



ANFÖRANDE

DATUM: 2013-01-16
TALARE: Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson
PLATS: LO, Stockholm

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

■ Penningpolitik och sysselsättning: penningpolitiken alltför stram*

Alltför stram penningpolitik i Sverige

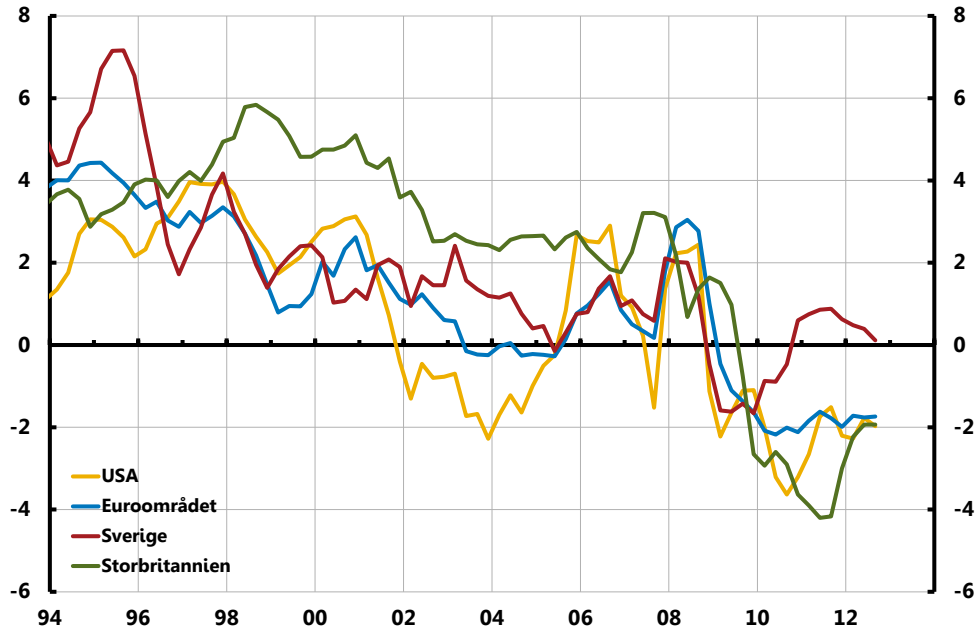
Trots att jag själv är ledamot i Riksbankens direktion så ser jag stora problem med svensk penningpolitik, vilket knappast är någon hemlighet. I ett kortare perspektiv kan man notera att inflationen mätt med både KPI och KPIF nu är betydligt under inflationsmålet på 2 procent, och att arbetslösheten är högt över en rimlig långsiktigt hållbar nivå. Det är inget tvivel om att penningpolitiken bidragit till detta, genom att ha varit för stram sedan styrräntan började höjas sommaren 2010. Detta kan förstås låta konstigt med tanke på att styrräntan ligger på en historiskt sett låg nivå. Men både korta och långa nominella och reala räntor har sedan mitten av 1990-talet haft en negativ trend och fallit i såväl Sverige som resten av världen. Det gör att det blir missvisande att nu göra direkta historiska jämförelser av styrräntans nivå. Att penningpolitiken varit och är för stram framgår tydligare när man ser att styrräntan och de korta reala räntorna i Sverige höjts sedan 2010 och sedan fortsatt hållits höga i jämförelse med styrräntorna och de korta reala räntorna i euroområdet, Storbritannien och USA. Detta trots att inflationen i Sverige är betydligt lägre än i dessa ekonomier och arbetslösheten är ungefär lika hög som i Storbritannien och USA (diagram 1-3). Inflationen i Sverige mätt med KPIF har också, från att ha legat nära målet i början på 2010, trendat nedåt till att hamna på eller under en procent.¹

* Jag vill tacka Karolina Ekholm, Gabriela Guibourg, Kerstin Hallsten, Per Jansson, Kerstin af Jochnick, Pernilla Johansson, Ulf Söderström, Staffan Viotti och Anders Vredin för värdefulla diskussioner och synpunkter. Anna Lidberg och Marianne Sterner har bidragit till detta tal. De synpunkter som framförs är mina egna och delas inte nödvändigtvis av Riksbankens övriga direktionsledamöter eller Riksbankens medarbetare.

¹ Se Svensson (2011) för en jämförelse av penningpolitiken i Sverige och USA från sommaren 2010, inklusive vilken penningpolitik som varit bättre avvägd.

