

Riksbanken och inflationen 1995–2012 – missar Svensson målet?

**FREDRIK N G
ANDERSSON
OCH LARS
JONUNG**

Fredrik N G Andersson, fil dr, är verksam vid Nationalekonomiska institutionen vid Lunds universitet. Hans forskning handlar om långsiktig ekonomisk utveckling. ngf.andersson@nek.lu.se

Lars Jonung är seniorprofessor vid Knut Wicksells centrum för finansvetenskap vid Ekonomihögskolan i Lund. Han var ordförande för Finanspolitiska rådet 2012–13. Hans forskning rör bl a penning- och finanspolitik och inflationsförväntningar. [Lars. Jonung@nek.lu.se](mailto:Jonung@nek.lu.se)

Vi har fått värdefulla synpunkter från Claes Berg, Michael Bergman, Urban Bäckström, David Edgerton, Daniel Ekeblom, Karolina Ekholm, Martin Flodén, Niklas Frank, Klas Fregert, Oskar Grevesmühl, Jesper Hansson, John Hassler, Lars Heikensten, Per Jansson, Stefan Palmqvist, Irma Rosenberg, Joakim Sonnegård, Hans Tson Söderström och Anders Vredin.

Vi granskar den uppmärksammade kritik som Lars E O Svensson riktat mot Riksbankens penningpolitik. Vi har en rad invändningar. Svensson har ett för snävt synsätt när han bedömer om Riksbanken har uppfyllt sitt inflationsmål. Hans ekonomiska resultat, vilka utmynnar i slutsatsen att Riksbankens politik gett 38 000 fler arbetslösa per år under 1997–2011, är inte robusta. De vilar på en alltför enkel modell och på ett orealistiskt antagande om konstanta inflationsförväntningar. Om vi anlägger ett längre perspektiv än Svenssons, så framstår inflationsmålspolitiken som framgångsrik jämfört med övriga penningpolitiska regimer under 1900-talet.

Syftet med denna artikel är att granska Lars E O Svenssons kritik av Riksbankens penningpolitik.¹ Under senare år har han energiskt och konsekvent fört fram sina åsikter om denna, först som medlem av Riksbankens direktion 2007–13 och sedan maj 2013 som självständig forskare utanför Riksbanken.² Hans argument, som har väckt stor uppmärksamhet, har höjt nivån på debatten. Hans synpunkter förtjänar en närmare analys.

Svenssons diskussion om inflationsmålet vilar på två byggstenar. Den första är att inflationen har blivit *för låg* jämfört med Riksbankens inflationsmål. Den andra är att den för låga inflationen har medfört *onödigt hög arbetslöshet*. Vi lägger tonvikten på en granskning av dessa två argument. Vi ser på hela den period som Riksbanken har bedrivit inflationsmålspolitik, 1995–2012, samt på åren 1997–2011, de år som täcks av Svenssons (2013a) analys.

Först beskriver vi hur Riksbanken preciserat sitt inflationsmål vid utformningen av penningpolitiken. Därefter kartlägger vi graden av måluppfyllelse, dvs vi söker svaret på frågan om inflationen har blivit för låg i förhållande till Riksbankens mål. I nästa steg granskar vi Svenssons argument att arbetslösheten har blivit för hög genom att studera hans ekonomiska arbeten. Vi genomlyser de antaganden han har använt och analyserar hur robusta hans resultat är.

Sedan vidgar vi perspektivet och tar upp tre frågor som väcks av Svenssons kritik. Är det rimligt att dra de policyslutsatser som Svensson gör rörande penningpolitiken i en öppen ekonomi som den svenska? Bör Riks-

¹ Denna artikel bygger på en rapport, Andersson och Jonung (2014), där vi utvecklar vårt resonemang och våra tester samt beskriver våra datakällor i detalj. Rapporten ingår i ett forskningsprojekt om inflationsförväntningar med stöd av Jan Wallanders och Tom Hedelius stiftelse.

² Se t ex Svensson (2013a, 2013b) samt hans många inlägg på <http://ekonomistas.se/author/leosven/>.

banken ha sysselsättningen som ett tredje mål, som Svensson implicit argumenterar för, utöver målen finansiell stabilitet och låg inflation – de två traditionella målen för en centralbank? Hur blir betyget på inflationsmålspolitiken om vi tar ett längre perspektiv än det korta som Svensson har? Till sist sammanfattar vi vår diskussion och ger vårt svar på frågan om Svensson missar målet.

1. Riksbankens inflationsmål

Prisstabilitet har varit Riksbankens främsta mål sedan den fasta växelkursen för kronan övergavs i november 1992. Riksbanken annonserade på eget initiativ i januari 1993 ett inflationsmål med ett riktvärde på 2 procent mätt med konsumentprisindex (KPI) att gälla från januari 1995. Fram till 2010 kompletterades riktvärdet på 2 procent med ett toleransintervall på +/- 1 procentenhet kring riktvärdet. Toleransintervallet visade ”Riksbankens ambitionsnivå när det gäller att begränsa de oönskade svängningarna kring riktvärdet” (Bäckström 1995, s 10). I övrigt ändrades inte penningpolitiken när toleransintervallet avskaffades (Sveriges riksbank 2010a).

