



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

ANFÖRANDE

DATUM: 2011-03-08
TALARE: Vice Riksbankschef Lars E.O. Svensson
PLATS: Luleå tekniska universitet

■ För en bättre penningpolitik: Fokusera på inflation och arbetslöshet*

Sveriges ekonomi har växt kraftigt efter en djup nedgång (diagram 1). BNP är nu i stort sett tillbaka på samma nivå som för tre år sedan (diagram 2). Direktionens majoritet har sedan sommaren 2010 stramat åt penningpolitiken genom att höja räntan. Enligt Riksbankens prognoser blir inflationen mätt med KPI högre än målet på 2 procent de närmaste åren (diagram 3). Men att KPI-inflationen är högre än målet beror på Riksbankens egna räntehöjningar. Om man istället mäter inflationen med indexet KPIF, som rensar bort dessa räntehöjningar, blir prognosen i genomsnitt lägre än 2 procent. Arbetslösheten blir också fortsatt hög de närmaste åren (diagram 4). Är det då rätt att höja räntan och strama åt penningpolitiken? Det betyder ju att KPIF-inflationen kommer att ligga lägre och längre ifrån målet och att arbetslösheten blir fortsatt onödigt hög jämfört med hur det skulle bli med en lägre ränta och en mer expansiv penningpolitik.

I detta tal vill jag ta upp tre saker. För det första menar jag att det befintliga ramverket för penningpolitiken kan bli bättre om penningpolitiken konsekvent inriktas på att stabilisera inflationen mätt med KPIF runt 2 procent och stabilisera arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå. På så sätt kan penningpolitiken bli enklare, tydligare och mer robust. I linje med detta har jag reserverat mig till förmån för en lägre räntebana och en mer expansiv penningpolitik, eftersom en sådan skulle leda till att KPIF-inflationen stiger och

* De synpunkter som framförs är mina egna och delas inte nödvändigtvis av Riksbankens övriga direktionsledamöter och medarbetare. Jag vill tacka Joanna Gerwin, Karolina Ekholm, Pernilla Meyersson, Marianne Nessén, Lars Nyberg, Stefan Palmqvist, Cecilia Roos-Isaksson, Ulf Söderström och Staffan Viotti för diskussion och synpunkter. Hanna Armelius, Hans Dellmo, Lina Majtorp och Pernilla Wasén har bidragit till detta tal.

hamnar närmare målet och till att arbetslösheten sjunker mot en långsiktigt hållbar nivå.

För det andra menar jag att det är viktigt att Riksbankens beslut och kommunikation fortsättningsvis inte ger intryck av att penningpolitiken är inriktad på något annat än inflationen och resursutnyttjandet. I media och i marknadsbrev har det diskuterats intensivt kring en ny inriktning av penningpolitiken, till exempel mot att stabilisera huspriserna och begränsa hushållens skuldsättning. Och när direktionens majoritet i valet mellan två räntebanor väljer en bana som ger sämre måluppfyllelse för både inflation och resursutnyttjande kan det onekligen ge intryck av att penningpolitiken har fler mål än inflation och resursutnyttjande.¹ Om räntehöjningar dessutom bland annat motiveras med hänvisning till den höga tillväxten, huspriserna, hushållens skuldsättning, den låga räntenivån, möjliga framtida finansiella obalanser och så vidare finns det en risk att detta intryck förstärks. I så fall blir penningpolitiken otydlig.

För det tredje vill jag närmare förklara varför jag reserverade mig vid det senaste penningpolitiska mötet och hur jag kom fram till en betydligt lägre räntebana än huvudscenariots.

Riksbanken bedriver en flexibel inflationsmålspolitik – men vad innebär detta i praktiken?

I Riksbankens (2010) skrift *Peningpolitiken i Sverige* och i inledningen till varje penningpolitisk rapport står det att Riksbanken, "förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas flexibel inflationsmålspolitik". Vi brukar också uttrycka detta som att penningpolitiken ska stabilisera inflationen runt inflationsmålet och resursutnyttjandet runt en normal nivå. Frågan är då vilka mått på de båda målvariablerna, inflationen och resursutnyttjandet, som man ska använda. Även om inflationsmålet är uttryckt i KPIF anser jag att det lämpligaste operativa måttet på inflationen är KPIF. Jag anser att det lämpligaste måttet på resursutnyttjandet är arbetslöshetsgapet mellan arbetslösheten och den långsiktigt hållbara arbetslösheten. Låt mig förklara varför jag menar att det befintliga ramverket för penningpolitiken kan bli bättre med dessa preciseringar.

¹ Vid det penningpolitiska mötet i juni 2010 höjdes räntan trots att prognosen för KPIF låg under 2 procent och prognoserna för samtliga mått på resursutnyttjandet låg under en normal nivå. En oförändrad ränta hade inneburit en prognos för KPIF närmare målet och prognoser för resursutnyttjandet närmare en normal nivå.

KPIF är det mest lämpliga operativa måttet på inflationen

Riksbankens inflationsmål är uttryckt i termer av förändringstakten för konsumentprisindex, KPI. Det har sina fördelar eftersom det mäts ofta och revideras sällan. Det spelar dessutom roll för konsumenterna eftersom det motsvarar priset på en genomsnittlig konsumtionskorg. Det är också det inflationsmått som är mest känt av allmänheten. KPI har dock en välkänd nackdel, som enligt min mening gör det mindre lämpligt som direkt, operativt mål för penningpolitiken. KPI påverkas nämligen direkt av ränteförändringar genom effekten på boendekostnaderna. Denna kortsiktiga effekt har dessutom omvänt tecken mot den medelfristiga effekten. Det innebär att Riksbankens egna räntehöjningar bidrar till att höja KPI-inflationen på kort sikt men sänker den på litet längre sikt. De stora ränteändringarna under krisen har lett till stora fluktuationer i KPI. Jag anser sammantaget att det är bättre att konsekvent använda KPIF som operativt mål för penningpolitiken och bortse från de direkta effekterna av ränteförändringarna på KPI när man bedömer om penningpolitiken är väl avvägd. Genom att stabilisera KPIF runt 2 procent kommer KPI att stabiliseras runt målet på litet längre sikt. Det är då viktigt att man konsekvent använder KPIF för att rangordna olika penningpolitiska alternativ och inte byter fram och tillbaka mellan KPIF och KPI. Om man ibland hänvisar till KPIF och ibland till KPI blir penningpolitiken otydlig.

Arbetslöshetsgapet är det mest lämpliga måttet på resursutnyttjandet

Det finns många sätt att mäta resursutnyttjandet, till exempel produktionsgapet, timgapet, sysselsättningsgapet, kapacitetsutnyttjandet eller Riksbankens RU-indikator. Eftersom det finns så många sätt att mäta resursutnyttjandet skulle man kunna tycka att det är lämpligt att utgå ifrån en bred ansats, en "samlad bedömning" utifrån ett stort antal indikatorer när man beslutar om penningpolitiken. Det är dock väl etablerat att det inte fungerar bra med en inflationsmålspolitik där måluppfyllelsen mäts med ett stort antal olika inflationsmått. Då går det ofta att hitta något inflationsmått som hamnar någorlunda nära målet och nästan vilken penningpolitik som helst kan motiveras med hjälp av ett skickligt val av index. För att målet och måluppfyllelsen ska ha någon mening måste därför i huvudsak ett inflationsmått användas.