Diagram 1. Real ettårsränta i Sverige, euroområdet, Storbritannien och USA

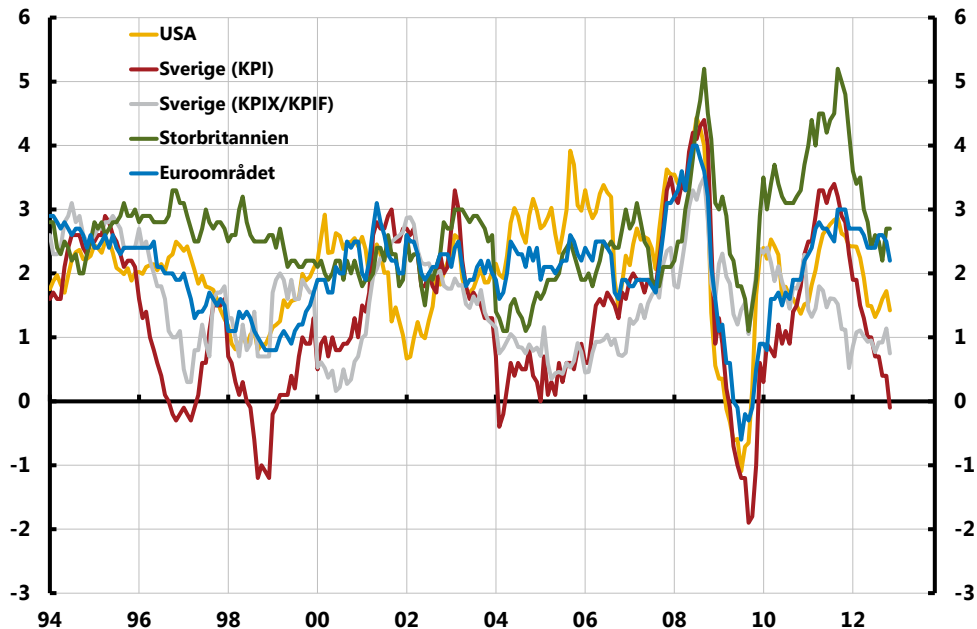
Procent



Källor: IMF, OECD och Riksbanken

Diagram 2. Inflation i Sverige, euroområdet, Storbritannien och USA

Procent

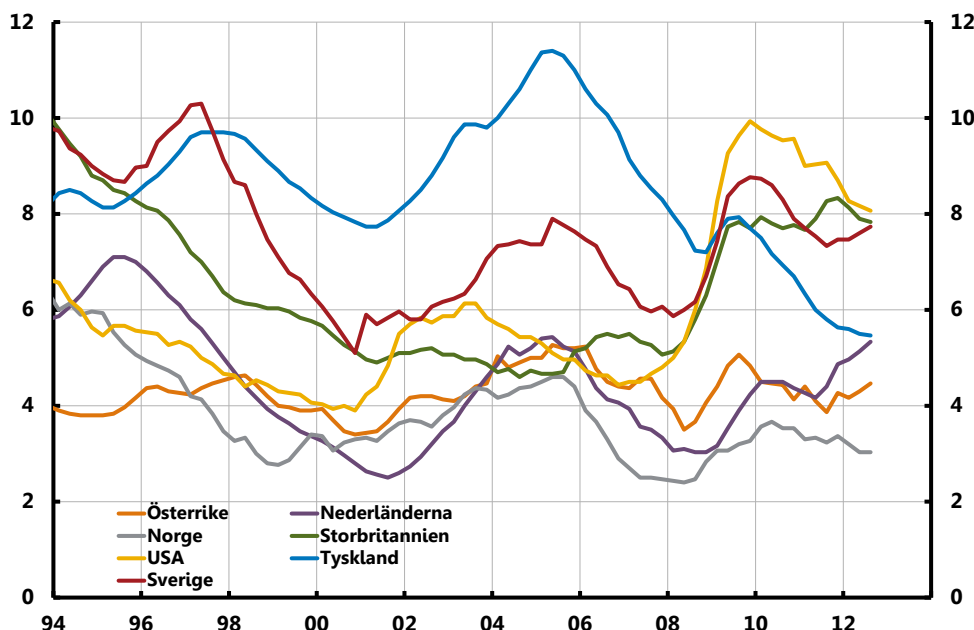


Anm: KPIX/KPIF för Sverige visar KPIX t.o.m. mars 2008, därefter KPIF. För Storbritannien visas RPIX t.o.m. 2003, därefter KPI. För euroområdet visas HIKP. För USA visas PCE-deflatorn.

Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Office for National Statistics, SCB och Riksbanken

Diagram 3. Arbetslöshet i Sverige och valda länder

Procent



Källa: Eurostat

För låg genomsnittlig inflation och onödigt hög genomsnittlig arbetslöshet sedan 1997

I ett längre perspektiv kan man notera att sedan 1997, då inflationsförväntningarna hade förankrats vid inflationsmålet, har den genomsnittliga inflationen i Sverige mätt med realtidsdata för KPI varit 1,4 procent, det vill säga 0,6 procentenheter under målet för KPI, 2 procent. Detta står i kontrast till inflationen i andra länder som har haft ett fast inflationsmål lika länge som Sverige, som Australien, Kanada och Storbritannien. I dessa länder har inflationen legat på eller mycket nära inflationsmålet (i Storbritanniens fall fram till och med 2007).² Eftersom inflationsförväntningarna i Sverige sedan 1997, enligt Prosperas enkäter, varit stabilt förankrade vid målet har inflationen i genomsnitt således blivit betydligt lägre än förväntningarna. Enligt etablerad teori och empiri för sambandet mellan inflation och arbetslöshet – den så kallade förväntningsutvidgade Phillipskurvan – innebär detta att den genomsnittliga arbetslösheten sedan 1997 blivit högre än nödvändigt, enligt mina beräkningar ungefär 0,8

² Som diskuteras i Svensson (2012d) har Australien haft ett inflationsmål i form av ett intervall mellan 2 och 3 procent, det vill säga med en mittpunkt på 2,5 procent, sedan mitten av 1993. Genomsnittet för inflationen 1997-2011 är 2,7 procent. Kanada har haft ett inflationsmål sedan 1991 med nivån 2 procent sedan 1995. Genomsnittet för inflationen 1997-2011 är 2,0 procent. Storbritannien har haft ett inflationsmål från slutet av 1992. Från 1996-2003 var målet 2,5 procent mätt med indexet RPIX. Genomsnittet för RPIX-inflationen 1997-2003 var 2,4 procent. Från 2004 är målet 2 procent för indexet KPI. Genomsnittet för KPI-inflationen 2003-2007 var 2,0 procent. Under 2008-2012 har inflationen i Storbritannien överstigit inflationsmålet. Detta är dock förenligt med optimal penningpolitik när arbetslösheten som i Storbritannien överstiger en långsiktigt hållbar nivå.

procentenheter för hög, motsvarande ungefär 38 000 arbetslösa (Svensson 2012b, d).³

Penningpolitiken olämpligt medel att begränsa hushållens skuldsättning

Penningpolitiken är alltså i nuläget stram, med högre real kort ränta än i omvärlden, en inflation betydligt under målet och en arbetslöshet högt över en rimlig långsiktigt hållbar nivå. En möjlig förklaring till den strama penningpolitiken är att den syftar till att begränsa hushållens skuldsättning, mätt som kvoten mellan skulder och disponibel inkomst.⁴ Som jag strax ska förklara närmare har dock penningpolitiken enligt etablerad teori och empiri endast mycket liten kortsiktig effekt på hushållens skuldkvot och – när inflationen är låg och stabil – inga långsiktiga effekter. En stram penningpolitik leder då i stället till för låg inflation och för hög arbetslöshet, utan att märkbart påverka eventuella risker på grund av hushållens skuldsättning. I praktiken har penningpolitiken kommit att både i viss utsträckning åsidosätta prisstabilitetsmålet och leda till onödigt hög arbetslöshet. Mot bakgrund av detta är det anmärkningsvärt att penningpolitiken i Sverige ändå tycks ha inriktats på att påverka hushållens skuldsättning. Eventuella problem med hushållens skuldsättning kan bättre hanteras med andra medel än styrräntan, som bolånetak och skatteregler, medel som till skillnad från penningpolitiken är effektiva på både kortare och längre sikt (Svensson 2012c).

Riksbankens mandat – prisstabilitet och högsta hållbara sysselsättning – kräver lägre ränta och räntebana

Jag anser alltså att penningpolitiken borde vara mer expansiv än vad den är för närvarande, det vill säga räntan och räntebanan borde vara lägre. Riksbankens mandat enligt riksbankslagen och dess förarbeten bör tolkas som prisstabilitet och högsta hållbara sysselsättning (Svensson 2012b).⁵ Högsta hållbara sysselsättning är i praktiken detsamma som lägsta hållbara arbetslöshet. Vid varje penningpolitiskt beslut gäller det därför att sätta den ränta och välja den räntebana som bäst stabiliserar inflationen runt inflationsmålet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå.⁶

³ Andersson, Palmqvist och Österholm (2012) diskuterar Riksbankens måluppfyllelse under en annan period, nämligen med början 1995 i stället för 1997, vilket ger ett genomsnitt på 1,5 procent för KPI-inflationen 1995-2011 i stället för 1,4 procent. Under 1995-1996 är KPI-inflationen 1,8 procent, vilket drar upp genomsnittet. Under 1995 och början av 1996 ligger dock inflationsförväntningarna enligt Aragon fondkommissionens enkäter betydligt över målet, vilket allt annat lika höjer inflationen och kräver en högre arbetslöshet för att uppnå målet (Svensson 2012d). Inflationsförväntningarna förankras vid målet först under senare hälften av 1996. Perioden från 1997 och framåt är därför mer relevant för att bedöma måluppfyllelsen och de realekonomiska kostnaderna av att underskrida målet.

