

Förständig men blodfattig utvärdering av penningpolitiken 2010–15

ANNIKA ALEXIUS

Finansutskottet genomför en extern utvärdering av penningpolitiken vart fjärde år. Den tredje utvärderingen gällande 2010–15 är författad av Marvin Goodfriend, professor i nationalekonomi vid Carnegie Mellon University, och Mervin King, chef för Bank of England 2003–13 (Goodfriend och King 2016). Merparten av den ambitiösa rapporten ägnas åt en genomgång av samtliga protokoll från Riksbanksdirektionens möten under perioden i syftet att granska hur direktionens interna arbete fungerar i olika situationer. Andra diskussionspunkter är formuleringen av Riksbankens uppdrag, Riksbankens prognosförmåga, hur räntebanan fungerar som policyinstrument, den externa styrningen av Riksbanken samt hur ansvaret för makrotillsynen i Sverige är organiserad.

Författarna är huvudsakligen positiva till både den förda penningpolitiken och Riksbankens funktionssätt. Det penningpolitiska beslutsfattandet där varje direktionsledamot har individuellt ansvar granskas noggrant och anses i stort sett ha fungerat väl. Skarpare kritik framkommer i första hand ifråga om (i) bristen på fungerande ansvarsfördelning mellan Finansinspektionen, Riksbanken och lagstiftande organ ifråga om den finansiella stabiliteten och (ii) Riksbanksdirektionens fokus på den framtida banan för reporäntan (givet att räntebanan ändå saknar trovärdighet och därför inte påverkar marknadsräntorna nämnvärt).

I rapportens andra kapitel listas 15 rekommendationer gällande penningpolitiken, den finansiella stabiliteten,

Riksbankens redovisningsansvar och dess organisation. Rekommendationerna är odramatiska och många av dem har redan figurerat i debatten. I första hand rekommenderas en förändring av det mått på inflationen som inflationsmålet gäller, från dagens KPI till KPIF (där effekten av ränteförändringar har exkluderats). Riksbanken använder sedan länge KPIF i praktiken och det är naturligtvis positivt om diskrepansen mellan formellt och funktionellt inflationsmål undanröjs. Vidare bör både inflationsmålet och växelkursregimen vara fastställda av riksdagen snarare än av Riksbanken själva. Författarna förespråkar även ökad flexibilitet för Riksbanken att avvika från inflationsmålet om detta anses befogat. De anser att Riksbanken bör ompröva sina metoder för prognostisering av internationella variabler (men har inte motsvarande kommentar ifråga om de mycket mer betydelsefulla inflationsprognoserna). Att få ordning på beslutsgången ifråga om den finansiella stabiliteten och möjligheterna att genomföra makrofinansiella åtgärder är den mest akuta frågan.

Bristande kritik av det uppenbara: Riksbanken har missat inflationsmålet grovt

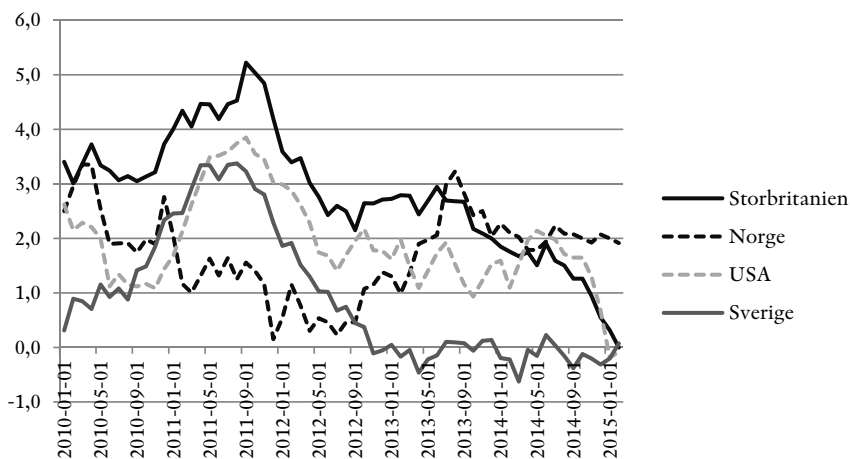
Riksbankens huvuduppgift är att hålla den svenska inflationen på två procent. De har stor frihet att utforma såväl policyverktyg som den egna organisationen på lämpligt sätt för att kunna uppfylla detta mål. Det kan förefalla egendomligt att en utvärdering av penningpolitiken 2010–15 ger så liten vikt åt det synnerligen uppenbara faktum att inflationen har legat långt under målet under perioden. KPI var i genomsnitt 0,78 procent under perioden, medan KPIF låg något högre (1,08).