På samma sätt menar jag att det inte fungerar bra med ett stort antal olika mått på resursutnyttjandet. Då går det också ofta att hitta åtminstone något mått som ger någorlunda normalt resursutnyttjande och nästan vilken penningpolitik som helst kan motiveras med hjälp av ett skickligt val av mått på resursutnyttjandet. Detta problem är faktiskt värre för resursutnyttjandet än för inflationen. Anledningen är att mått på resursutnyttjandet också kräver att man bedömer den normala nivån för detta mått. För produktionsgapet och timgapet gäller det att bestämma nivå och prognos för potentiell BNP och potentiella arbetade timmar. Detta kan göras med flera olika metoder och antaganden. Dessa är långt ifrån transparenta och lämnar utrymme för stort

godtycke. Genom ett skickligt val av både mått och normal nivå finns då stora möjligheter att motivera en viss penningpolitik. Därför bör i huvudsak ett mått användas.

Låt mig illustrera problemen att skatta potentiell BNP genom att jämföra Riksbankens skattning och prognos för Sveriges potentiella BNP med den skattning och prognos för USAs potentiella BNP som Congressional Budget Office (CBO) gör. Enligt CBOs skattning och prognos följer USAs potentiella produktion i stort sett den tidigare trenden för USAs BNP (diagram 5).² Produktionsgapet mellan USAs BNP och potentiella BNP är därför stort och negativt flera år framöver.³ Enligt Riksbankens skattning och prognos i februari 2011 böjer däremot Sveriges potentiella BNP ner och ligger under den tidigare trenden för Sveriges BNP. Sveriges produktionsgap sluts därför snabbt enligt Riksbankens prognos.

Hur kan skattningar och prognoser för USAs och Sveriges potentiella BNP se så olika ut medan nivån nu och prognoser för faktisk BNP är ganska lika? Varför skulle Sveriges potentiella BNP utvecklas mycket sämre än USAs? USA har utsatts för strukturella chocker i bostads-, byggnads- och finanssektor, och har stora strukturella problem i dessa sektorer. USA har också ett stort strukturellt bytesbalans- och budgetunderskott. Sverige har utsatts för en stor efterfrågechock med kollaps i exporten och efterfrågebortfall för exportsektorn. Exporten är nu på väg upp igen. Sverige tycks inte ha några strukturella problem i finanssektorn eller någon annan sektor och har inget strukturellt budget- eller bytesbalansunderskott. Mot bakgrund av detta tycker jag att man skulle kunna hävda att Sveriges potentiella BNP snarast borde utvecklas bättre än USAs och inte sämre. Skillnaden i potentiell BNP understryker svårigheterna och godtycket i dessa beräkningar.

Diagram 6 jämför Riksbankens skattning och prognos för potentiell BNP vid två tillfällen, nämligen september 2008 strax innan investmentbanken Lehmans konkurs och februari 2011. Prognosen i september 2008 för Sveriges potentiella BNP är ganska lik CBOs senaste prognos för USAs potentiella BNP i diagram 5. Vi ser i diagram 6 att bedömningen i februari 2011 av potentiell BNP på längre sikt ligger ungefär 4 procent under motsvarande bedömning i september 2008. Varför ska en ren efterfrågechock i frånvaro av strukturella problem leda till en så mycket lägre potentiell BNP på sikt?

Min slutsats från denna diskussion av diagram 5 och 6 är att skattningen av Sveriges potentiella BNP inte är tillförlitlig och att således produktionsgapet inte är någon tillförlitlig indikator på resursutnyttjandet.

Jag menar istället att arbetslöshetsgapet är det mest lämpliga måttet på resursutnyttjandet. Det finns flera skäl till detta. Arbetslösheten mäts ofta och

² Federal Reserve Bank of San Francisco har en prognos för USAs potentiella BNP som är mycket lik CBOs prognos, se Rudebusch (2011).

³ Diagrammet visar Riksbankens prognos för USAs BNP, men den är mycket lika CBOs prognos för USAs BNP

revideras inte. BNP mäts däremot mer sällan och osäkerheten och revideringarna är stora. Arbetslösheten är dessutom direkt relaterad till välfärden – att en medlem i hushållet förlorar jobbet är bland det värsta ett hushåll kan råka ut för. Arbetslösheten är också den indikator på resursutnyttjandet som är mest känd och lättast att förstå för allmänheten. I förarbetena till riksbankslagen anges att Riksbanken ska stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken. Den ekonomiska politiken i Sverige är i stor utsträckning inriktad just på att begränsa arbetslösheten, till exempel genom att förbättra arbetsmarknadens funktionssätt och öka incitamenten till att söka arbete.

Det svåra med arbetslöshetsgapet som indikator på resursutnyttjandet är att bestämma den lägsta långsiktigt hållbara arbetslösheten – vad jag fortsättningsvis kallar den hållbara arbetslösheten. Detta problem är dock inte svårare – snarast till och med lättare – än problemet med att bestämma potentiell produktion och potentiella timmar. Den hållbara arbetslösheten har vid en närmare granskning flera fördelar jämfört med andra mått på normalt resursutnyttjandet.

Den hållbara arbetslösheten kan uttryckas som en stabil procentsats – till exempel 5,5 eller 6 procent. Den förändras långsamt och ligger i ett begränsat intervall. Att skatta potentiell BNP är i jämförelse som att skjuta på ett rörligt mål. Den växer över tiden, och enligt många uppfattning kan den ses som en slumpprocess som liknar en så kallad random walk med drift. Den hållbara arbetslösheten kan bestämmas med flera olika metoder – strukturella sökmodeller i likhet med dem som utvecklats av Nobelpristagarna Diamond, Mortensen och Pissarides, så kallade UC-modeller, DSGE-modeller och NAIRU-skattningar. Resultaten av dessa olika skattningsmetoder kan jämföras och deras robusthet och tillförlitlighet kan bedömas. Man kan sedan beräkna ett genomsnitt av skattningarna och vikta det med de olika skattningarnas bedömda tillförlitlighet. Vid en skattning av den hållbara arbetslösheten är det också viktigt att ta med bedömda effekter av reformer på arbetsmarknadsområdet (Forsslund 2008).

Bedömningarna av den hållbara arbetslösheten kan göras och diskuteras i en öppen debatt inom och utanför centralbanken, med interna och externa ekonomer specialiserade på arbetsmarknadsforskning med mikro- och makrometoder. Det är en stor fördel i detta sammanhang att Sverige har en tradition av framstående arbetsmarknadsforskning vid universitet och forsknings- och utvärderingsinstitut.

Det blir också enkelt och transparent att göra känslighetsanalys i form av olika antaganden om den hållbara arbetslösheten. Om olika ledamöter i Riksbankens direktion gör olika bedömningar av den hållbara arbetslösheten kan de enkelt och tydligt förklara hur detta påverkar deras beslut.

Det är givetvis olämpligt att centralbanken själv beräknar det prisindex med vilket uppfyllelsen av inflationsmålet bedöms, och det är en stor fördel om detta index beräknas av en annan oberoende organisation eller myndighet,

■ som SCB i Sveriges fall. Av samma skäl är det olämpligt att centralbanken har monopol på att beräkna den normala nivån för det mått på resursutnyttjandet som används för att utvärdera målluppfyllelsen. I praktiken är det omöjligt för utomstående (och för de flesta inom banken, inklusive direktionsledamöterna) att verifiera och bedöma de beräkningar av potentiell produktion och timmar som görs. Det blir mycket svårt att avgöra om måtten är rimliga och tillförlitliga. Arbetslöshetsgapet ger jämfört med andra mått på resursutnyttjandet bäst möjlighet till extern och intern verifiering och bedömning av antaganden om och beräkningar av den hållbara arbetslösheten.