⁴ Se t.ex. Ingves (2012) och Per Janssons inlägg i protokollet från oktober 2012 (Sveriges riksbank 2012c, s. 21).

⁵ Enligt riksbankslagen (SFS 1988:1385, 1 kap. 2§) gäller att "målet för penningpolitiken skall vara att upprätthålla ett fast penningvärde". Enligt regeringspropositionen (Sveriges regering 1997, sid. 1) med förslaget till riksbankslagen gäller också att "såsom myndighet under riksdagen ska Riksbanken därutöver, utan att åsidosätta inflationsmålet, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning". Hög sysselsättning bör tolkas som högsta hållbara sysselsättning. Tanken i regeringspropositionen är knappast att "hållbar tillväxt" ska stå i motsättning till "hög sysselsättning". Se Svensson (2012b) för vidare diskussion av detta.

⁶ I detta sammanhang kan det vara intressant att notera att Riksbanken i princip har samma mandat som Federal Reserve. Enligt Federal Reserve Act ska den amerikanska centralbanken "promote effectively the goals of maximum employment and stable prices". Även här betyder maximum

■ Mot denna bakgrund har jag under senare år förespråkat en betydligt lägre ränta och räntebana för att uppnå en inflation närmare målet och en arbetslöshet närmare en långsiktigt hållbar nivå. Eftersom arbetslösheten varit hög länge och därför börjat bita sig fast krävs det nu en särskilt expansiv penningpolitik för att få ner arbetslösheten mot en långsiktigt hållbar nivå. Inflationen måste därför temporärt tillåtas skjuta över målet. På längre sikt gäller det att föra en penningpolitik som ger en genomsnittlig KPI-inflation på eller nära målet och inte upprepa den politik som sedan 1997 lett till onödigt hög arbetslöshet.

I fortsättningen ska jag diskutera varför en mer expansiv penningpolitik inte skulle ha några märkbara effekter på eventuella risker förknippade med hushållens skuldsättning, vad kostnaden för den strama penningpolitiken är på kort och lång sikt i termer av ökad arbetslöshet, vad som bestämmer den långsiktigt hållbara arbetslösheten, hur man ska se på de argument som framförts för att penningpolitiken inte kan göra så mycket åt den höga arbetslösheten och varför en mer expansiv penningpolitik med inflationen tillfälligt över målet behövs för att få ner arbetslösheten mot en långsiktigt hållbar nivå.

Penningpolitiken har små kortsiktiga effekter på hushållens skuldsättning och – med låg och stabil inflation – inga långsiktiga effekter

En möjlig förklaring till den strama penningpolitiken är som sagt att penningpolitiken i praktiken syftat till att begränsa hushållens skuldsättning, det vill säga hushållens skuldkvot. Såvitt jag kan se finns det här en missuppfattning om vad penningpolitiken kan åstadkomma beträffande hushållens skuldsättning. Som jag framhöll i ett tal i november förra året (Svensson 2012c) och vid det penningpolitiska mötet i december (Sveriges Riksbank 2012d) har, enligt etablerad teori och empiri, inklusive Riksbankens egna utredningar och beräkningar, till exempel Riksbanken (2011), penningpolitiken nämligen mycket liten kortsiktig effekt på hushållens skuldsättning och, med låg och stabil inflation, inga långsiktiga effekter.

Hushållens skulder har stigit till ungefär 170 procent som andel av disponibel inkomst. Skulderna är huvudsakligen bolån, så för att förstå skuldutvecklingen och om den är ett problem måste man förstå hur bostadspriserna och värdet på bostäderna utvecklats sig. Hushållens reala tillgångar (egna hem, fritidshus och bostadsrätter) har vuxit i takt med skulderna och står i en stabil relation till dessa. Belåningsgraden, kvoten mellan skulder och reala tillgångar, har varit tämligen stabil och har sedan mitten av 1990-talet legat i intervallet 50-60 procent (diagram 4).

Hur bostadspriser bestäms är ett mycket genomforskat område. Som Englund (2011) visar i Riksbankens utredning om riskerna på bostadsmarknaden bestäms bostädernas fundamentala värde i huvudsak av den långa reala bolåneräntan efter skatt och värdet på de boendetjänster som bostäderna levererar. Värdet på boendetjänsterna står i sin tur i en stabil relation till disponibel inkomst (de kan mätas med boendekostnaderna, som utgör 25-30

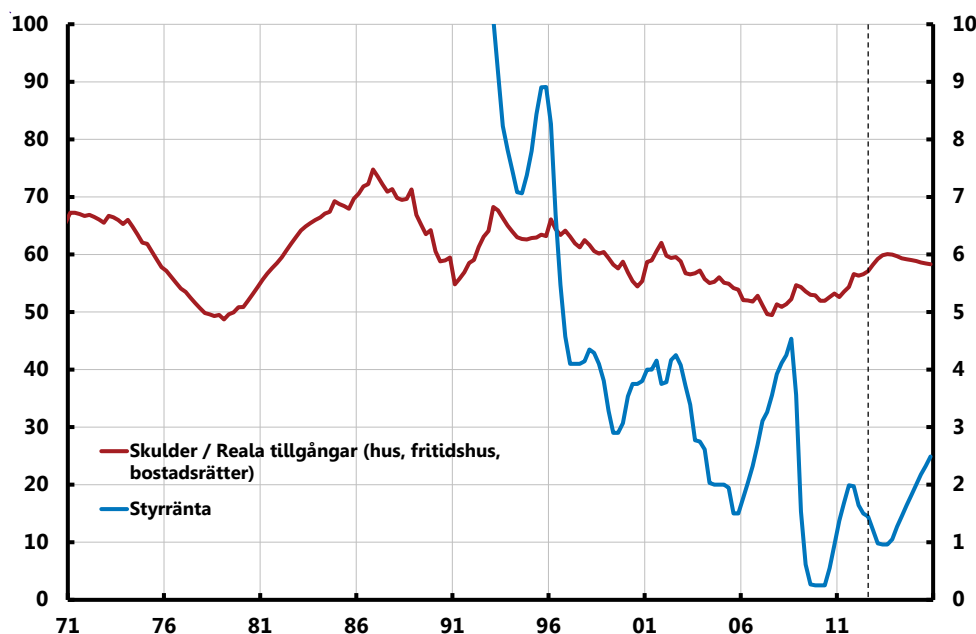
employment maximum sustainable employment. Federal Reserve Board (2012) betonar också den långsiktigt hållbara arbetslösheten (the longer-run normal rate of unemployment).

procent av disponibel inkomst).⁷ Enkelt uttryckt bestämmer bolåneräntan efter skatt hur mycket en bostadsägare är beredd att betala för bostaden för att boendekostnaden ska vara 25-30 procent av ägarens disponibla inkomst. Det betyder att relationen mellan bostadspriser och disponibel inkomst i huvudsak bestäms av den långa reala bolåneräntan efter skatt, inklusive effekterna av förmögenhets- och fastighetsskatt. Som Englund visar förklaras utvecklingen av de svenska bostadspriserna i förhållande till disponibel inkomst huvudsakligen av en stark negativ trend i de långa reala bolåneräntorna efter skatt sedan mitten av 1990-talet.