Riksbanken har i likhet med många andra centralbanker haft svårt att få upp inflationen givet den segdragna internationella lågkonjunkturen. Om något har

INLÄGG

Annika Alexius är professor i nationalekonomi vid Stockholms universitet. Hon arbetar huvudsakligen med penningpolitik, internationella finansiella relationer och empirisk makro. Annika.alexius@ne.su.se

Figur 1
KPI i några andra
länder



Källa: OECD; OECDstat.

den svenska situationen varit fördelaktig i ett internationellt perspektiv eftersom den svenska realekonomin har utvecklats mycket starkt. Ändå har inflationen i Sverige varit markant lägre än inflationen i många andra länder. I figur 1 visas KPI för några andra länder med flytande växelkurs, självständig centralbank och inflationsmål på två procent. Det är uppenbart att den svenska Riksbanken har misslyckats med att uppfylla inflationsmålet i betydligt högre grad än de flesta andra centralbanker, trots att Sverige i många avseenden har haft bättre förutsättningar.

En konsekvens av att inflationen under många år har underskridit målet är att inflationsmålet nu i mångt och mycket har förlorat sin roll som nominellt ankare för det ekonomiska systemet. I nuläget är detta en brännande relevant fråga eftersom lönerörelsen under 2016 alldeles uppenbarligen *inte* utgår från att Riksbanken kommer att hålla inflationen på två procent. Alltför höga reallöner till följd av oväntat låg inflation leder till förlorad konkurrenskraft och ökad arbetslöshet. Inflationsmålets trovärdighet har gått förlorad. Detta är

ett stort misslyckande för Riksbanken, ett misslyckande som enligt min mening inte poängteras tillräckligt i Goodfriends och Kings utvärdering. De tycks uppfatta avvikelserna från inflationsmålet som små och relativt betydelselösa, vilket jag inte håller med om. Naturligtvis kan man diskutera hur stora sysselsättningseffekterna av den låga inflationen har varit och kommer att bli i fortsättningen givet årets lönerörelse, men att mer eller mindre avfärda problemet är inte befogat.

Utvärdering av penningpolitiken i realtid

Goodfriend och King poängterar att det naturligtvis alltid är mycket lättare att bedriva en lämplig penningpolitik med facit i hand, varför en rättvis utvärdering av penningpolitiken bör betingas på den information som faktiskt fanns till hands när besluten fattades. De går därför igenom de penningpolitiska rapporterna och protokollen från direktionens diskussioner vid varje penningpolitiskt möte.

Författarna bedömer att den i efterhand kontroversiella höjningen av reporäntan från 0,25 till 2 procent fram

till juni 2011 var rimlig. Riksbanksdirektionen var mer eller mindre enig om beslutet och räntehöjningen var befogad givet den starka återhämtningen av den svenska ekonomin. 2012–13 tycker de dock att direktionen tog för lång tid på sig att inse hur svag den internationella återhämtningen var. Prognoserna över utländsk tillväxt och utländska räntor bedöms ha varit överoptimistiska. Marknaden hade en betydligt mer realistisk bild av den framtida ränteutvecklingen både i utlandet och i Sverige, men direktionen tog inte till sig detta. Goodfriend och King anser att Riksbanken började ta den svaga utvecklingen av inflationen på allvar i december 2013, medan jag skulle vilja hävda att Riksbanken bytte fot först i juli 2014. Då sänktes räntan oförväntat med 0,5 procent och man började faktiskt prioritera att försöka få upp inflationen snarare än att bromsa hushållens skuldsättning. Den utförliga beskrivningen av det penningpolitiska beslutsfattandet i realtid innehåller annars förhållandevis lite värderande kommentarer från författarna. Deras åsikter kommer i stället fram i rapportens senare kapitel. Nedan följer en sammanfattning av huvudpunkterna.