Dock kanske man kan fråga sig om inte Riksbankens oberoende riskeras om utomstående lägger sig i vad som är rätt nivå på den hållbara arbetslösheten. Jag vill heller inte gå så långt som till att föreslå att någon annan myndighet ska besluta om vilken hållbar arbetslöshetsnivå som är lämplig. Däremot tycker jag att det är bra om Riksbankens bedömning av den hållbara arbetslöshetsnivå fritt kan debatteras och granskas av utomstående bedömare, utvärderare och myndigheter. Detta är i praktiken inte möjligt med de andra måtten på resursutnyttjandet.

Att Riksbanken försöker stabilisera både inflationen och arbetslösheten innebär inte att den gör avkall på att inflationsmålet är överordnat. Eftersom inflationen stabiliseras runt inflationsmålet blir inflationen i genomsnitt lika med målet. Riksbanken uppfyller på så sätt det i lagen angivna målet om prisstabilitet samtidigt som den genom att sträva efter att stabilisera arbetslösheten runt en hållbar nivå kan sägas stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken.

Medelkvadratgap: Ett mått på stabilitet

En väl avvägd penningpolitik innebär alltså normalt en avvägning mellan stabilisering av inflationen och stabilisering av resursutnyttjandet. Men vad menas med större eller mindre stabilitet i inflation och resursutnyttjande? För att kunna avgöra det behövs ett kvantitativt mått, medelkvadratgapet. Medelkvadratgapet för inflationen mäter hur mycket inflationsprognosen avviker från inflationsmålet. Medelkvadratgapet för arbetslösheten mäter hur mycket arbetslösheten avviker från den hållbara arbetslösheten. Mindre medelkvadratgap innebär bättre stabilitet.

I diagram 7, panel b, visas medelkvadratgap från det senaste penningpolitiska beslutet. De beräknas genom att man tar ett medelvärde av summan av samtliga kvadrerade avvikelser för respektive målvariabel och beräknar hur stora de blir. Ju närmare noll medelkvadratgapen är, desto bättre stabilisering av respektive målvariabel, det vill säga desto bättre målluppfyllelse.

I normala fall bör det vara så att det inte går att stabilisera den ena målvariabeln bättre utan att den andra stabiliseras sämre. Annars är inte penningpolitiken "effektiv". Vilken räntebana som väljs beror då på vilken relativ vikt man lägger vid att stabilisera respektive variabel. Olika

direktionsledamöter kan fästa olika vikt vid stabilitet i de båda variablerna och komma att föredra olika räntebanor. Poängen med medelkvadratgap är att de ger oss transparens och tydlighet kring de olika penningpolitiska alternativen.⁴

Medelkvadratgapet tar hänsyn till måluppfyllelsen över hela prognosperioden och inte bara måluppfyllelsen vid en viss horisont, till exempel 8 eller 12 kvartal. Detta är en fördel. Detta är rimligt, eftersom att fokusera på måluppfyllelsen vid en viss horisont leder nämligen till ett klassiskt så kallat tidskonsistensproblem som innebär att penningpolitiken inte blir konsekvent över tiden.⁵

Penningpolitiken får inte bli otydlig

Många bedömare tycks mena att penningpolitiken numera i praktiken inriktas på fler saker än att bara stabilisera inflationen och resursutnyttjandet. Och i våra pressmeddelanden och protokoll har det onekligen hänvisats till andra saker som till exempel tillväxt, bostadspriser, hushållens skuldsättning, finansiella obalanser, och räntenivåer. I media och marknadsbrev har man ivrigt diskuterat en ny inriktning av penningpolitiken mot mer än inflation och resursutnyttjande.⁶ I flera fall har räntehöjningar applåderats med hänvisning till att de skulle bidra till att stabilisera huspriser och skuldsättning.

Det jag vänder mig emot här är inte att man justerar prognoserna med bedömningar som tar hänsyn till faktorer som påverkar prognoserna men inte fångas i de vanliga modellerna. Tvärt om har jag alltid förespråkat ett sådant tillvägagångssätt och även utvecklat hur detta kan göras mer systematiskt i ett antal forskningsarbeten.⁷ Jag tycker det är helt rätt att ta hänsyn till huspriser, skuldsättning, obalanser med mera i den utsträckning de påverkar prognoserna för inflationen och realekonomin. All information som påverkar prognoserna är relevant. Problemet är när man låter hänsyn till dessa storheter försämma måluppfyllelsen för inflationen och resursutnyttjandet. Då får de i praktiken status av separata mål för penningpolitiken. Detta gör penningpolitiken otydlig och svårförståelig. Dessutom ger riksbankslagen och dess förarbeten, som jag ser det, inte utrymme för andra mål för penningpolitiken än inflation och resursutnyttjande.⁸ Jag menar att det är viktigt att Riksbankens beslut och kommunikation fortsättningsvis inte ger intryck av att penningpolitiken är inriktad på något annat än inflationen och resursutnyttjandet.

⁴ För en utförligare beskrivning av medelkvadratgap, se Svensson (2010a, d).

⁵ Detta är ett tidskonsistensproblem som diskuteras in en klassisk artikel av Strotz (1955-56). Det skiljer sig från det tidskonsistensproblem som diskuteras av Kydland och Prescott (1977) och Barro och Gordon (1983).

⁶ Se till exempel Dagens Industri (2011), Eklund och Svensson (2010), Financial Times (2011a, b) och Frisé (2010).

⁷ Svensson (2005) och Svensson och Tetlow (2005).

⁸ Ett möjligt undantagsfall kan vara om räntebanan skulle innebära ett hot mot den finansiella stabiliteten och det saknas andra medel för att komma tillrätta med det problemet. Se diskussion i Svensson (2010b, c).

I sin utvärdering från 2006 av den svenska penningpolitiken 1995-2005 hävdar också Giavazzi och Mishkin att Riksbankens uttalanden om bostadspriser ledde till att många uppfattade Riksbankens budskap som förvirrande, vilket skapade otydlighet och försvagade förtroendet för penningpolitiken.^{9 10}

Tillväxten har förvisso varit hög under senaste året. Är då inte det ett skäl att strama åt penningpolitiken? Här är det viktigt att komma ihåg att penningpolitiken inte syftar till att stabilisera tillväxten. Den syftar till att stabilisera inflationen och resursutnyttjandet. Hur ökad tillväxt påverkar penningpolitiken beror då på hur tillväxten påverkar prognosen för inflation och resursutnyttjande. Om hög tillväxt indikerar högre eller lägre resursutnyttjande beror på orsakerna till den högre tillväxten. Det är i det avseendet ingen skillnad på tillväxt och andra indikatorer på tillståndet i ekonomin. I vilken utsträckning de påverkar penningpolitiken beror enbart på hur de påverkar prognoserna för inflation och resursutnyttjande.