Eftersom penningpolitiken påverkar inflationen med en tidsfördröjning utformar Riksbanken sin politik så att inflationen enligt inflationsprognosen förväntas vara nära riktvärdet på några års sikt (Sveriges riksbank 2010b, s 6)

Inflationsmålet är flexibelt vilket betyder att Riksbanken även tar hänsyn till penningpolitikens kortsiktiga effekter på tillväxt och sysselsättning. Riksbanken kan därför tillfälligt låta inflationen avvika från riktvärdet om det ger en bättre utveckling för tillväxt och sysselsättning (Heikensten 1999; Riksbanken 2010b, 2010c, 2013).

KPI-inflationen påverkas på kort sikt av reporäntan via räntekostnaden för egna hem. Om Riksbanken sänker räntan blir den omedelbara effekten att KPI-inflationen sjunker. Om räntan höjs, stiger KPI-inflationen. Om Riksbanken sänker räntan i syfte att stimulera ekonomin och höja inflationen på några års sikt, så blir den kortsiktiga inflationseffekten den motsatta.³

Riksbanken rensar bort den direkta ränteeffekten på KPI-inflationen eftersom ”att försöka motverka en nedgång i KPI, orsakad av de direkta effekterna av att räntan sänkts med ytterligare sänkningar vore att i penningpolitiken ”jaga sin egen svans” (Heikensten 1999, s 10). På lång sikt när räntehöjningarna och räntesänkningarna varit lika stora blir den genomsnittliga ränteeffekten på inflationen noll. Utöver KPI som mått på inflationen använder Riksbanken även KPI med fast bostadsränta (KPIF) där den direkta ränteeffekten på boendekostnaden är eliminerad. Detta mått utnyttjar Riksbanken i sin Ramsesmodell över den svenska ekonomin.⁴

³ Se Palmqvist (2013) som betonar att KPI för Sverige är mer känsligt för denna typ av effekter än KPI för andra länder.

⁴ KPIF introducerades som mått på underliggande inflation under 2008 (se Hansson m fl 2008). Tidigare användes andra mått på underliggande inflation, men dessa ”rensade bort lite för mycket” (Riksbanken 2010c, s 60). Se även Wickman-Parak (2008).

Sedan 1999 finns ett mål om ett fast penningvärde inskrivet i Riksbankslagen. Enligt förarbetena ska detta mål ses som ett inflationsmål och inte ett prisstabilitetsmål (Regeringens proposition 1997/98:40, s 53). Det betyder att om inflationen avviker från riktvärdet kompenserar Riksbanken inte för detta så att den genomsnittliga inflationen blir 2 procent. Riksbanken möter alltså inte *undershooting* med *overshooting*. Vid varje beslutstillfälle är målet att inom en snar framtid nå riktvärdet utan att ta hänsyn till graden av tidigare måluppfyllelse. En jämförelse mellan inflationsutfallet och riktvärdet ”visar inte nödvändigtvis hur väl penningpolitiken har bedrivits” (Sveriges riksbank 2013).

Riksbankens syn på inflationsmålet, såsom det framgår av dess officiella dokument, kan sammanfattas på följande sätt: målet är sedan 1995 att hålla KPI-inflationen så nära riktvärdet på 2 procent som möjligt, inom ett explicit toleransintervall fram till 2010, därefter ett implicit toleransintervall. Smärre avvikelser från riktvärdet betyder inte att Riksbanken har missat sitt inflationsmål. Dessutom måste vi ta hänsyn till att Riksbanken ibland medvetet tillåtit KPI-inflationen att avvika från riktvärdet, bl a på grund av penningpolitikens ränteeffekt på boendekostnaden (Sveriges riksbank 2010c). Ett alternativt – och många gånger – bättre inflationsmått än KPI är därför KPIF när vi utvärderar penningpolitiken.

2. Har Riksbanken uppfyllt inflationsmålet?

Svensson (2013c) driver linjen att ”om genomsnittlig inflation över en längre period tydligt över- eller understiger inflationsmålet kan man hävda att Riksbanken har åsidosatt prisstabilitetsmålet”. Även om denna tolkning enligt vår mening är alltför snäv jämfört med hur Riksbanken faktiskt har operationaliserat inflationsmålspolitiken, vill vi ändå undersöka hur nära den genomsnittliga inflationen har legat riktvärdet. Har inflationen hamnat innanför eller utanför toleransintervallet?

För att svara på denna fråga bör vi studera olika mått på inflationen. Vi bör inte, som Svensson, fokusera på KPI-inflation utan även granska KPIF-inflationen av skäl som framgått ovan: KPIF används vid de penningpolitiska besluten och i Riksbankens modeller. Utöver dessa två inflationsmått är hushållens uppfattade inflation av centralt intresse.

Denna uppfattade inflationstakt får vi genom intervjuundersökningar av ett representativt urval svenskar som svarar på frågan: ”Jämfört med för 12 månader sedan, hur många procent högre tycker du att priserna är nu?”. Här anger svarspersonerna vad de upplever som den rådande inflationen. Den uppfattade inflationen är därför ett värdefullt komplement till sedvanliga prisindex.⁵

Tabell 1 visar den genomsnittliga inflationen och avvikelserna från riktvärdet för tre perioder, hela inflationsmålsperioden 1995–2013, 1997–2011

⁵ Jonung (1981a, 1981b) ger argument för att den uppfattade inflationen är ett utmärkt komplement till SCBs prisindex.