Räntebanan

Goodfriend och King är mycket kritiska mot att Riksbanksdirektionen ägnar så mycket tid åt ”bitvis surrealistiska” diskussioner om den exakta utformningen av den framtida banan för reporäntan, i synnerhet då detta tycks ha skett på bekostnad av fundamentala bedömningar av det ekonomiska läget. De visar i ett antal diagram hur räntebanan kraftigt avviker från marknadens bedömningar av den framtida reporäntan, samt hur förändringar av räntebanan (s k *forward guidance*) knappt har haft någon effekt alls på marknadsräntorna. Ett flertal detaljerade rekommendationer gäller utvärdering av att använda räntebanan

som policyinstrument och den betydelse som *forward guidance* har haft i beslutsfattandet givet bristen på tydliga effekter av att ändra räntebanan.

Övertro på modeller

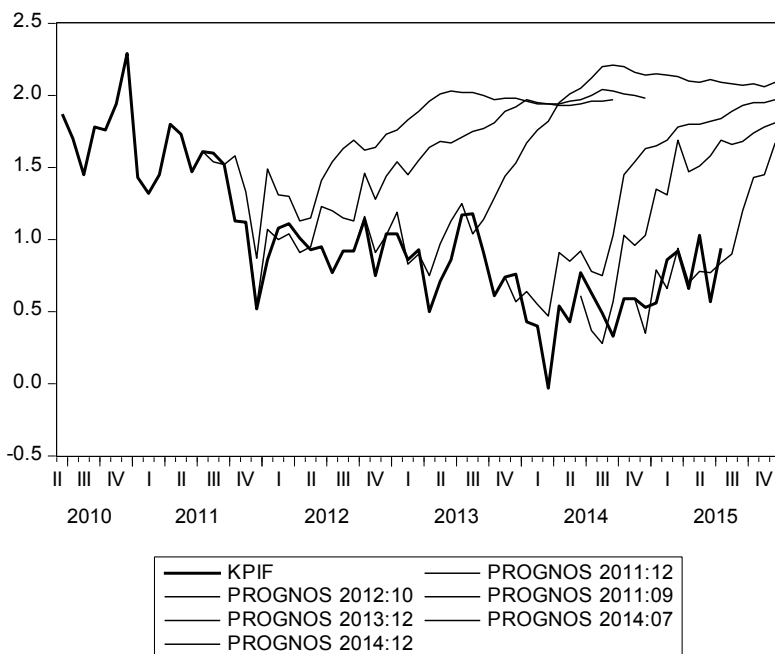
På flera ställen i rapporten återkommer kommentaren att Riksbanken har haft en övertro till sina modeller. Den ingenjörsmässiga synen på penningpolitik som en exakt vetenskap där en modell antas utgöra en fullständig och korrekt beskrivning av ekonomin och centralbanken via en viss reporänta och räntebana kan styra ekonomin tillbaka till jämvikt inom något år bedöms vara orealistisk. De flesta av Riksbankens modeller går snabbt tillbaka till jämvikt och inflationen återvänder raskt till två procent. De penningpolitiska beslutsfattarna invaggas då i en falsk säkerhet; de behöver inte agera särskilt kraftfullt för att driva tillbaka inflationen till målet.

Min egen reflexion kring Riksbankens modellarbete är att de tycks använda modeller där inflationen automatiskt går tillbaka till två procent när produktionsgapet är slutet (och ofta redan innan dess). I modern makroteori kan produktionsgapet mycket väl vara slutet vid vilken inflationstakt som helst. Det finns alltså ingen mekanism som säkerställer att inflationen är just två procent när den reala ekonomin befinner sig i jämvikt – annat än centralbankens eget agerande. Produktionsgapet kan vara slutet vid noll procents inflation eller vid fyra procents inflation. Att förlita sig på modeller där inflationen återvänder till målet ”av sig själv” är därför olämpligt.

