslutsfattare. Men i verkligheten är vi sex personer som beslutar om räntan. Och eftersom det i den här frågan ytterst handlar om bedömningar, så är det upp till var och en i direktionen göra sin bästa uppskattning av vilket eller vilka mått på utvecklingen i realekonomin som hon eller han anser att penningpolitiken bör

¹⁷ Skriften "Penningpolitiken i Sverige 2010", Sveriges riksbank, sammanfattar Riksbankens penningpolitiska strategi. Där står (s. 5) att penningpolitiken "förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet även strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor". Detta innebär dock inte att politiken behöver hängas upp på specifika siffror skattningar av dessa banor; se den fortsatta diskussionen i detta anförande.

¹⁸ För en lite äldre, men fortfarande mycket läsvärd artikel, se Rogerson, Richard (1997), "Theory Ahead of Language in Economics of Unemployment", *Journal of Economic Perspectives* 11 (1), s. 73-92. En färsk referens som också är av relevans i sammanhanget är Carlsson, Mikael (2012), "Penningpolitik och arbetslöshet: En begreppsöversikt", under publicering i *Penning- och valutapolitik* 2012:3. Problemen med att basera ekonomisk politik på estimerade trender och långsiktiga jämvikter illustreras i till exempel Orphanides, Athanasios (2004), "Monetary Policy Rules, Macroeconomic Stability and Inflation: A View from the Trenches", *Journal of Money, Credit and Banking* 36(2), s. 151-175 och Orphanides, Athanasios och Simon van Norden (2002), "The Unreliability of Output-Gap Estimates in Real Time", *Review of Economics and Statistics* LXXXIV (4), s. 569-583.

■ fokusera på för att, så som det heter i förarbetena till riksbankslagen, "stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning".

Hon eller han kan också göra bedömningen att andra faktorer än prognosen för inflationen och olika mått på resursutnyttjandet i vissa lägen bör vägas in i de penningpolitiska besluten. Det kan handla om att man vill ta hänsyn till ekonomisk balans på längre sikt, bortom prognoshorisonten, eller till svårkvantifierade risker som har att göra med ekonomins finansiella delar.

Faktum är att ett huvudsyfte med att ha en direktion är just att dess ledamöter ska ha lite olika syn på saker och ting. När direktionen tillsattes 1999 var den mer eller mindre uttalade ambitionen att den skulle bestå av personer med olika bakgrund, erfarenheter och kunskaper. Tanken bakom den här "diversifieringen" är att grupper tenderar att fatta bättre beslut än enskilda beslutsfattare, eftersom en grupp kan lägga samman, eller "poola", sina erfarenheter och kunskaper.¹⁹ Och för att det ska finnas något att "poola" så får förstås personerna i gruppen inte vara för lika.

Jag tror att alla de som någon gång suttit i Riksbankens direktion är överens om den allmänna formuleringen att Riksbanken ska stabilisera inflationen kring 2 procent och samtidigt bidra till att stabilisera realekonomin. Det är också andemeningen i vad som står i riksbankslagen och dess förarbeten. Men det betyder inte att man på ett enkelt och mycket strikt sätt kan koppla den faktiska penningpolitiken till den teoretiska beskrivningen. Min bild är att det bland både nuvarande och tidigare direktionsledamöter finns en stor skepsis mot långtgående och strikta paralleller mellan teori och praktik. Sådana paralleller skulle ge en alltför förenklad bild av penningpolitiken och dessutom ge intryck av att det finns en exakthet i penningpolitiken – en möjlighet till "fine tuning" – som helt enkelt inte existerar. Detta skulle möjligen ge en illusion av "tydlighet" men det skulle, som jag ser det, bara vara en chimär.²⁰

Riksbanken är knappast unik i det här avseendet. Jag är helt övertygad om att den här skepsisen finns även i andra länders penningpolitiska kommittéer. Såvitt jag känner till finns det ingen centralbank som bokstavstroget bedriver och beskriver sin penningpolitik i enlighet med den enkla förlustfunktion som jag visade tidigare. Den centralbank som kommer närmast är förmodligen Norges Bank, men även där har man under senare tid på olika sätt fjärrmat sig från en alltför teorinära tolkning av den praktiska politiken i termer av den enkla förlustfunktionen.²¹

¹⁹ Det finns stöd för denna syn i forskningen, se till exempel Blinder, Alan S. och John Morgan (2005), "Are Two Heads Better Than One? Monetary Policy by Committee", *Journal of Money, Credit, and Banking* vol. 37, s. 789–812.