Tabell 1
Genomsnittlig KPI-,
KPIF- och uppfattad
inflation samt avvikel-
kelse från riktvärdet

	1995K1 – 2013K1	1995K1 – 2008K3	1997K4 – 2011K4
Genomsnittlig inflationstakt			
(1) KPI	1,4	1,5	1,5
(2) KPIF	1,8	1,9	1,8
(3) Uppfattad inflation	2,2	2,0	2,3
Avvikelse från riktvärdet			
(1) KPI	-0,6	-0,5	-0,5
(2) KPIF	-0,2	-0,1	-0,2
(3) Uppfattad inflation	+0,2	+/- 0	+0,3

Källa: Andersson m fl (2012), Statistiska centralbyrån och Hushållsbarometern Konjunkturinstitutet.

– den period som granskas av Svensson – och perioden före finanskrisen 1995–2008. Figur 1 återger inflationstakten enligt de tre serierna samt det toleransintervall som omgav riktvärdet fram till 2010.

KPI-inflationen, det mått som Svensson i huvudsak studerar, visar den lägsta inflationstakten oavsett period. KPI-inflationen har i genomsnitt varit mellan 0,5 och 0,6 procentenheter lägre än riktvärdet. Större delen av denna avvikelse kan förklaras med att räntan trendmässigt har sjunkit sedan slutet av 1990-talet.⁶

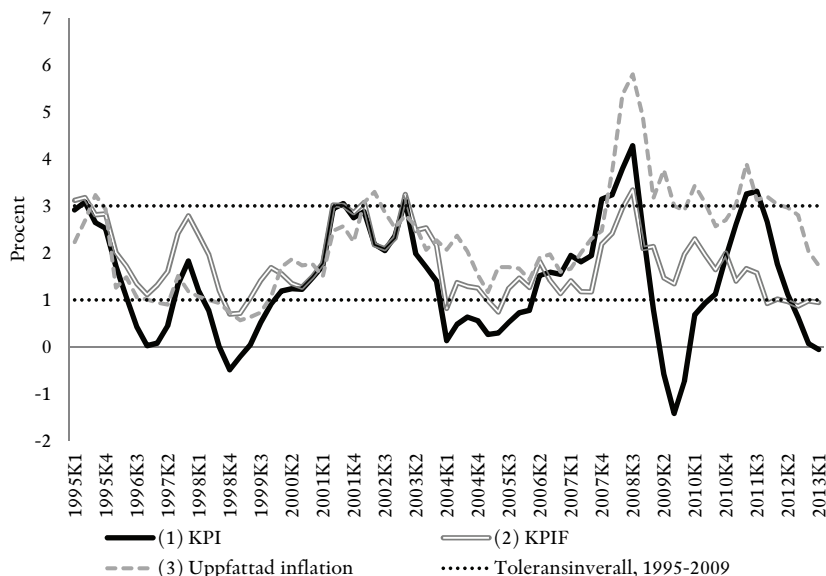
KPIF-inflationen, som renar bort denna ränteeffekt, ligger i genomsnitt mellan 0,1 och 0,2 procentenheter under riktvärdet beroende på valet av tidsperiod. Bortser vi från de stora störningarna i samband med den globala finanskrisen och den europeiska skuldkrisen är den genomsnittliga KPIF-inflationen 1,9 procent. KPIF-inflationen avviker endast -0,1 procentenheter från riktvärdet på 2 procent. Riksbanken har lyckats väl med att stabilisera inflationen nära 2 procent. Det tolkar vi som ett gott betyg med tanke på att Riksbanken har begränsade möjligheter att styra en så öppen ekonomi som den svenska.

Ser vi till hushållens uppfattade inflation är den i genomsnitt lika med eller något högre än riktvärdet på 2 procent. Hushållen har således upplevt att inflationen varit mycket nära Riksbankens riktvärde i genomsnitt. Även här får Riksbanken klart godkänt.

Vi sammanfattar våra resultat på följande sätt. Utgår vi ifrån Riksbankens mål att hålla inflationen inom ett toleransintervall på plus/minus en procentenhet från riktvärdet, måste vi dra slutsatsen att Riksbanken i genomsnitt har uppfyllt sitt inflationsmål mätt med samtliga tre inflationsmått under åren 1995–2012.

⁶ Irma Rosenberg (2007), som medlem i direktionen för Riksbanken, uttryckte sig så här: ”mellan 1995 och 2006 uppgick inflationen till i genomsnitt 1,3 procent mätt med KPI. Mätt med UND1X, som vi normalt baserar penningpolitiken på, uppgick inflationen i genomsnitt till 1,7 procent under samma period. ... Oavsett vilket mått man använder så har lagens mål om ett fast penningvärde uppnåtts.” (UND1X ersattes 2008 av KPIF som mått på underliggande inflation.)

Figur 1
 Årlig KPI- och KPIF-
 inflation samt upp-
 fattad inflation för
 perioden 1995K1 till
 2013K1



Källa: Andersson m fl (2012), Statistiska centralbyrån och Hushållsbarometern, Konjunkturinstitutet.