Enligt den etablerade synen på penningpolitiken kan den inte på lång sikt påverka korta och långa realräntor. Den kan på lång sikt påverka den långa reala bolåneräntan efter skatt bara i den utsträckning inflationstakten med givet skattesystem påverkar de reala ränteavdragen och den reala förmögenhets- och fastighetsskatten. Med ett inflationsmål och låg och stabil inflation försvinner den möjligheten till påverkan. Då har penningpolitiken inte någon långsiktig effekt på bostadspriserna i förhållande till disponibel inkomst.⁸

Diagram 4. Hushållens belåningsgrad (skulder/reala tillgångar) och styrräntan

Procent



Källor: SCB och Riksbanken

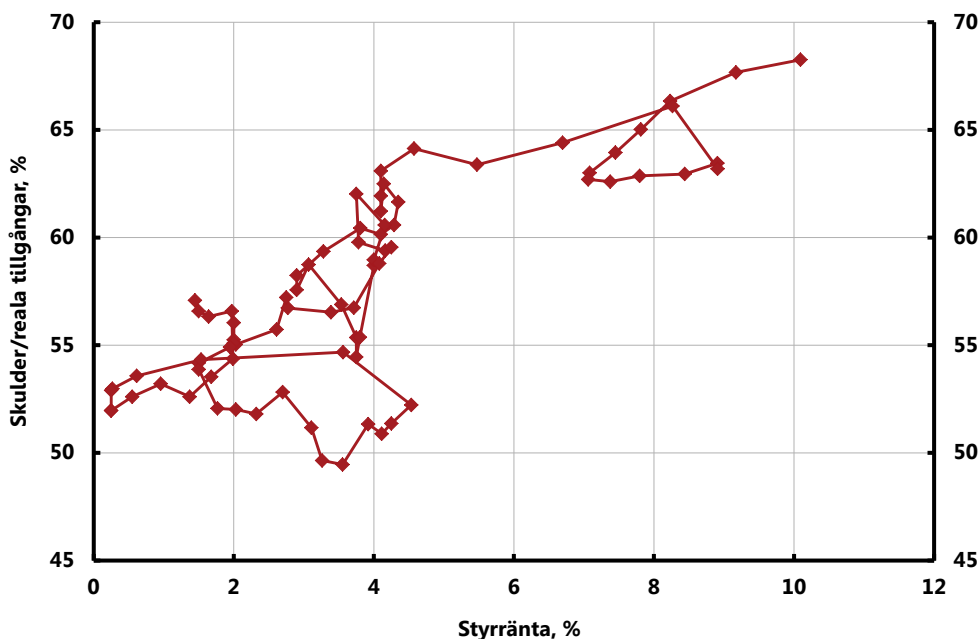
Penningpolitiken skulle fortfarande kunna påverka skuldkvoten om den kan påverka belåningsgraden. En högre styrränta skulle kunna begränsa skuldkvoten om den ledde till en lägre belåningsgrad, om det fanns ett

⁷ Statistiska centralbyrån (2012, tabell 9.1.8).

⁸ Att penningpolitiken under 1997-2011 medfört i genomsnitt ungefär 0,8 procentenheter högre arbetslöshet än om inflationen i genomsnitt legat på målet innebär att genomsnittlig disponibel inkomst blivit lägre – närmare bestämt att disponibel inkomst växt i samma genomsnittliga takt men på något lägre nivå. Detta påverkar dock inte kvoten mellan genomsnittliga bostadspriser och disponibel inkomst – som ju beror på den långa bolåneräntan efter skatt – och därmed, vid given belåningsgrad, inte skuldkvoten.

- negativt samband mellan styrränta och belåningsgrad. Som framgår av diagram 5 finns det dock knappast något stöd för ett sådant samband. Det tycks alltså inte finnas något stöd för att penningpolitiken skulle kunna påverka skuldkvoten på lång sikt.

Diagram 5. Hushållens belåningsgrad (skulder/reala tillgångar) och styrräntan (1993 kvartal 1 – 2012 kvartal 3)



Källor: SCB och Riksbanken

När det gäller kort sikt – det vill säga några års sikt – har penningpolitiken mycket liten effekt på bostadspriserna och ännu mindre på skuldkvoten, eftersom skuldkvotens täljare och nämnare på kort sikt rör sig åt samma håll. Vid det senaste penningpolitiska mötet (Sveriges riksbank 2012d) nämnde jag ett typiskt resultat från empiriska skattningar, nämligen att en procentenhet högre reporänta under fyra kvartal leder till drygt 2 procent lägre bostadspriser och skulder än annars. Samtidigt blir BNP och disponibel inkomst drygt en procent lägre än annars, medan arbetslösheten blir drygt 0,5 procentenhet högre än annars, vilket motsvarar cirka 25 000 jobb med nuvarande antal personer i arbetskraften, ungefär 5 miljoner. Skuldkvotens täljare blir således drygt 2 procent lägre medan nämnaren blir drygt en procent lägre, varvid skuldkvoten blir drygt en procent lägre än annars. En procent lägre skuldkvot kostar alltså ungefär 25 000 jobb. Det är ungefär samma relation som jag nämnt tidigare (Svensson 2012c), att 10 procent på bostadspriserna kostar 6 procent av BNP och 3 procentenheter arbetslöshet, det vill säga 150 000 jobb.⁹

Vad jag kan se finns det alltså inget stöd för att penningpolitiken på kortare sikt skulle kunna begränsa skuldkvoten märkbart utan stora kostnader i form av lägre inflation och högre arbetslöshet. Andra medel måste användas om skuldkvoten ska påverkas, som bolånetak och skatteregler, medel som kan

⁹ Se Assenmacher-Wesche och Gerlach (2010), Claussen, Jonsson och Lagerwall (2011) och Kuttner (2012) för liknande resultat om penningpolitikens effekt på bostadspriser.