²⁰ Den ekonom som gått längst i sin kritik av penningpolitisk "fine tuning" är förmodligen Milton Friedman. I Friedman, Milton (1960), *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press, skriver han till exempel: "[T]he central problem is not to construct a highly sensitive instrument that can continuously offset instability introduced by other factors, but rather to prevent monetary arrangements from themselves becoming a primary source of instability".

²¹ Se Ejven, Snorre och Thea B. Kloster (2012), "Norges Bank's new monetary policy loss function – further discussion", *Staff Memo* No. 11, 2012. Det Norges Bank mer specifikt har gjort är att introducera ett kriterium om att penningpolitiken ska vara, som det heter, robust. Med detta menas i praktiken att penningpolitiken ska försöka motverka uppkomsten av finansiella obalanser.

■ ***En felaktig uppskattning av jämviktsnivån leder till felaktig politik***

En risk med en politik som på ett ambitiöst sätt försöker stabilisera realekonomin kring en siffersatt långsiktig nivå på exempelvis produktionen eller sysselsättningen är att uppskattningen av nivån är felaktig. Detta leder i så fall till att politiken bedrivs på ett felaktigt sätt. Om man räknar med att den långsiktigt hållbara produktionen eller sysselsättningen är högre än vad den faktiskt är blir penningpolitiken alltför expansiv, vilket kan leda till problem med det nominella ankalet. Det har hävdats att detta är en viktig förklaring till den höga inflationen under framförallt 1970-talet, "the Great Inflation". Den amerikanska centralbanken antas då ha bedrivit en alltför aktivistisk stabiliseringspolitik baserad på en alltför hög uppskattning av den långsiktigt hållbara nivån på produktionen.²²

Jag vill, innan jag fortsätter, understryka att den akademiska forskningen, inte minst den teoretiska, har varit värdefull vid uppbyggnaden av det penningpolitiska ramverk vi idag har i Sverige och många andra länder. Men just i det här fallet känns det som om teorin inte används som ett redskap för att modellera och strukturera verkligheten, utan det verkar snarare som att man försöker göra det omvända – anpassa verkligheten så att den stämmer överens med teorin. Åtminstone i min värld är detta inte en framkomlig väg om man vill göra penningpolitiken tydligare.

Otydlighet på ett mer allmänt plan?

Det finns också en mer allmän kritik om att det utifrån Riksbankens kommunikation inte alltid varit så lätt att förstå exakt varför vissa beslut fattas och varför de bedömts vara bättre än andra tänkbara alternativ. Här handlar det inte, som jag tolkar det, om att kritikerna saknar motiveringar i termer av någon specifik förlustfunktion, utan snarare om att Riksbankens argumentation på ett mer allmänt plan inte upplevts som tillräckligt tydlig.

Det här är en kritik som jag har lite större förståelse för. Låt mig försöka redogöra för hur jag ser på saken. Vad kritiken oftast tycks kretsa kring är den debatt som förts inom direktionen de senaste åren, under återhämtningen efter den globala finansiella krisen. Lite kortfattat kan man säga att en majoritet i direktionen förespråkade en något högre styrränta än minoriteten. Jag vill understryka att det inte har handlat om några milsvida skillnader – det har inte handlat om huruvida penningpolitiken bör vara expansiv eller åtstramande, utan "bara" om exakt hur pass expansiv den bör vara. Ända sedan krisen har reporäntan varit låg och det är den fortfarande.

En typ av kritik går ut på att majoriteten inte har varit konsekvent utan har hänvisat till lite olika argument för att motivera den något mindre expansiva politiken.²³ Det kan kanske ligga något i det. Här är det dock viktigt att komma ihåg att direktionen består av sex individer som har sina egna personliga åsikter. Majoriteten är inte ett i alla delar samspelt "lag" som har exakt samma syn i alla avseenden, och den har ju för övrigt inte heller bestått av samma

²² Se till exempel Orphanides (2004) i fotnot 18, som konstaterar: "The subtle policy change in 1979 reflected a shift to more modest but attainable goals. Reducing the excessive emphasis on stabilizing the level of economic activity around its uncertain potential and concentrating instead on the inflation outlook for policy guidance provided the foundation for stable sustainable growth."

²³ Se till exempel Calmfors, Lars (2012), "Riksbanken måste bli tydligare", kolumn i Dagens Nyheter, 13 september.

personer under den här perioden. Från och till har det rått delade meningar i olika frågor, men jag skulle nog säga att den huvudsakliga skiljelinjen mellan majoriteten och minoriteten är att majoriteten varit mer bekymrad över hushållens skulder. Många utomstående bedömare verkar också ha gjort den tolkningen.