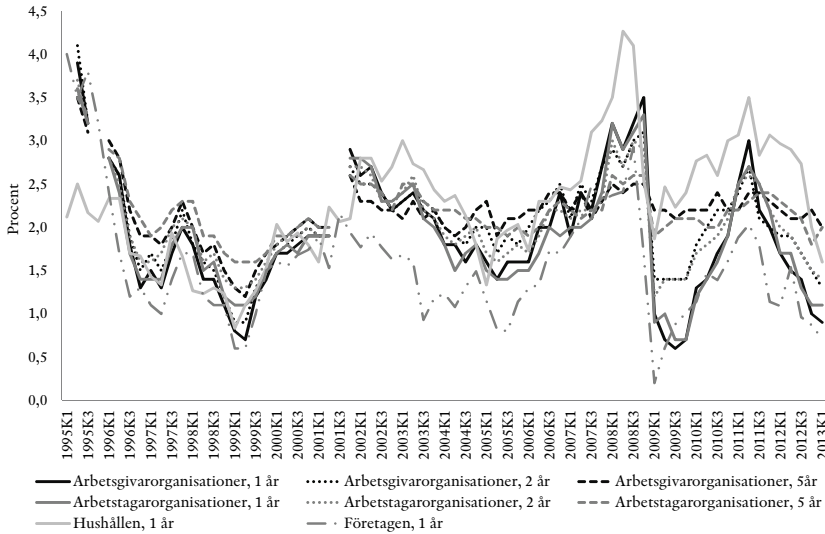
3. Har penningpolitiken skapat arbetslöshet?

Enligt (Svensson 2013d) har Riksbanken ”systematiskt åsidosatt inflationsmålet genom att låta inflationen i genomsnitt bli klart lägre än målet på 2 procent”. Detta har enligt honom bidragit till i genomsnitt 38 000 fler arbetslösa per år under åren 1997–2011 – en siffra som fått stor medial uppmärksamhet.

Vi har i huvudsak två invändningar mot Svenssons analys. För det första använder han en alldeles för enkel teoretisk modell och ekonometrisk metod för att kunna analysera orsakssamband. Den korrelation han finner mellan inflation och arbetslöshet säger inget om orsak och verkan. Det går inte att entydigt tolka hans resultat som att penningpolitiken har bidragit till att skapa arbetslöshet. För att med säkerhet kunna dra slutsatser om effekter av Riksbankens penningpolitik krävs modeller med fler variabler och mer avancerade skattningsmetoder.

För det andra, Svensson gör ett tvivelaktigt – och dessutom helt onödigt – antagande som har stor inverkan på hans resultat. Han antar att inflationsförväntningarna varit konstanta och legat exakt i nivå med riktvärdet på 2 procent. Det är kring detta antagande som vi nu utvecklar vår kritik av hans skattade arbetslöshetseffekt. Detta antagande är nämligen *inte* förenligt med tillgängliga data. De demonstrerar klart att förväntad inflation *inte* har varit konstant över tiden.

Figur 2 visar inflationsförväntningarna på ett års horisont för fyra viktiga grupper i samhället: hushållen, arbetsgivar- och arbetstagarorganisatio-



Figur 2
Hushållens och företagens förväntade inflationstakt om 12 månader samt arbetsgivar- och arbetstagarorganisationernas förväntade inflationstakt om 12 månader, 2 år och 5 år

Anm: Data för arbetsgivar- och arbetstagarorganisationernas förväntningar saknas för tre kvartal: 1995K1, 1995K4 och 2001K3.

Källa: TNS Sifo Prospera och Riksbanken.

nerna samt företagen för perioden 1995–2013. Figur 2 återger också vilken inflation arbetsgivar- och arbetstagarorganisationerna förväntar sig om två år och om fem år.⁷

Inflationsförväntningarna har fluktuerat mellan 0,5 och 4 procent. Den förväntade inflationen om ett år är mer volatil än den förväntade inflationen om fem år. Företagens inflationsförväntningar är ofta något lägre än övriga grupper. Hushållens förväntningar ligger som regel något över övrigas förväntningar.

Låt oss nu se vad som händer med Svenssons resultat om vi använder tillgängliga inflationsförväntningsdata och inte antar, som han gör, att inflationsförväntningarna varit konstanta på 2 procent. Modellen som Svensson (2013a) baserar sina genomsnittliga arbetslöshetsskattningar på är den förväntningsutvidgade Phillipskurvan. Denna modell ges av följande ekvation:

$$\pi_t = \pi_t^e - \gamma(u_t - u_t^*) + \varepsilon_t \quad (1)$$

där π_t är inflationen, π_t^e den förväntade inflationen, $(u_t - u_t^*)$ arbetslöshetsgapet, dvs hur mycket arbetslösheten (u_t) avviker från jämviktsarbetslösheten (u_t^*), γ är en parameter med positivt värde och ε_t är en utbudschock.⁸ Vi kan skriva om modellen så att vi har ett ”förväntningsgap”, dvs avvikel-

⁷ Hushållen svarar på frågan ”Hur många procent tror du priserna kommer att stiga de kommande 12 månaderna?”. Arbetsgivar- och arbetstagarorganisationerna svarar på frågan ”Vilken inflation räknar du med i Sverige ... mätt som den procentuella förändringen i konsumentprisindex?”.