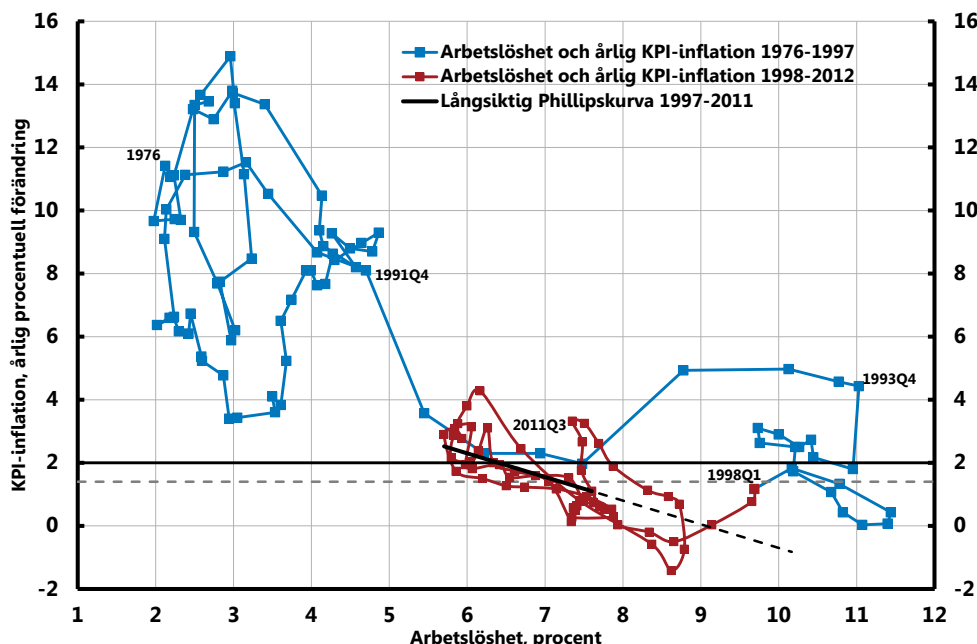
- påverka belåningsgraden eller den långa reala bolåneräntan efter skatt på både kortare och längre sikt.

Vad kostar en stram penningpolitik?

Som jag redan nämnt har den genomsnittliga KPI-inflationen sedan 1997 mätt med realtidsdata blivit 1,4 procent, det vill säga 0,6 procentenheter under målet. Har detta haft några realekonomiska konsekvenser? Standardsvaret på frågan om ett missat mål medfört realekonomiska kostnader är nej. Detta eftersom den genomsnittliga arbetslösheten enligt etablerad teori och empiri är oberoende av penningpolitiken och inflationstakten. Detta förutsätter dock att inflationsförväntningarna anpassar sig till den faktiska inflationen och alltså blir lägre om den genomsnittliga inflationen blir lägre. Den långsiktiga Phillipskurvan, som illustrerar relationen mellan den genomsnittliga inflationen mätt längs den vertikala axeln och den genomsnittliga arbetslösheten mätt längs den horisontella axeln, blir då vertikal, och den genomsnittliga arbetslösheten blir alltså oberoende av den genomsnittliga inflationstakten.

Vi kan se detta i diagram 6, som visar arbetslöshet längs den horisontella axeln och KPI-inflation längs den vertikala axeln för åren 1976-2012. Vi ser att under 70- och 80-talen fanns det inget systematiskt samband mellan inflation och arbetslöshet. Den långsiktiga Phillipskurvan, det långsiktiga sambandet mellan inflation och arbetslöshet, kunde sägas vara vertikal.

Diagram 6. Arbetslöshet och årlig KPI-inflation 1976-2012 och den långsiktiga Phillipskurvan 1997-2011



Anm: Den årliga inflationen från 1998 kvartal 1 och framåt (markerad med röda observationer) är glidande medelvärden av fyra kvartals kvartalsinflation, det vill säga av kvartalsinflationen 1997 kvartal 1 och framåt. Den långsiktiga Phillipskurvan är i Svensson (2012d) skattad på kvartalsinflation för perioden 1997-2011. Den streckade horisontella linjen motsvarar en genomsnittlig KPI-inflation på 1,4 procent.

Källor: SCB och egna beräkningar

■ Med förankrade inflationsförväntningar hänger inflation och arbetslöshet ihop

Från 1998 och framåt ser det dock annorlunda ut (de röda observationerna). När inflationsförväntningarna är förankrade vid målet men inflationen varierar uppstår ett systematiskt samband mellan inflation och arbetslöshet. Den svarta linjen visar en skattad långsiktig Phillipskurva för den perioden, en kurva som inte är vertikal utan lutar. Den skattade lutningen är 0,75.¹⁰ Det betyder att en procentenhet högre genomsnittlig arbetslöshet är förenad med 0,75 procentenheter lägre genomsnittlig inflation. Det innebär att 0,6 procentenheter lägre inflation än målet från 1997 medför $0,6/0,75 = 0,8$ procentenheter högre genomsnittlig arbetslöshet. Det genomsnittliga antalet personer i arbetskraften under de senaste 15 åren är ungefär 4,7 miljoner. En andel på 0,8 procent av 4,7 miljoner är ungefär 38 000. Man kan alltså säga att kostnaden i termer av arbetslöshet av att den genomsnittliga inflationen fallit under målet är ungefär 38 000 arbetslösa.¹¹

Som förklaras i min uppsats (Svensson 2012d) är den lutande långsiktiga Phillipskurvan rimligtvis relevant bara när den genomsnittliga inflationen avviker måttligt från inflationsförväntningarna och målet (till exempel avvikelser mindre än plus/minus en procentenhet). Vid större genomsnittliga avvikelser är det nämligen troligt att inflationsförväntningarna så småningom anpassar sig.

Med inflationen nära målet vore ungefär 65 000 färre arbetslösa

En ökad arbetslöshet på ungefär 38 000 personer är alltså kostnaden i genomsnitt för en för stram penningpolitik under perioden från 1997 till och med 2011. Hur hög är då kostnaden för den strama politiken just nu? Hur mycket lägre hade arbetslösheten varit nu med en mer expansiv penningpolitik de senaste två åren, som min kollega i direktionen Karolina Ekholm och jag konsekvent har förespråkat sedan sommaren 2010?

Anta att inflationen hade blivit ungefär en procentenhet högre och således legat närmare målet idag. Enligt min uppsats (2012d) är den långsiktiga Phillipskurvas lutning, 0,75, relevant inte bara på lång sikt också på något års sikt. En procentenhet högre inflation leder då till ungefär $1/0,75 = 1,3$ procentenheter lägre arbetslöshet.¹² Med nuvarande antalet personer i arbetskraften, 5 miljoner, motsvarar 1,3 procentenheter ungefär 65 000 färre arbetslösa.¹³

¹⁰ Se Svensson (2012d). Ett 95-procentigt konfidensintervall för lutningen ges av $0,75 \pm 0,35$, dvs. ett intervall mellan 0,4 och 1,1.

¹¹ Skattningen är förstås osäker. Som visas i Svensson (2012d) är ett 95-procentigt konfidensintervall för punktskattningen $0,8 (= 0,6/0,75)$ procentenheter ett intervall mellan $0,6/1,1 = 0,55$ procentenheter och $0,6/0,4 = 1,5$ procentenheter. Det motsvarar ett 95-procentigt konfidensintervall för skattningen 38 000 arbetslösa mellan 26 000 och 70 000.

Under 1997-2011 blev inflationen mätt med KPIX/KPIF i realtid (KPIX till och med mars 2008 och KPIF därefter) 1,6 procentenheter, det vill säga 0,4 procentenheter under målet. Skattas den långsiktiga Phillipskurvan med KPIX/KPIF i stället för med KPI blir lutningen mindre och skattas med lägre precision. Trots mindre målavvikelse blir då kostnaden i termer av ökad genomsnittlig arbetslöshet större, men med större konfidensintervall. Sambandet mellan inflation och arbetslöshet är således starkare för inflationen mätt med KPI än mätt med KPIX/KPIF.