En annan kritik tar avstamp i detta, men menar att majoritetens argumentation kring riskerna med hushållens skulder har varit alltför vag. Vad jag upplever att kritikerna framförallt saknat är kvantifieringar av hur penningpolitiken antas kunna påverka läget. Även den här kritiken kan jag ha förståelse för.

Det skulle utan tvivel vara önskvärt att kunna säga att en något högre ränta minskar risken för exempelvis ett kraftigt framtida fall på bostadsmarknaden med si eller så många procent eller att en skuldnivå hos hushållen på x procent är problematiskt medan en på y procent inte är det. Men dessvärre är varken Riksbanken eller någon annan centralbank – eller för den delen den ekonomiska vetenskapen som sådan – där än. En av lärdomarna från den globala finanskrisen var just att vi behöver fördjupa förståelsen för de finansiella marknadernas funktionssätt och sambanden mellan den finansiella sektorn och resten av ekonomin. Detta sagt vill jag understryka att det här ingalunda är frågor som i centralbanksvärlden uppmärksammats för första gången efter den globala finanskrisen. Riksbanken och andra centralbanker har under årens lopp vid ett antal tillfällen haft anledning att fundera kring hur olika finansiella skeenden ska få påverka penningpolitiken. Dessa tankegångar har dock mer baserats på intuition än ett handfast analytiskt ramverk.

Forskningen om de här frågorna har sedan några år tillbaka formligen exploderat, så förhoppningsvis kommer vi att komma en bit på vägen framöver. Men till dess ett praktiskt användbart analytiskt ramverk finns på plats anser åtminstone jag att det måste finnas utrymme att föra fram argument, utan att dessa nödvändigtvis måste kunna översättas i exakta sannolikheter eller preciserade siffror på effekter på inflation och realekonomi. Om vi nu upplever en viss utveckling som oroande kan vi, som jag ser det, inte avstå från att agera bara för att saker och ting är svåra att kvantifiera eller inte kan inordnas i en förenklad teoretisk tankemodell för hur penningpolitik bör bedrivas. Man kan inte ta time-out och vänta på forskningen. Detta är ett område där de potentiella kostnaderna för samhället är mycket stora. Då tycker jag att en försiktighetsprincip måste gälla.

Inte heller här sticker Riksbanken ut på något sätt. Jag är övertygad om att den penningpolitiska diskussionen i de flesta centralbanker till stor del förs med den här typen av mer kvalitativa argument. Jag är också övertygad om att många ekonomisk-politiska beslutsfattare i de länder där finanskrisen slagit hårt idag ångrar att de inte i högre grad agerade utifrån den oro de kan ha känt, trots att den var svår att kvantifiera.

Vad kan man kräva av inflationsmålspolitiken?

Låt mig avsluta med att kort summera hur jag ser på inflationsmålspolitiken möjligheter – vad den kan göra och vad man kan kräva av den.

Som jag varit inne på några gånger är inflationsmålspolitiken största förtjänst att den tillhandahåller ett nominellt ankare för ekonomin – ett riktmärke för pris- och lönesättningsbesluten. Det innebär inte att ekonomins aktörer räknar med att inflationen i varje given tidpunkt kommer att ligga på målet, men de

■ vet att den över tiden kommer att ligga nära det och inte vandra iväg. I samband med min inledande tillbakablick konstaterade jag att den svenska ekonomin för tjugo år sedan saknade ett sådant ankare. Att utvecklingen sedan dess varit så gynnsam beror sannolikt till ganska stor del på den "ordning och reda" som inflationsmålpolitiken skapat.

Utöver att hålla inflationen låg och stabil ska penningpolitiken bidra till att hålla ekonomin i balans genom att så gott det går dämpa konjunktursvängningarna. Men som jag ser det bör detta göras genom vad man kan kalla "coarse tuning", grovjustering, snarare än genom "fine tuning". Ambitionen bör inte vara att lägga stor vikt vid att försöka finjustera realekonomin kring något osäkert siffersatt mått på långsiktig sysselsättning, potentiell BNP eller jämviktsarbetslöshet. Det kan förefalla vara "tydligt" att göra så men det skulle ge en alltför förenklad bild av penningpolitiken och kräver kunskaper som vi helt enkelt inte har idag. Att bedriva "coarse tuning" innebär för mig också att det ibland kan bli nödvändigt att reagera på risker trots att dessa inte låter sig kvantifieras inom något analytiskt ramverk.