⁸ Se ekvation 1 i Svensson (2013a).

sen mellan inflationen och den förväntade inflationen på vänster sida och arbetslöshetsgapet på höger sida:

$$\pi_t - \pi_t^e = -\gamma(u_t - u_t^*) + \varepsilon_t. \quad (2)$$

Det finns två huvudversioner av den förväntningsutvidgade Phillipskurvan: den neoklassiska och den nykeynesianska. I den neoklassiska modellen ges förväntningsgapet av skillnaden mellan den nuvarande inflationen och den förväntade inflationen under den föregående perioden. I den nykeynesianska modellen ges förväntningsgapet av skillnaden mellan den nuvarande inflationen och den förväntade framtida inflationen.

Svensson antar att den förväntade inflationen är lika med riktvärdet på 2 procent. Med detta antagande blir det genomsnittliga förväntningsgapet negativt, som framgår av tabell 1. Detta betyder att det genomsnittliga arbetslöshetsgapet måste vara positivt, dvs den faktiska arbetslösheten har i genomsnitt varit högre än jämviktsarbetslösheten om vi utgår från att ε_t är noll i genomsnitt.

Låt oss nu utgå från data över inflationsförväntningarna. Förväntningsgapet för den neoklassiska Phillipskurvan visas i tabell 2 och för den nykeynesianska Phillipskurvan i tabell 3. Förväntningsgapet är beräknat för två perioder: 1997–2011, den tidsperiod Svensson (2013a) studerar, och 1997–2008, perioden före finanskrisen.⁹ Ett minustecken betyder att den faktiska inflationen är lägre än den förväntade och ett plustecken att den faktiska inflationen är högre än den förväntade.

Förväntningsgapet mätt med KPI-inflationen är negativt när vi ser på arbetsgivar- och arbetstagarorganisationernas inflationsförväntningar,

Tabell 2
Förväntningsgapet enligt den neoklassiska Phillipskurvan

	Arbetsgivar- organisationer	Arbetstagar- organisationer	Företagen	Hushållen
1997K4 till 2011K4				
(1) KPI	-0,4	-0,4	0,0	---
(2) KPIF	-0,1	0,0	+0,3	---
(3) Uppfattad inflation	---	---	---	+0,1
1997K4 till 2008K3				
(1) KPI	-0,3	-0,3	+0,1	---
(2) KPIF	0,0	0,0	+0,4	---
(3) Uppfattad inflation	---	---	---	0,0

Anm: Enligt vårt resonemang kring Phillipskurvan betyder ett negativt (positivt) förväntningsgap att arbetslösheten varit högre (lägre) än jämviktsarbetslösheten.

Källa: Andersson m fl (2012), Statistiska centralbyrån, Hushållsbarometern Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

⁹ Eftersom frågorna som ger inflationsförväntningarna är konstruerade på olika sätt jämför vi arbetsgivar- och arbetstagarorganisationernas samt företagens inflationsförväntningar med KPI- och KPIF-inflationen och hushållens förväntade inflation med deras uppfattade inflation.

Tabell 3
Förväntningsgapet
enligt den nykeynesi-
anska Phillipskurvan

	Arbetsgivar- organisationer	Arbetstagare- organisationer	Företagen	Hushållen
1997K4 till 2011K4				
(1) KPI	-0,5	-0,4	0,0	---
(2) KPIF	-0,1	-0,1	+0,3	---
(3) Uppfattad inflation	---	---	---	0,0
1997K4 till 2008K3				
(1) KPI	-0,5	-0,5	0,0	---
(2) KPIF	-0,2	-0,2	+0,3	---
(3) Uppfattad inflation	---	---	---	-0,2

Anm: Enligt vårt resonemang kring Phillipskurvan betyder ett negativt (positivt) förväntningsgap att arbetslösheten varit högre (lägre) än jämviktsarbetslösheten.

Källa: Andersson m fl (2012), Statistiska centralbyrån, Hushållsbarometern Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

oavsett modell och tidsperiod. Att förväntningsgapet är negativt beror på att dessa grupper har missbedömt den framtida reporäntan och dess effekt på boendekostnaden.¹⁰ Ser vi till KPIF-inflationen är förväntningsgapet mellan -0,2 och 0,0 för de två grupperna, beroende på tidsperiod.

Om vi utgår från företagens inflationsförväntningar är förväntningsgapet 0,0 för KPI-inflationen och +0,4 för KPIF-inflationen. Använder vi företagens inflationsförväntningar pekar resultatet på att arbetslösheten i genomsnitt har legat *under* jämviktsarbetslösheten. Hushållens förväntningsgap är mellan -0,2 och +0,1, dvs både positivt och negativt men mycket nära noll.

Med tillgängliga data över inflationsförväntningar får vi således inget entydigt svar på om förväntningsgapet är negativt, noll eller positivt.¹¹ Däremot är gapet mycket litet. Sammanställningen i tabellerna visar att Svenssons slutsats inte är robust. Hans resultat att förväntningsgapet är negativt kan ifrågasättas om vi använder tillgängliga data över inflationsförväntningarna.