¹² En skattning med Riksbankens modell Ramses, i enlighet med de effekter av olika räntebanor som beskrivs i Svensson (2010), leder till ungefär samma punktskattning på 1,3 procentenheter.

¹³ Ett 95-procentigt konfidensintervall för punktskattningen $1,3 (= 1/0,75)$ procentenheter är ett intervall mellan $1/1,1 = 0,9$ procentenheter och $1/0,4 = 2,5$ procentenheter, motsvarande ett konfidensintervall för skattningen 65 000 arbetslösa mellan 45 000 och 125 000.

Enligt det exempel jag nämnde tidigare kostar en procent lägre skuldkvot ungefär 25 000 fler arbetslösa. Det innebär att en mer expansiv penningpolitik med 65 000 färre arbetslösa hade ökat skuldkvoten med ungefär $65\,000/25\,000 = 2,6$ procent. Det vill säga, skuldkvoten hade på några års sikt ökat från cirka 170 procent av disponibel inkomst till cirka 174 procent.¹⁴ Det är svårt att tro att detta märkbart hade ökat eventuella risker med hushållens skuldsättning så att dessa är värda mer än 65 000 jobb. Och på längre sikt hade som sagt skuldkvoten inte påverkats alls, och således eventuella risker inte alls.

Eftersom arbetslösheten är så hög i nuläget hade jag dessutom gärna sett att penningpolitiken hade varit så expansiv att inflationen tillfälligt skjutit över målet. En ännu högre inflation hade i nuläget minskat arbetslösheten med ännu fler än 65 000 personer.¹⁵

Den långsiktigt hållbara arbetslösheten beror på arbetsmarknadens funktionssätt och strukturella förhållanden

För att kunna stabilisera arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå måste vi ha en uppfattning om denna nivå. Den långsiktigt hållbara arbetslösheten är dock ett begrepp och en storhet som inte kan mätas direkt utan som måste skattas på olika sätt. Med långsiktigt hållbar arbetslöshet menas arbetslösheten då ekonomin är i vad man i nationalekonomin benämner ett "steady state". I steady state är ekonomin i en långsiktig jämvikt där effekterna av alla störningar som ekonomin utsätts för verkar ut och förväntningarna om inflationen och andra storheter infrias. Den långsiktigt hållbara arbetslösheten kallas ofta "the (long-run) natural rate of unemployment" på engelska.¹⁶ Den kan ses som prognosen för arbetslösheten på riktigt lång sikt (under antagande om att inflationsförväntningarna infrias).

Den långsiktigt hållbara arbetslösheten är till skillnad från den långsiktiga genomsnittliga inflationen oberoende av penningpolitiken. Den bestäms av strukturella förhållanden i ekonomin, som hur arbetsmarknaden och lönebildningen fungerar, vilken ersättning arbetslöshetsförsäkringarna ger, hur sjukersättningen, inkomstskatterna och arbetskraftens demografiska sammansättning ser ut. Om dessa strukturella förhållanden ändras över tiden ändras också den långsiktigt hållbara arbetslösheten. Av allt att döma har de senaste årens arbetsmarknadsreformer, jobbskatteavdrag och förändringar i sjuk- och arbetsmarknadsförsäkringarna bidragit till att sänka den långsiktigt hållbara arbetslösheten (Finansdepartementet 2011, Sveriges riksbank 2012a).

Eftersom den långsiktigt hållbara arbetslösheten bestäms av ekonomins funktionssätt och strukturella förhållanden men inte är direkt observerbar

¹⁴ 2,6 procent av 170 procent är ungefär 4 procent.

¹⁵ Dessutom, enligt ett av Qvigstads (2005) kriterier för en bra räntebana – tillämpat på arbetslösheten – ska inflationen normalt överstiga målet när arbetslösheten överstiger den långsiktigt hållbara arbetslösheten.

¹⁶ Som Rogerson (1997) påpekar förekommer olika definitioner av "the natural rate of unemployment" men han hävdar övertygande att den enda definition av jämviktsarbetslösheten som är väl-specifierad och entydig är den som motsvarar arbetslösheten i steady state. I litteraturen förekommer olika definitioner av kortsiktig och tidsvarierande jämviktsarbetslöshet som kortsiktig NAIRU (short-run Non-Acceleration Inflation Rate of Unemployment – den arbetslöshet som på kort sikt leder till konstant inflation) och flexprisarbetslösheten (den arbetslöshet som skulle uppstå om priser och löner var flexibla). Dessa definitioner är mycket modellberoende och föga robusta eftersom de beror av ett stort antal antaganden. Blanchard och Gali (2010) ger ett teoretiskt stöd för att penningpolitiken bör inriktas på att stabilisera arbetslösheten runt steady-state-nivån förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet.

■ måste den skattas med olika ekonometriska och statistiska metoder. Olika myndigheter har kommit fram till olika resultat. Finansdepartementet (2011) har gjort den hittills mest noggranna och utförliga skattningen av den långsiktigt hållbara arbetslösheten och kommit fram till en nivå på 5 procent. Skattningen görs i två steg. I det första steget skattas en långsiktigt hållbar arbetslöshet år 2006, året innan regeringen påbörjade sina reformer på arbetsmarknadsområdet. Denna skattning resulterar i en långsiktigt hållbar arbetslöshetsnivå på 6,6 procent. I det andra steget skattas effekterna av demografiska förändringar i arbetskraften, oförändrat tak i arbetslöshetskassan och strukturreformerna. Detta resulterar i en minskning av den långsiktiga hållbara arbetslösheten med 1,6 procentenheter till 5 procent (Finansdepartementet 2011, tabell 1.1). Konjunkturinstitutet (2012) skattar en tidsberoende jämviktsarbetslöshet som når 6 procent 2020, så 6 procent skulle kunna ses som Konjunkturinstitutets skattning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten. Ett genomsnitt av Finansdepartementets och Konjunkturinstitutets skattningar är då 5,5 procent, långt under nuvarande nivå på arbetslösheten.

Att inflationen understigit inflationsförväntningarna innebär att den långsiktigt hållbara arbetslösheten kan ha överskattats

Riksbanken (2012a) presenterar en mer kortfattad skattning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten i form av intervallet 5–7,5 procent, således med en mittpunkt på 6,25 procent. Den långsiktigt hållbara arbetslösheten beräknas som av Finansdepartementet (2011) i två steg. I det första steget skattas den långsiktigt hållbara arbetslösheten 2006 i form av intervallet 6,5–7,5 procent, det vill säga med en mittpunkt på 7 procent (att jämföra med Finansdepartementets motsvarande skattning på 6,6 procent). I det andra steget skattas effekten av statliga reformer och förändringar i arbetskraftens sammansättning på den långsiktigt hållbara arbetslösheten sedan 2006 i form av ett intervall på 0 till 1,5 procentenheter, det vill säga med en mittpunkt på 0,75 procentenheter (att jämföra med Finansdepartementets motsvarande skattning på 1,6 procentenheter). När detta intervall dras från det första får man intervallet 5–7,5 procent, med en mittpunkt på 6,25 procent (att jämföra med Finansdepartementets motsvarande skattning på 5 procent).