Om penningpolitiken är väl avvägd i utgångsläget – ett starkt antagande – och tillväxten skiftar upp både inflationsprognosen och resursutnyttjandeprognosen, då är ökad tillväxt ett skäl att strama åt. Men om penningpolitiken inte är väl avvägd i utgångsläget, till exempel om både inflation och resursutnyttjande verkar bli för låga, så är ökad tillväxt inte ett skäl att strama åt penningpolitiken.¹¹

Tillväxt kan medföra flaskhalsar och brist på arbetskraft inom vissa sektorer. Är sådana ett skäl att höja räntan? Ja, men bara om de höjer inflationsprognosen. Sådana företeelser är viktiga när det gäller att bedöma effekterna på löner och inflationstrycket och när det gäller att göra prognoser för löner och inflation. Men det är viktigt att skilja på resursutnyttjandets roll som målvariabel och som

⁹ Se Giavazzi och Mishkin (2006) och Mishkin (2010).

¹⁰ För övrigt menar jag att styrräntan ett olämpligt instrument för att hantera eventuella problem med stigande bostadspriser och skuldsättning. Det finns flera andra, mer lämpliga instrument som till exempel bolånetak, begränsning av skatteavdrag för bostadslån, fastighetsskatter och så vidare. En omfattande forskning har dessutom visat att kostnaderna för realekonomin blir orimligt höga om man ska försöka sänka bostadspriserna med hjälp av styrräntan. Dessutom finns det inte några tecken på att svenska bostadspriser skulle utgöra en bubbla, det vill säga vara oförenliga med fundamentala faktorer som hög efterfrågan och lågt utbud till följd av litet byggande. Man kan också visa att nuvarande skuldsättning inte är något problem i förhållande till såväl hushållens betalningsförmåga som deras tillgångar. För en mer utförlig diskussion, se Svensson (2010b, c).

¹¹ Vid det penningpolitiska mötet i september 2010 kritiserade jag "revideringsargumentet", att de penningpolitiska besluten styrs av revideringstendenser. Det innebär att det förra penningpolitiska beslutet och den förra räntebanan okritiskt tas för givna och att räntebanan sedan skiftas upp eller ner beroende på om ekonomin och inflationen utvecklas starkare eller svagare än väntat. Inget penningpolitiskt beslut är perfekt, utan varje gång görs det ett större eller mindre fel. Genom att styras av revideringstendenser kommer då nya fel att läggas till gamla. Enligt min mening ska den förra räntebanan inte okritiskt tas som utgångspunkt. Varje penningpolitiskt beslut bör stå för sig själv och inte luta sig mot det föregående.

indikator på inflationstrycket. När det gäller rollen som målvariabel är det arbetslöshetsgapet mellan arbetslösheten och den hållbara nivån på arbetslösheten som är relevant. När det gäller rollen som indikator på inflationstrycket och underlag för prognoser på löner och inflation kan diverse kortsiktiga förhållanden, brister och flaskhalsar ha betydelse, men dessa påverkar normalt sett inte den hållbara arbetslöshetsnivån. Ett sätt att uttrycka detta är att säga att arbetslöshetsgapet relativt den hållbara arbetslöshetsnivån är en målvariabel men gapet relativt en kortsiktig jämviktsarbetslöshet kan vara en indikator på ett inflationstryck som spelar roll för prognosen för inflationsgapet, den andra målvariabeln.

Det senaste beslutet

Anledningen till att jag valde att reservera mig mot den räntebana som valdes av majoriteten under det senaste penningpolitiska mötet är att den enligt min mening inte innebär en väl avvägd penningpolitik. Majoritetens räntebana innebär nämligen en KPIF-prognos under målet och en arbetslöshetsprognos som är högre än en rimlig hållbar nivå under i stort sett hela prognosperioden. Jag menar att måluppfyllelsen kan bli bättre för både inflation och arbetslöshet med en lägre reporäntebana.

Den räntebana som majoriteten valde uppfyller inte det välkända nödvändiga, men inte tillräckliga, villkor för en väl avvägd penningpolitik som formulerats av den norske vice centralbankschefen Jan Qvigstad (2005). Tillämpat på inflation och arbetslöshet innebär detta villkor att inflationsgapet (skillnaden mellan inflationen och inflationsmålet) och arbetslöshetsgapet ska ha samma tecken. Eftersom inflationsgapet är negativt och arbetslöshetsgapet är positivt för majoritetens räntebana under större delen av prognosintervallet, uppfylls inte villkoret. Med en lägre räntebana skulle gapen för båda däremot minska och måluppfyllelsen för både inflation och arbetslöshet således öka.

Att penningpolitiken inte är väl avvägd för majoritetens räntebana framgår tydligt om man använder medelkvadratgap för att mäta måluppfyllelsen som i diagram 7 och 8. Diagram 7 visar de prognoser för KPIF och arbetslösheten som är förenliga med huvudscenariots räntebana och de högre respektive lägre räntebanor som publicerats i kapitel 2 i den penningpolitiska rapporten i februari. Det framgår i panel b att huvudscenariots räntebana inte uppfyller Qvigstads villkor och att den inte heller är effektiv eftersom en lägre räntebana stabiliserar både inflation och arbetslöshet bättre. Diagram 8 visar huvudscenariots räntebana och den lägre räntebana Karolina Ekholm och jag föredrog vid mötet. Prognoserna för inflation och arbetslöshet är beräknade under ett antagande som vi anser mer realistiskt och mer förenligt med hur växelkursen bestäms, nämligen att utländska räntor antas utvecklas sig enligt rådande marknadsräntor (närmare bestämt enligt de banor som ges av utländska implicita terminräntor). Vi ser i panel b att den lägre räntebanan leder till att både inflation och arbetslöshet stabiliseras bättre.

Medelkvadratgapen i diagram 7 och 8 är beräknade under antagandet att den hållbara arbetslösheten ligger på 5,5 procent. Denna nivå är tills vidare min bedömning av den hållbara arbetslösheten i Sverige, detta efter att ha läst några uppsatser i ämnet och diskuterat frågan med några specialister på arbetsmarknadsekonomi.¹² Den lägre räntebanan är bättre än huvudscenariot även om man antar en nivå på 6 procent.¹³

Vid en pressträff den 3 mars meddelade finansminister Anders Borg att Finansdepartementet bedömning av jämviktsarbetslösheten är nedreviderad från 6 procent till cirka 5 procent 2015.¹⁴ Finansdepartementet planerar att publicera sina beräkningar i en departementspromemoria i samband med 2011 års vårproposition.

Man kan kanske invända att det inte är säkert att den lägre räntebanan i diagram 8, panel a, nödvändigtvis är den bästa räntebanan. Den verkar visserligen uppfylla Qvigstads villkor, så till vida att inflationsgapet i panel c i huvudsak är positivt och arbetslöshetsgapet i panel d också är positivt (för hela prognosperioden om den hållbara arbetslösheten är 5,5 procent, för större delen av prognosperioden om den är 6 procent). Man kan visa att en ännu lägre räntebana leder till ett lägre medelkvadratgap för arbetslösheten men till ett högre medelkvadrat gap för inflationen. Det går alltså inte utan vidare att stabilisera båda bättre. En något annorlunda profil på den låga räntebanan skulle dock kanske kunna ge ett bättre resultat. Det är möjligt att rimliga vikter på stabilitet i inflation och resursutnyttjandet motiverar en högre inflation och lägre arbetslöshet. Med begränsade beredningsresurser har det inte varit möjligt att undersöka dessa saker före det penningpolitiska beslutet. Enligt min mening ska man dock inte ge sig in på ett överdrivet finlir. Det bästa får inte bli det godas fiende. Det viktiga här är att den låga räntebanan leder till tydligt bättre måluppfyllelse än huvudscenariots bana.