I stället för att utgå ifrån förväntningsgapet, vänster sida i ekvation (2), kan vi undersöka arbetslöshetsgapet, dvs avvikelsen mellan arbetslösheten och jämviktsarbetslöshet, höger sida i ekvation (2). Om gapet är negativt har arbetslösheten blivit lägre än jämviktsarbetslösheten. Om gapet är positivt, har arbetslösheten varit högre. Eftersom förväntningsgapet var litet, väntar vi oss enligt Phillipskurvan att även arbetslöshetsgapet ska vara litet.

Alla beräkningar av jämviktsarbetslösheten är kroniskt osäkra. Enligt

¹⁰ Detta framgår av att korrelationen mellan dessa två gruppers prognosfel för KPI-inflationen och prognosfel för reporäntan är 0,9.

¹¹ Flodén (2012) finner att företagens förväntningar är det mest lämpliga måttet för att förklara den nominella löneutvecklingen. Det är en öppen fråga vilka inflationsförväntningar som är de mest relevanta.

Tabell 4
Arbetslöshetsgapet
enligt olika mått på
jämviktsarbetslös-
heten

	1997K4 till 2011K4	1997K4 till 2008K3
(1) Konjunkturinstitutet	+0,3	0,0
(2) OECD	-0,1	-0,4
(3) Riksbanken	+0,2	-0,1
(4) Riksbanken – UC	+0,1	-0,1
(5) Riksbanken – UC Trend	-0,4	-0,4
(6) Riksbanken – SVAR	+0,9	+0,5
Genomsnitt	+0,2	-0,1

Anm: Ett negativt (positivt) tecken visar att arbetslösheten har varit lägre (högre) än jämviktsarbetslösheten.

Källa: Konjunkturinstitutet, OECD och Riksbanken.

Riksbanken ligger den inom intervallet 5–7,5 procent. Eftersom skattningarna är osäkra använder vi oss av sex olika mått på jämviktsarbetslösheten i våra kalkyler: Konjunkturinstitutets och OECDs samt fyra skattningar från Riksbanken, se tabell 4. I sin studie använder Svensson (2013a) mått nummer (3) i tabell 4.

Osäkerheten i beräkningen av jämviktsarbetslösheten är slående. Det genomsnittliga arbetslöshetsgapet ligger inom intervallet -0,4 och +0,9 procentenheter beroende på vilket mått på jämviktsarbetslösheten vi använder oss av och vilken period vi studerar. Ser vi till de tre första arbetslöshetsgapen i tabell 4 – Konjunkturinstitutets, OECDs samt den skattning från Riksbanken som Svensson valt – ligger arbetslöshetsgapet mellan -0,1 och +0,3 för hela perioden 1997–2011. För perioden före finanskrisen är gapet i genomsnitt mellan -0,4 och 0,0. Under denna period har den registrerade arbetslösheten alltså varit lägre än jämviktsarbetslösheten enligt dessa mått. Tar vi ett genomsnitt av alla arbetslöshetsgap är gapet +0,2 för 1997–2011 och -0,1 för perioden före finanskrisen.

Sammantaget demonstrerar dessa siffror att det inte entydigt går att säga att arbetslöshetsgapet i genomsnitt varit positivt eller negativt under åren 1997 till 2011. De visar emellertid att avvikelserna från jämvikten är små. De ligger vanligtvis inom intervallet -0,2 och +0,2. Vi finner således inget stöd för Svenssons ståndpunkt att arbetslöshetsgapet har varit så pass stort som +0,8 procentenheter.

När vi använder samma modell som Svensson, så drar vi slutsatsen att vi inte med säkerhet kan avgöra om penningpolitiken har varit för stram, för expansiv eller träffat helt rätt. Svenssons resultat att Riksbankens politik bidragit till en högre arbetslöshet är inte robust. Tar vi dessutom hänsyn till den osäkerhet som omger modellerna, data och skattningarna blir Svenssons siffra på 38 000 arbetslösa än mer tvivelaktig.¹²

¹² Se också Söderström och Vredin (2013) som analyserar penningpolitikens effekter på arbetslösheten. Osäkerheten i skattningarna diskuterar vi närmare i Andersson och Jonung (2014).

4. Ett bredare perspektiv på inflationsmålet

Kan Riksbanken styra arbetslösheten?

Hur mycket ekonomisk-politisk autonomi har Sverige när det gäller att påverka den inhemska konjunkturen och därmed sysselsättningen? I vilken utsträckning kan penningpolitiken motverka kraftiga utländska chocker som under 2009, då vår export av varor föll med 18 procent? Kan detta exportbortfall snabbt ersättas med ökad inhemsk konsumtion och investeringar via lägre ränta?

En enkel skattning för åren 1995–2012 visar att ungefär 60 procent av variationen i arbetslösheten i små öppna ekonomier som den svenska och kanadensiska kan förklaras av utländska chocker, dvs av arbetslösheten i USA och euroområdet (Andersson och Jonung 2014). Siffrorna visar på svårigheten för Sverige att undgå en kraftig internationell konjunkturedgång. Visst finns det ett utrymme för expansiv penningpolitik, men vi ska inte överskatta dess möjligheter.