Riksbanken utgår i det första steget från den genomsnittliga arbetslösheten under perioden 1999–2006, det vill säga ungefär 7 procent, som därefter görs till mittpunkt i det skattade intervallet 6–7,5 procent. Detta kan ses som en skattning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten fram till 2006, före regeringens reformer. Denna skattning bortser dock från att den genomsnittliga inflationen understigit de genomsnittliga inflationsförväntningarna. Som jag förklarar i ett appendix till protokollet från juli 2012 (Svensson (2012a) medför denna skillnad mellan inflation och inflationsförväntningar att den genomsnittliga arbetslösheten blir en systematisk överskattning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten. När jag tar jag hänsyn till denna skillnad kommer jag till slutsatsen att den systematiska överskattningen är ungefär 0,75 procentenheter. Allt annat lika ska då Riksbankens skattning minska med 0,75 procentenheter, varvid Riksbankens slutliga intervall efter korrigering blir 4,25–6,75 procent, med en mittpunkt på 5,5 procent.

Finansdepartementets och Konjunkturinstitutets skattningar tar inte heller hänsyn till att den genomsnittliga inflationen understigit

inflationförväntningarna, så även deras skattningar kan av detta skäl behöva justeras ner något. Genomsnittet av Finansdepartementets och Konjunkturinstitutets hittillsvarande skattningar och Riksbankens av mig korrigerade skattning blir 5,5 procent. I väntan på nya skattningar som tar hänsyn till den systematiska överskattning som en inflation lägre än inflationförväntningarna kan medföra använder jag tills vidare 5,5 procent som min egen bedömning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten.

En mer expansiv penningpolitik kan minska arbetslösheten

Kan då verkligen en mindre stram penningpolitik minska arbetslösheten i det läge vi befinner oss i nu? Jag menar att den kan det.

Expansiv penningpolitik förbättrar matchningen...

Det framförs ofta att matchningen av arbets sökande och lediga jobb fungerar sämre nu än tidigare och att penningpolitiken inte kan göra något åt matchningen.¹⁷ För denna fråga är diskussionen i Finanspolitiska rådets rapport för 2012 relevant (Finanspolitiska rådet 2012). Där framgår att matchningen för både erfaren och oerfaren arbetskraft är konjunkturkänslig och förbättras med arbetsmarknadsläget. Den är dock mer konjunkturkänslig för oerfaren arbetskraft. Det betyder att om efterfrågan på arbetskraft ökar förbättras matchningen mest för oerfaren arbetskraft.

Konjunkturen och därmed penningpolitiken spelar således roll för matchningen, och en mer expansiv penningpolitik som leder till större efterfrågan på arbetskraft förbättrar matchningen mest för utsatta grupper. Penningpolitiken kan alltså bidra till att förbättra matchningen på arbetsmarknaden. Bristande matchning är i nuvarande lågkonjunktur ett argument för en mer, inte en mindre, expansiv penningpolitik.

... och ger arbetslösa i utsatta grupper större chans att få jobb

Det framförs också ofta att fler i utsatta grupper med hög arbetslöshet kommit in på arbetsmarknaden, som utlandsfödda och ungdomar, och att detta, snarare än konjunkturen, är förklaringen till att arbetslösheten ökat.¹⁸ Dock är det så att det är de utsatta grupperna som är mest konjunkturkänsliga. Det är de som blir först uppsagda om de har ett jobb, det är de som blir sist anställda om de är arbetslösa. De är därför mer känsliga för variationer i arbetskraftsefterfrågan, och för att de ska få jobb och arbetslivserfarenhet om de är arbetslösa krävs extra stor efterfrågan på arbetskraft och därmed särskilt expansiv penningpolitik. Eftersom således en större andel av arbetskraften nu har mer konjunkturberoende jobbchanser kan man hävda att sysselsättningen som helhet nu har blivit mer konjunkturkänslig. En ökad efterfrågan kan då få större effekt på sysselsättning och arbetslöshet än tidigare. Att fler i utsatta grupper nu finns på arbetsmarknaden är alltså i nuläget också ett argument för en mer, inte en mindre, expansiv penningpolitik.

¹⁷ Se t.ex. Sveriges riksbank (2012c).

¹⁸ Enligt Arbetsförmedlingen är det fyra grupper som relativt sett har en utsatt position på arbetsmarknaden och som har svårare att få ett nytt jobb om de blir arbetslösa: utomeuropeiskt födda, personer med enbart förgymnasial utbildning, äldre i åldern 55-64 år och personer med funktionsnedsättningar som medför nedsatt arbetsförmåga.

■ Hög arbetslöshet under lång tid kräver mer expansiv penningpolitik för att få ner arbetslösheten

Det faktum att arbetslösheten varit hög under lång tid har inneburit att långtidsarbetslösheten ökat. Det är ett välkänt fenomen att långtidsarbetslösa har svårare att få jobb, av flera skäl. För en person som befinner sig utanför arbetsmarknaden är inte bara de personliga förlusterna och känslan av utanförskap påtagliga. Därtill blir de arbetslösas kunskaper efter en tid inaktuella vilket ökar svårigheterna att få ett nytt jobb. Hög arbetslöshet under lång tid biter sig fast och det krävs extra stor efterfrågan på arbetskraft för att de långtidsarbetslösa ska få jobb. Man brukar tala om att arbetslösheten blir persistent. Ju längre arbetslösheten varit hög, desto svårare blir det, desto längre tid tar det, och desto större arbetskraftsefterfrågan krävs för att få ner arbetslösheten. Att arbetslösheten varit hög under lång tid och att långtidsarbetslösheten ökat är alltså också i nuläget ett argument för en mer, inte en mindre, expansiv penningpolitik.

Tillfälligt hög inflation behövs för att minska arbetslösheten

En konsekvens av hög arbetslöshet under lång tid och att arbetslösheten tenderar att bita sig fast på en högre nivå är att inflationen för en given nivå på arbetslösheten blir högre. Det betyder att tillräckligt stor efterfrågan på arbetskraft för att få ner den höga arbetslösheten mot en långsiktigt hållbar nivå ger högre inflation än normalt under en period. Därför är det viktigt att inflationen tillåts överstiga målet under ett antal år. Det blir helt enkelt en nödvändig kostnad som måste vägas mot vinsten att få ner arbetslösheten. Eftersom inflationen i genomsnitt fallit under målet skulle i nuläget en inflation över målet också ha fördelen att den genomsnittliga inflationen under en längre period skulle komma närmare målet, något som skulle bidra till att undvika den onödigt höga genomsnittliga arbetslöshet som tidigare politik gett upphov till.

Inflationsförväntningarna har enligt Prosperas enkäter stabiliserats runt 2 procent från 1997, trots att den genomsnittliga inflationen varit lägre. Inflationsförväntningarna skulle därför sannolikt vara stabila även om inflationen skulle skjuta över målet en tid.