Den bana Karolina Ekholm och jag föredrog vid mötet i februari ligger något högre än den bana vi föredrog vid mötet i december. Det motiveras främst av att utländska räntor skiftat upp mellan december och februari. Det är naturligt att räntebanan i viss utsträckning skiftar med utländska räntor för att begränsa effekten på växelkursen. Utländska räntors roll i penningpolitiken diskuteras utförligare i mitt tal i november 2010 (Svensson 2010b).

¹² Se till exempel Forslund (2008).

¹³ Det kan tyckas vara ett problem att den lägre räntebanan ger en KPIF-inflation på cirka 2,5 procent vid prognosperiodens slut. KPIF-prognosen i dessa simuleringar med Riksbankens modell Ramses har dock beräknats under ett standardantagande om en hållbar arbetslöshetsnivå på cirka 6,5 procent, vilket jag anser vara för högt. En lägre hållbar arbetslöshetsnivå ger ett lägre inflationstryck vid prognosperiodens slut och skifta ner KPIF-prognoserna något, vilket ökar fördelen med den lägre räntebanan.

¹⁴ Finansdepartementet (2011).

Sammanfattning

Sammanfattningsvis utgår jag således från skriften *Penningpolitiken i Sverige* enligt vilken Riksbanken ska bedriva en flexibel inflationsmålspolitik där penningpolitiken inriktas mot att stabilisera inflationen runt målet och resursutnyttjandet runt en normal nivå. Jag anser att det befintliga ramverket för penningpolitiken kan förbättras genom att operativa mått på inflationen, resursutnyttjandet och deras stabilitet preciseras. Av flera skäl anser jag att endast ett operativt mått på inflationen och endast ett mått på resursutnyttjandet bör användas. Inflationsmålet är formulerat i termer av KPI, men jag anser att det mest lämpliga operativa måttet på inflationen är KPIF. Det innebär att KPI stabiliseras på litet längre sikt. Jag anser att arbetslöshetsgapet mellan arbetslösheten och den hållbara arbetslösheten är det mest lämpliga måttet på resursutnyttjandet. Jag anser också att medelkvadratgapet är det lämpligaste måttet på stabilitet i inflationen respektive resursutnyttjandet.

Med en sådan precisering av det penningpolitiska ramverket blir penningpolitiken enligt min mening enklare, tydligare och mer robust. Beredningsarbetet kan inriktas på att beräkna prognoser för KPIF-inflationen och arbetslösheten för olika räntebanor. Dessa prognoser tillsammans med en bedömning av den hållbara arbetslösheten sammanfattar all information som direktionens medlemmar behöver för sitt beslut och val mellan olika räntebanor. Besluten blir enkla att motivera och motiveringarna blir tydliga. Penningpolitiken blir också enkel att utvärdera. Den blir robust därför att all information och alla bedömningar som påverkar prognoserna och den hållbara arbetslösheten på ett systematiskt sätt kan inlemmas i beslutsprocessen.

För att penningpolitiken fortsättningsvis inte ska bli otydlig anser jag att Riksbankens beslut och kommunikation inte får ge intryck av att penningpolitiken har fler mål än att stabilisera inflation och resursutnyttjande.

Med den utgångspunkten reserverade jag mig vid det senaste penningpolitiska mötet och föredrog oförändrad ränta och sedan en lägre räntebana än huvudscenariots bana, eftersom en sådan stabiliserar inflationen och resursutnyttjandet bättre.

Referenser

Barro, Robert J., och David B. Gordon (1983), "A positive theory of monetary policy in a natural rate model", *Journal of Political Economy* 91, 589-610.

Dagens Industri (2011), "Nu ökar pressen på Riksbanken – bubbelfrågan splittrar cheferna", 2011-02-04.

Eklund, Klas, och Lars E.O. Svensson (2010), "Duellen: Räntehöjning – nu eller avvakta?" *Stock Magazine*, 3/2010, Unga Aktiesparare, september 2010.

Financial Times (2011a), "Lex: Nordea", 2011-02-07.

Financial Times (2011b), "Lex: Stockholm Syndrom", 2011-01-31.

Finansdepartementet (2011), "Ny prognos visar på högre tillväxt och lägre arbetslöshet", pressmeddelande 2011-03-03.

Forslund, Anders (2008), "Den svenska jämviktsarbetslösheten – en översikt", Rapport till Finanspolitiska rådet 2008/4, www.finanspolitiskaradet.se.

Frisén, Håkan (2010), "Ingves ändrar den penningpolitiska spelplanen", Veckans tanke, 2010-05-27, SEB.

Giavazzi, Francesco, and Frederic S. Mishkin (2006), *An Evaluation of Swedish Monetary Policy between 1995 and 2005*, Riksdagstryckeriet 2006/07:RFR1.

Kydland, Finn E., och Edward C. Prescott (1977), "Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economy* 85, 473-491.

Mishkin, Frederic S. (2010), "Monetary policy strategy: lessons from the crisis" Uppsats presenterad vid ECB Central Banking Conference, Frankfurt, 2010-11-18-2010-11-19.

Qvigstad, Jan (2005), "When does an interest rate path 'look good'? Criteria for an appropriate future interest rate path – A practitioner's approach", Staff Memo 2005/6, Norges Bank.

Rudebusch, Glenn (2011), "Fed Views", February 10, 2010, Federal Reserve Bank of San Francisco.

Strotz, R.H. (1955-56), "Myopia and inconsistency in dynamic utility maximization", *Review of Economic Studies* 23, 165-180.

Svensson, Lars E.O. (2005), "Monetary Policy with Judgment: Forecast Targeting", *International Journal of Central Banking* 1(1), 1-54

Svensson, Lars E.O. (2010a), "Inflation Targeting", i Friedman, Benjamin M., and Michael Woodford, eds., *Handbook of Monetary Economics, Volume 3*, Elsevier.

Svensson, Lars E.O. (2010b), "Några problem med den svenska penningpolitiken och möjliga lösningar", tal i Stockholm 2010-11-24.

Svensson, Lars E.O. (2010c), "Penningpolitiken efter den finanskrisen", tal i Tokyo, 2010-09-17.

Svensson, Lars E.O. (2010d), "Varför lägre reporäntebana?", tal vid Umeå universitet 2010-02-24.