Vad säger detta om Svenssons kritik av Riksbanken där han lägger fokus på penningpolitikens effekter på sysselsättningen? Svensson tar här föga hänsyn till att Sverige är en liten öppen ekonomi, starkt beroende av internationella impulser som påverkar exporten, importen och finansmarknaderna. Svensson har implicit använt sig av en för enkel modell för en sluten ekonomi.

Vad betyder vårt internationella beroende? Vi ser tre budskap rörande penningpolitiken här.

För det första, Riksbanken har begränsad möjlighet att genom penningpolitiken motverka de negativa sysselsättningseffekter som träffar svensk ekonomi via den internationella konjunkturen. Möjligheten är särskilt begränsad vid en stor negativ internationell chock som den globala finans- och skuldskrisen 2007 och 2008 då räntorna redan ligger på en låg nivå. För det andra, ansvaret för sysselsättningen bör i första hand vila på arbetsmarknadens parter och övrig ekonomisk politik – inte på Riksbanken. För det tredje, när vi utvärderar inflationsmålpolitiken bör vi ha de internationella störningarna i åtanke.

Hur många mål bör Riksbanken ha?

Den globala finanskrisen har visat på en fundamental målkonflikt mellan finansiell stabilitet och inflationsmål. Målkonflikten uppstår då centralbanken stabiliserar inflationen enligt något konsumentprisindex och samtidigt tillåter en snabb uppgång i tillgångspriserna. Utvecklingen i USA före, under och efter finanskrisen kan här tas som ett exempel (Borio 2012; Leijonhufvud 2007).

Finansiell stabilitet är således en nödvändig förutsättning för inflationsstabilitet (eller monetär stabilitet). För Sveriges del kan vi säga att Riksbanken måste ha finansiell stabilitet som sitt övergripande mål för att överhuvudtaget kunna följa ett inflationsmål. Det sistnämnda målet förutsätter det förstnämnda. Denna insikt framgår också av den officiella skrivningen

om Riksbankens uppgifter. Den ska värna om ett välfungerande betalningssystem samtidigt som den ska upprätthålla ett stabilt penningvärde.

Varje finanskris har dessutom tvingat Riksbanken att ingripa och stödja det finansiella systemet eftersom Riksbanken fungerar som *lender of last resort* till det finansiella systemet. Det är bara Riksbanken som har monopol på produktionen av centralbankspengar – vilket är en central nyckel till lösningen av finansiella kriser. Finanskrisernas historia pekar på att Riksbanken måste ha finansiell stabilitet som ett viktigt mål, ja som sitt viktigaste mål, även om andra instanser också har som uppgift att värna om den finansiella stabiliteten.

När Svensson koncentrerar sig på arbetslösheten i sin kritik av penningpolitiken, flyttar han fokus från inflationen till sysselsättningen som mål för Riksbanken. Han introducerar indirekt ett tredje mål för Riksbanken, nämligen arbetslösheten. Även om sysselsättningen är tänkt som ett sidomål för penningpolitiken, underordnat det främsta målet om prisstabilitet inom ramen för en flexibel inflationsmålspolitik, är risken stor för att sysselsättningen på nytt seglar upp som ett centralt mål för penningpolitiken. Då får vi en svårhanterlig situation med tre mål – och en tydlig fara för målkonflikt mellan målen.

Vår ekonomisk-politiska historia pekar på en viktig insikt rörande målet för penningpolitiken. När stabiliseringspolitiken hade full sysselsättning som sitt främsta mål kunde arbetsmarknadens parter driva fram höga nominella löneökningar i visshet om att den ekonomiska politiken skulle skapa den inflation som gjorde full sysselsättning möjlig. Åren med den s k ackommodationspolitiken under 1970- och 1980-talen illustrerar den onda cirkel av pris- och lönehöjningar som uppstod när Riksbanken tvingades ta hänsyn till sysselsättningen.¹³

Lärdomen från ackommodationspolitiken och från finansiella kriser är att Riksbanken bör ha fokus på nominella storheter som inflationen och kreditvolymen – inte på reala storheter som sysselsättningen och arbetslösheten. Skilsmässan mellan penningpolitiken och sysselsättningspolitiken kom när inflationen gjordes till huvuduppgiften för den ekonomiska politiken kring 1990. Ett skäl till att Riksbanken gavs en självständig ställning var att den kunde åläggas ett tydligt definierat nominellt mål – och göras ansvarig för detta. Riksbankens självständighet hotas på sikt om den blir indragen i sysselsättningspolitiken.¹⁴

Vad säger det långa perspektivet om inflationsmålet?

I sin utvärdering av inflationsmålpolitiken har Svensson ett kort tidsperspektiv eftersom han ser på tiden efter 1995. Det är värdefullt att komplettera detta korta perspektiv med ett längre. Vi bör med andra ord jämföra utfallet under åren med inflationsmålpolitiken med utfallen under tidigare penningpolitiska regimer.

¹³ Se här Jakobssons (1997) analys av den svenska devalveringscykeln.

¹⁴ Enligt Orphanides (2013) hotas nu penningpolitiken i många länder att bli överbelastad av för många mål, dvs av en för hög ambitionsnivå.