Riksbankens prognosförmåga

Att Riksbankens prognoser har varit överoptimistiska diskuteras på flera ställen i rapporten. I första hand skjuter man dock in sig på prognoserna för den realekonomiska utvecklingen i omvärlden samt omvärldens styrräntor. Ifråga

Figur 2
Riksbankens prognoser för KPIF

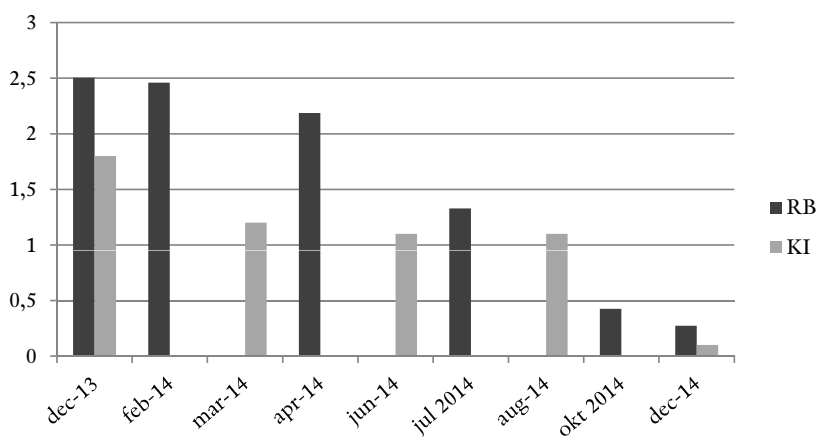


Källa: Riksbankens hemsida (penningpolitiska rapporter).

om världsekonomin konstaterar man att Riksbanken gjorde ungefär samma bedömning som internationella organisationer. Ifråga om de utländska styrrentorna är författarna kritiska till att Riksbankens prognoser låg markant över marknadens räntebanor.

Det faktum att Riksbankens inflationsprognoser sedan länge har en väl dokumenterad bias uppåt (Konjunkturinstitutet 2013, Lundholm 2013, Munkhammar 2013) får betydligt mindre utrymme i rapporten än vad frågan förtjänar. Baserat på underlag från Riksbanken konstaterar man att Riksbanken visserligen överskattade den framtida inflationen, men inte mer än andra organisationer. Den huvudsakligen andra aktören ifråga om prognoser för svensk inflation är Konjunkturinstitutet (KI). KI har länge kraftfullt kritiserat Riksbankens alltför höga inflationsprognoser och förstod att inflationen skulle bli

mycket låg under 2014–15 långt innan Riksbanken verkar ha uppfattat hur stort problemet var. Om Goodfriend och King hade hämtat in prognosutvärderingar från KI snarare än inifrån Riksbanken hade bilden av Riksbankens inflationsprognoser varit annorlunda. Figur 2 visar Riksbankens prognosbanor för KPIF vid olika tidpunkter, samt utfallet. Den bild som framträder är en organisation som istadigt biter sig fast vid uppfattningen att inflationen snart kommer att återgå till målet trots att verkligheten gång på gång motbevisar detta. Figur 3 visar Riksbankens och KI:s prognoser för KPI 2015 vid olika tidpunkter 2013–14. KI:s inflationsprognoser understeg inflationsmålet redan i december 2013 och låg kring en procent i mars 2014. Det fanns således information som pekade på att inflationen inte alls var på väg mot två procent, men Riksbanken tog inte hänsyn till detta.



Figur 3
Riksbankens och KI:s
prognoser för KPI
2015

Källa: Riksbanken och Konjunkturinstitutet (resp hemsidor).

Att Riksbankens inflationsprognoser alltid pekar mot två procent inom ett par års sikt har haft allvarliga konsekvenser för den penningpolitik som har bedrivits. Om direktionen hade förstått 2013 att inflationen var på väg att bli mycket låg 2015 så hade de rimligen sänkt reporäntan avsevärt mer, avsevärt tidigare. En huvudanledning till att Riksbanken alltid prognosticerar att inflationen går tillbaka till två procent är just den övertro på (felaktiga) modeller som diskuterades i avsnittet ovan. Riksbanken har över åren fått mycket kritik på just denna punkt, men fortsätter ändå att producera inflationsprognoser som alltid innebär en snar återgång till inflationsmålet.