Sammanfattning: Penningpolitiken för stram

Min slutsats är att penningpolitiken i Sverige är och har varit för stram. De reala korta räntorna är från 2010 och framåt betydligt högre i Sverige än i euroområdet, Storbritannien och USA, trots att inflationen i Sverige är betydligt lägre än i dessa ekonomier och nu ligger betydligt under målet samtidigt som arbetslösheten är lika hög eller högre än i Storbritannien och USA. Kostnaden i termer av arbetslöshet för den strama penningpolitiken är hög både i ett kortare och i ett längre perspektiv. I praktiken har penningpolitiken kommit att både i viss utsträckning åsidosätta prisstabilitetsmålet och leda till onödigt hög arbetslöshet.

Penningpolitiken har enligt omfattande teoretisk och empirisk forskning normalt liten kortsiktig effekt på bostadspriserna och hushållens skuldsättning jämfört med effekten på inflationen och arbetslösheten, och när inflationen är låg och stabil har den inga långsiktiga effekter på bostadspriserna och skuldsättningen. En stram penningpolitik i syfte att begränsa hushållens

■ skuldsättning leder då till för låg inflation och för hög arbetslöshet, utan att märkbart påverka eventuella risker på grund av hushållens skuldsättning. Penningpolitiken bör därför inte användas för att försöka påverka bostadspriser och skuldsättning. Mot bakgrund av detta är det anmärkningsvärt att penningpolitiken i Sverige ändå tycks ha inriktats på att påverka hushållens skuldsättning på kort och lång sikt, med stora reala kostnader som följd, trots att det tycks saknas stöd för en sådan inriktning från såväl vetenskap som beprövad erfarenhet.

Penningpolitiken bör inriktas på att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå. Penningpolitiken bör också inriktas på att hålla inflationen på målet i genomsnitt under en längre period, för att inte upprepa den politik som sedan 1997 lett till onödigt hög arbetslöshet. Den långsiktigt hållbara nivån på arbetslösheten beror på arbetsmarknadens sätt att fungera och strukturella förhållanden och måste skattas med empiriska metoder. Dessa skattningar bör, för att inte systematiskt överskatta den långsiktigt hållbara arbetslösheten, ta hänsyn till att den genomsnittliga inflationen sedan 1997 understigit de genomsnittliga inflationsförväntningarna.

Problemen med försämrad matchning, ökad långtidsarbetslöshet och större andel utsatta grupper på arbetsmarknaden är argument för en mer, inte mindre, expansiv penningpolitik så att vi kan få ner den höga arbetslösheten mot en långsiktigt hållbar nivå. I nuläget när arbetslösheten varit hög under lång tid behövs en extra expansiv penningpolitik, en hög efterfrågan på arbetskraft och en inflation som tillfälligt tillåts överstiga målet för att få ner arbetslösheten. Eftersom inflationen i genomsnitt fallit under målet skulle i nuläget en inflation över målet också ha fördelen att den genomsnittliga inflationen under en längre period skulle komma närmare målet, något som skulle bidra till att undvika den onödigt höga genomsnittliga arbetslöshet som tidigare politik gett upphov till.

Referenser

Andersson, Björn, Stefan Palmqvist och Pär Österholm (2012), "Riksbankens uppfyllelse av inflationsmålet i ett längre tidsperspektiv", Ekonomisk kommentar nr 4, 2012, www.riksbank.se.

Assenmacher-Wesche, Katrin, och Stefan Gerlach (2010), "Monetary policy and financial imbalances: Facts and fiction", *Economic Policy* 25, s. 437-482.

Blanchard, Olivier, och Jordi Gali (2010), "Labor markets and monetary policy: A New Keynesian model with unemployment", *American Economic Journal: Macroeconomics*, April 2010, s. 1-30.

Claussen, Carl Anderas, Magnus Jonsson och Björn Lagerwall (2011), "En makroekonomisk analys av bostadspriserna i Sverige", i Sveriges Riksbank (2011), s. 67-95.

Englund, Peter (2011), "Svenska huspriser i ett internationellt perspektiv", i Sveriges Riksbank (2011), s. 23-65, www.riksbank.se.

Federal Reserve Board (2012), "Federal Reserve issues FOMC statement of longer-run goals and policy strategy," pressmeddelande 2012-01-25, www.federalreserve.gov.

Finanspolitiska rådet (2012), "Svensk finanspolitik 2012", www.finanspolitiskaradet.se.

Ingves, Stefan (2012), "Avvägningar i penningpolitiken", tal i Luleå 2012-12-04.

Konjunkturinstitutet (2012), *Lönebildningsrapporten 2012*, www.konj.se.

Kuttner, Kenneth N. (2012), "Low interest rates and housing bubbles: Still no smoking gun", presenterad vid konferensen "The role of central banks in financial stability: How has it changed?", Federal Reserve Bank of Chicago, november, 2011, econ.williams.edu/people/knk1.

Qvigstad, Jan F. (2005), "When does an interest rate path 'look good'? Criteria for an appropriate future interest rate path – a practitioner's approach", Staff Memo No. 2005/6, Norges Bank.

Rogerson, Richard (1997), "Theory ahead of language in the economics of unemployment", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11 No 1, 73-92.

SFS 1988:1385, Lag om Sveriges riksbank i dess lydelse den 1 juli 2011, Sveriges riksdag.

Statistiska centralbyrån (2012), Bostads- och byggnadsstatistisk årsbok 2012.

Svensson, Lars E.O. (2010), "Varför lägre reporäntebana?", tal i Umeå 2012-02-24, www.larseosvensson.net.

Svensson, Lars E.O. (2011), "Practical monetary policy: Examples from Sweden and the United States", *Brooking Papers on Economic Activity*, Fall 2011, 289-332.

Svensson, Lars E.O. (2012a), "Korrigerad av Riksbankens skattning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten", appendix till Sveriges riksbank (2012b), www.larseosvensson.net.

Svensson, Lars E.O. (2012b), "Olika syn på penningpolitiken", tal i Stockholm 2012-06-08, www.larseosvensson.net.

Svensson, Lars E.O. (2012c), "Peningpolitik, skulder och arbetslöshet", tal i Stockholm 2012-11-14, www.larseosvensson.net.

Svensson, Lars E.O. (2012d), "The possible unemployment cost of average inflation below a credible target," working paper, www.larseosvensson.net.

Sveriges regering (1997), *Riksbankens ställning*, proposition 1997/98:40, www.regeringen.se.

Sveriges Riksbank (2011), *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, www.riksbank.se.

Sveriges riksbank (2012a), "Den långsiktiga utvecklingen på svensk arbetsmarknad", fördjupning i *Peningpolitisk rapport, Juli 2012*, www.riksbank.se.

Sveriges riksbank (2012b), "Peningpolitiskt protokoll nr 3", 2012-07-03, www.riksbank.se.

Sveriges riksbank (2012c), "Peningpolitiskt protokoll nr 5". 2012-10-24, www.riksbank.se.



- Sveriges riksbank (2012d), "Penningpolitiskt protokoll nr 6", 2012-12-17, www.riksbank.se.