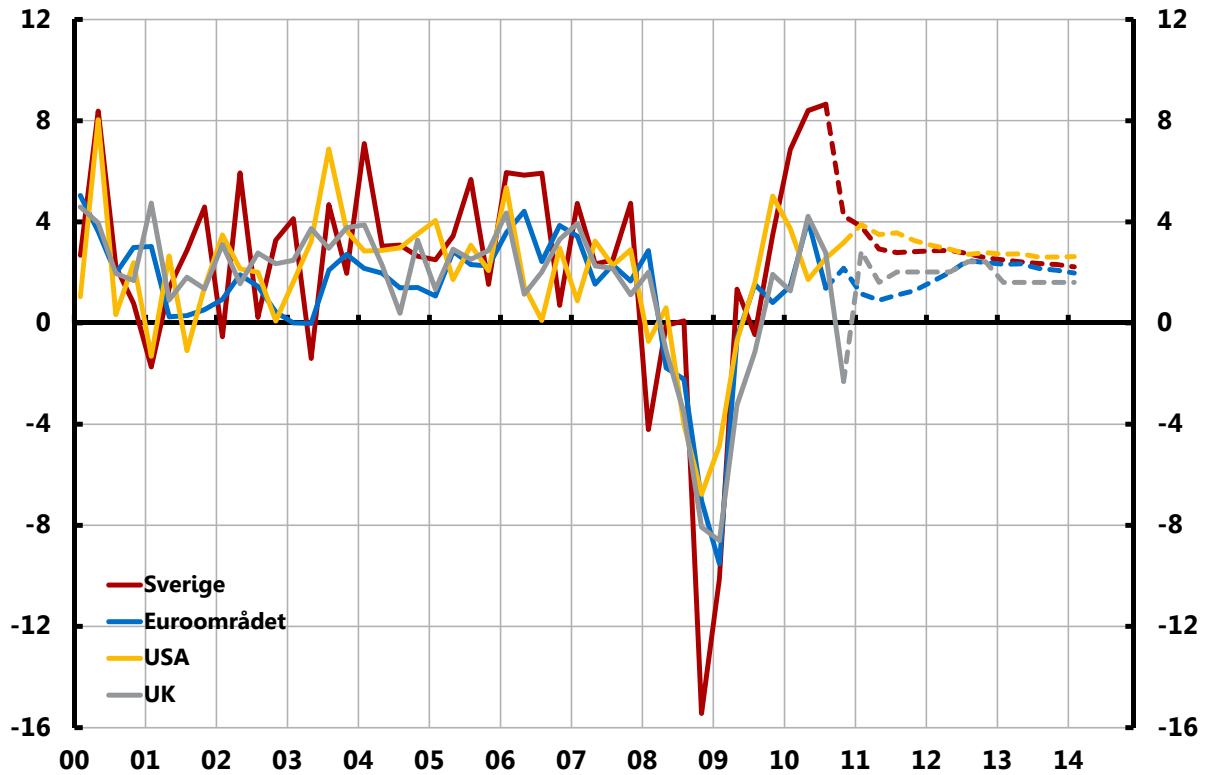
Svensson, Lars E.O., och Robert J. Tetlow (2005), "Optimal Policy Projections", *International Journal of Central Banking* 1(3), 177-207

Sveriges Riksbank (2010), *Penningpolitiken i Sverige*.

- Sveriges Riksbank (2011a), *Penningpolitisk rapport. Februari 2011.*
Sveriges Riksbank (2011b), "Penningpolitiskt protokoll", nr 1, 2011-02-14.

Diagram 1. BNP-tillväxt för Sverige, Euroområdet, Storbritannien och USA

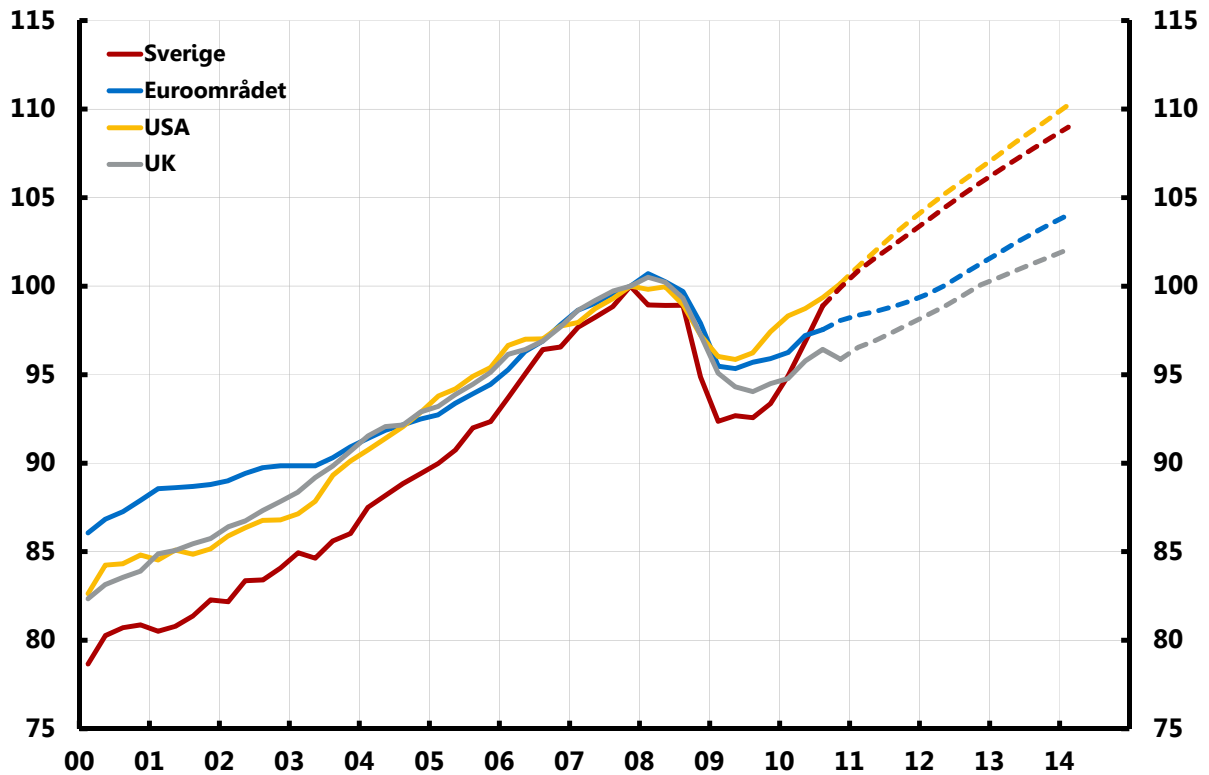
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, SCB och Riksbanken