Ett flexibelt inflationsmål

Goodfriend och King föreslår att Riksbanken ska få större formell flexibilitet att avvika från inflationsmålet i den meningen att de kan låta det ta längre tid för inflationen att nå två procent under speciella omständigheter. Exakt vad som ska utgöra sådana omständigheter beskrivs inte i detalj och det är ju också omöjligt i dagsläget att veta vilka större

chocker som kan tänkas drabba ekonomin i framtiden. Goodfriend och King föreslår dock även att den parlamentariska kontrollen över Riksbankens agerande bör öka i de fall då de väljer att prioritera ner inflationsmålet. Samtliga ledamöter i direktionen bör då redovisa sina argument i finansutskottet. Halvt under ytan kan man här utläsa kritik av att Riksbanken på egen hand valde att prioritera hushållens skuldsättning framför inflationen under 2012–14, något som enligt min mening förtjänar betydligt skarpare kritik än vad som utdelas här.

Makrotillsynen

Goodfriend och King riktar skarp kritik mot sakernas tillstånd ifråga om den svenska makrotillsynen. Det formella ansvaret för den finansiella stabiliteten i Sverige ligger sedan 2013 inte hos Riksbanken utan hos Finansinspektionen. Dessutom finns ett finansiellt stabilitetsråd där företrädare för dessa organisationer samt Riksgäldskontoret och finansdepartementet träffas två gånger om året. Finansinspektionen saknar de juridiska muskler som krävs

för att rimligt snabbt kunna genomföra rimligt kraftfulla åtgärder för att kunna påverka den finansiella stabiliteten, vilket med all önskvärd tydlighet åskådliggjordes av händelseförloppet ifråga om amorteringskravet under 2015. Möjligen kan man utläsa att författarna egentligen skulle föredra att ansvaret för makrotillsynen låg hos Riksbanken. De efterlyser ett närmare samarbete mellan Riksbanken och Finansinspektionen och framför allt mycket större handlingskraft från samtliga aktörer så att en effektiv makrotillsyn faktiskt kommer till stånd.

Slutsatser

Goodfriend och Kings utvärdering av den svenska penningpolitiken 2010–15 är i grunden positiv till ramverket med en självständig, transparent och kompetent Riksbank som regelbundet granskas av Finansutskottet. Svensk media har i mitt tycke utmålat rapporten som mycket mer kritisk än vad den egentligen är. Den kritik som finns gäller huvudsakligen smärre justeringar av ett i allt väsentligt välfungerande system. Skarpa blir deras formuleringar först ifråga om bristen på handlingskraft vad gäller den finansiella stabiliteten, samt när de i det närmaste raljerande ordalag kritiserar Riksbanksdirektionens fokusering på en räntebana som ändå saknar trovärdighet och som därför inte är ett verkningsfullt policyinstrument.

Jaganseratt Riksbankens envist överoptimistiska inflationsprognoser och därmed alltför strama penningpolitik

förtjänar betydligt mer kritik än vad författarna av den här rapporten levererar. Riksbanken har misslyckats med att hålla inflationen kring två procent. Avvikelserna från målet är inte slumpmässiga, utan inflationen har systematiskt understigit målet. I dagsläget är reporäntan negativ och utrymmet för ytterligare sänkningar är begränsat. Riksbanken köper massiva mängder statsobligationer, vilka kommer att falla i värde när räntorna så småningom stiger, utan att man har sett några märkbara effekter på inflationen av denna typ av åtgärd. Trots detta når inflationen knappt över nollstrecket och inflationsmålet har till synes tappat sin trovärdighet inför årets lönerörelse. I stället eldar de extremt låga räntorna på bostadsbrasan och hushållens skuldsättning, vilket ökar obalanserna i ekonomin och därmed risken för en finansiell krasch. Detta är inte ett lyckat utfall av penningpolitiken 2010–15.

REFERENSER

- Goodfriend, M och M King (2016), *Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015*, Riksdagstryckeriet, Stockholm.
- Konjunkturinstitutet (2013), "Riksbanken har systematiskt överskattat inflationen. Fördjupning i konjunkturläget." Augusti 2013. KI, Stockholm.
- Lundholm, M (2010), "Are inflation forecasts from major Swedish forecasters Biased?" Research Paper in Economics 2010:10, Nationalekonomiska institutionen, Stockholms universitet.
- Munkhammar, V (2013), "Riksbankens inflationsprognoser näst sämst", *Dagens Industri*, 18 april 2013.