Diagram 2. BNP för Sverige, Euroområdet, Storbritannien och USA

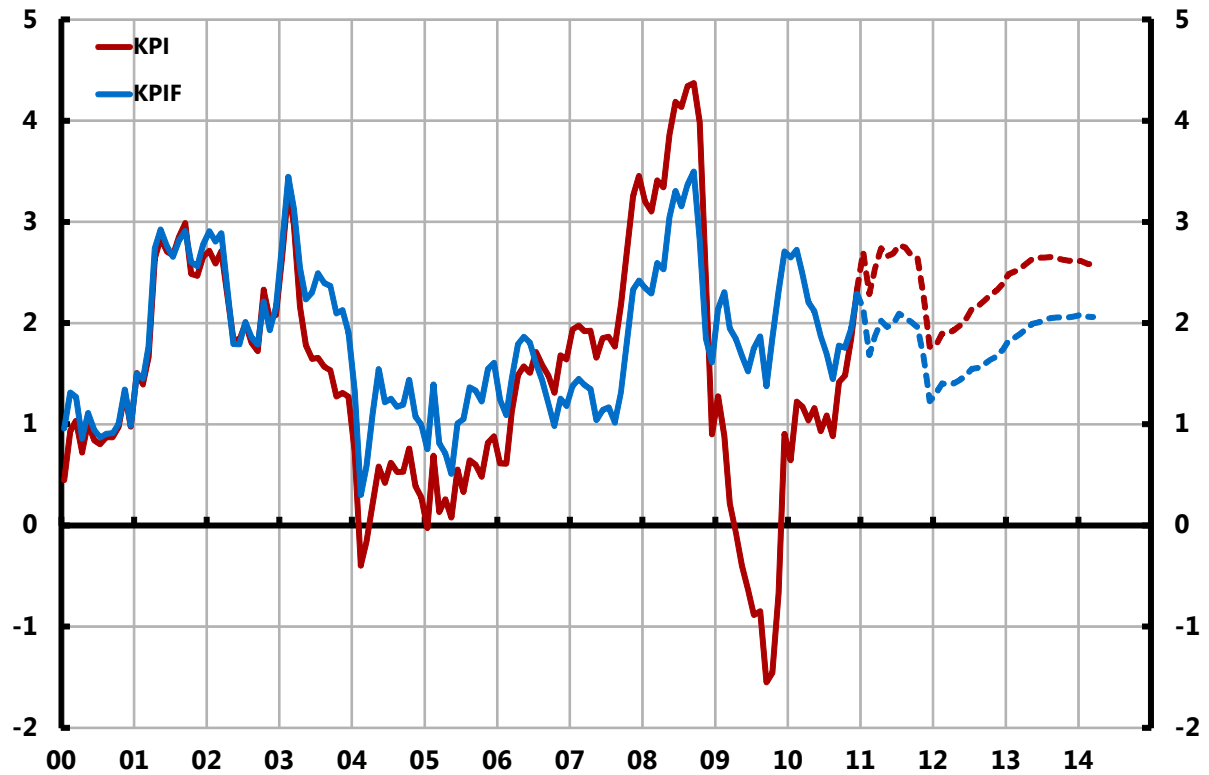
Index 2007 kvartal 4 = 100



Anm. Kvartalet innan recessionen bröt ut i USA = 100.

Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, SCB och Riksbanken

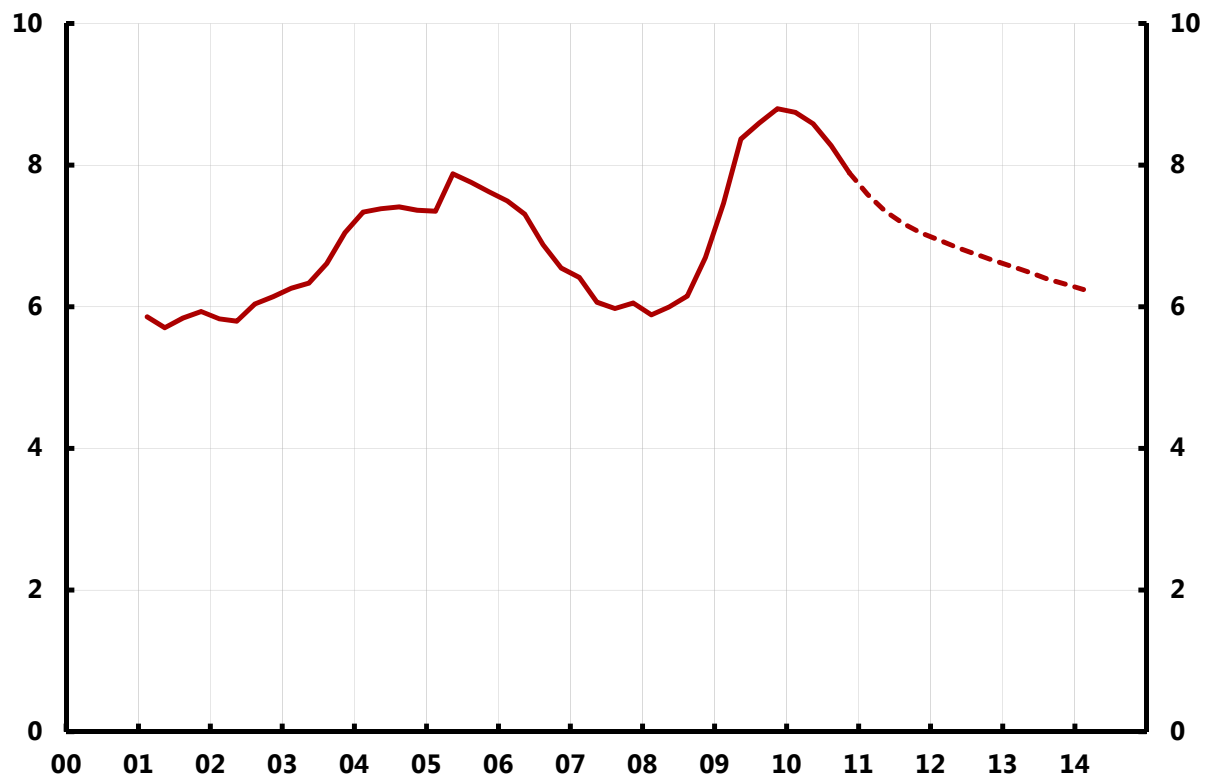
Diagram 3. KPI och KPIF
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

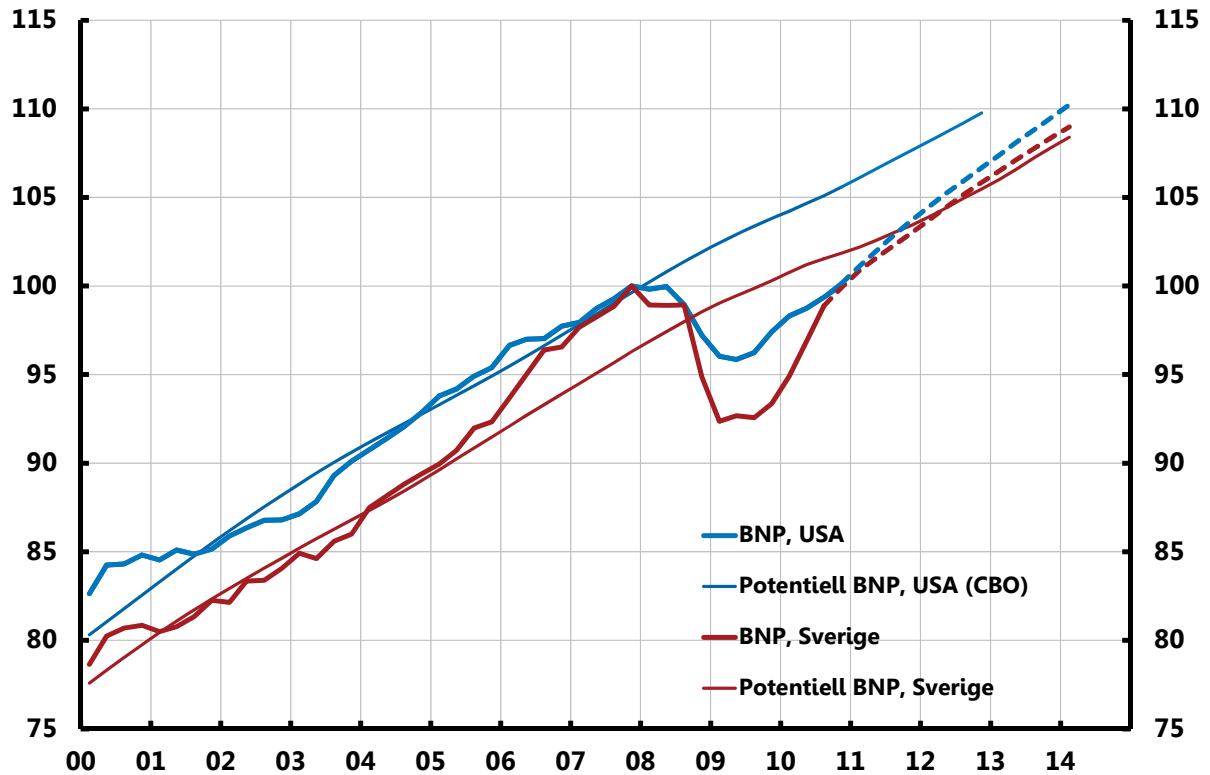
Diagram 4. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 5. BNP och potentiell BNP för Sverige och USA

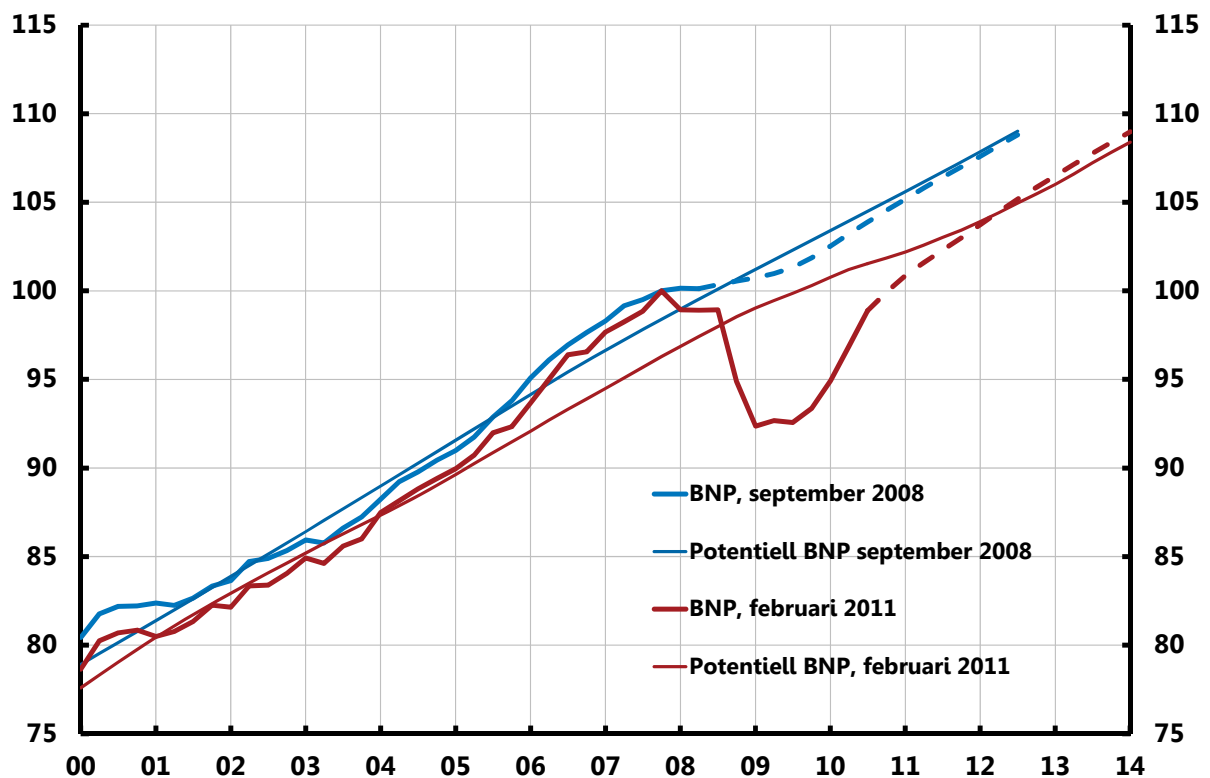
Index 2007 kvartal 4 = 100



Källor: CBO, SCB och Riksbanken

Diagram 6. BNP och potentiell BNP för Sverige, september 2008 och februari 2011

Index 2007 kvartal 4 = 100



Not: Potentiell BNP är beräknad som ett HP-filter för september 2008 och med produktionsfunktionsansatsen för februari 2011

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 7. Penningpolitiska alternativ februari 2011

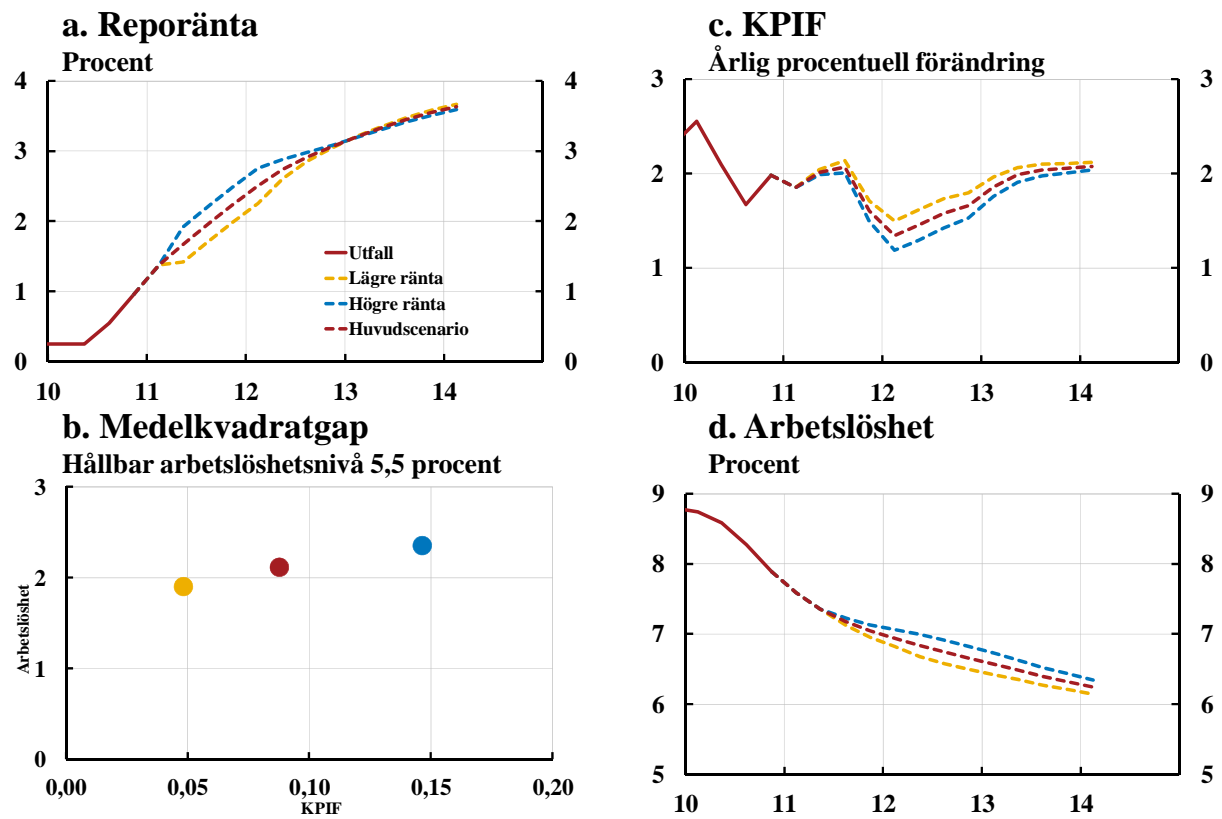


Diagram 8. Penningpolitiska alternativ februari 2011

Utländska räntor enligt implicita terminräntor