Innehållet hos de centrala kollektivavtalen gör det möjligt att jämföra olika regimer enligt Fregert och Jonung (2008). De visar att kollektivavtalens längd och innehåll återspeglar förväntningar om framtiden hos arbetsmarknadens parter. Om parterna förväntar sig hög och volatil inflation blir löneavtalen korta och vice versa. Avtalens längd är således ett mått på trovärdigheten för stabiliseringspolitiken.

Mönstret för perioden 1908–2008 visar att det finns två perioder då kollektivavtalen var långa: under guldmyntfoten före första världskriget och under inflationsmålpolitiken efter 1995. Övriga stabiliseringspolitiska regimer är förknippade med större makroekonomisk osäkerhet. Inflationsmålpolitiken sedan 1995 är den enda perioden i modern tid med treåriga avtal under lång tid.

Vi vill betona att treårsavtal har överlevt den globala finanskrisen som träffade svensk ekonomi 2008–10. Här gjorde avtalsparterna en särskild överenskommelse, krisavtalet, för att möta denna störning på kort sikt. Men det långsiktiga avtalet gällde fortfarande, dvs parterna la inte skulden för krisen på den inhemska politiken.

Om vi väljer att se bortom åren med inflationsmålpolitik och jämför med andra penningpolitiska regimer som Sverige haft under 1900-talet, drar vi slutsatsen att Riksbanken har varit framgångsrik med sin politik – åtminstone hittills.

5. Slutsatser

Vi ser främst två brister i Svenssons kritik av Riksbankens penningpolitik. För det första, Svensson har en för snäv syn på inflationsmålet. Han sätter målet lika med riktvärdet på 2 procent. Detta är inte förenligt med hur Riksbanken i sina dokument operationaliserat inflationsmålpolitiken. Den genomsnittliga inflationen har varit 1,8 procent enligt KPIF. Avvikelserna från riktvärdet har varit små i genomsnitt och legat inom det tidigare toleransintervallet – oberoende av vilket inflationsmått vi väljer.

För det andra, Svenssons slutsats att Riksbankens politik varit för stram och bidragit till 38 000 fler arbetslösa per år bygger på en för enkel modell och på ett missvisande antagande om konstanta inflationsförväntningar. När vi använder data över inflationsförväntningarna håller inte Svenssons resultat.

Vi ställer oss också tveksamma till Riksbankens möjligheter att motverka stora globala störningar på sysselsättningen. Erfarenheterna från ackommodationspolitiken och finansiella kriser visar att Riksbanken inte bör fokusera på sysselsättningen utan på nominella storheter som inflation, penningmängd och kreditvolym. Svensson har även ett kort tidsperspektiv i sin kritik. Om vi jämför Riksbankens inflationsmålpolitik sedan mitten av 1990-talet med tidigare erfarenhet av penningpolitiken, så är Riksbanken i dag osedvanligt framgångsrik. Vi har inte haft en så stabil och låg inflation sedan guldmyntfoten.

Svensson har startat en viktig debatt om svensk penningpolitik. Ana-

lyserar vi hans argument, visar det sig att hans resultat är missvisande och hans slutsatser för kategoriska. Vi ställde inledningsvis frågan om Svensson missar målet? Vårt svar blir avslutningsvis ett klart ja.

REFERENSER

- Andersson, F N G och L Jonung (2014), "Riksbanken och inflationsmålet. Har Svensson rätt?", manuskript, Nationalekonomiska institutionen, Lunds universitet, <https://sites.google.com/site/fredrikngandersson/ellerwww.jonung.se>.
- Andersson, B, S Palmqvist och P Österholm (2012), "Riksbankens uppfyllelse av inflationsmålet i ett längre tidsperspektiv", *Riksbanken ekonomiska kommentarer*, nr 4.
- Borio, C (2012), "The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?", BIS Working Paper 395, Basel.
- Bäckström, U (1995), "Prisstabilitet och penningpolitik", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s 5–11.
- Flodén, M (2012), "A Note on Swedish Inflation and Inflation Expectations", manuskript, <http://people.su.se/~mflod/files/swedishinflation.pdf> (2014-02-16).
- Fregert, K och L Jonung (2008), "Inflation Targeting is a Success, So Far: 100 Years of Evidence from Swedish Wage Contracts", *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, vol 2, s 1–25.
- Hansson, J, J Johansson och S Palmqvist (2008), "Varför behövs vi mått på underliggande inflation?", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s 23–40.
- Heikensten, L (1999), "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s 5–17.
- Jakobsson, U (1997), "Den svenska devalveringscykeln", *Ekonomisk Debatt*, årg 25, nr 3, s 141–154.
- Jonung, L (1981a), "Uppfattad och förväntad inflation i Sverige", bilaga 3 i *Prisreglering mot inflation?*, SOU 1981:41, Handelsdepartementet, Stockholm.
- Jonung, L (1981b), "Perceived and Expected Rates of Inflation in Sweden", *American Economic Review*, nr 5, s 961–968.
- Leijonhufvud, A (2007), "The Perils of Inflation Targeting", juni, <http://www.voxeu.org/article/perils-inflation-targeting> (2014-02-18).
- Orphanides, A (2013), "Is Monetary Policy Overburdened?", BIS Working Papers 435, Basel.
- Palmqvist, S (2013), "Konsumentprisindex i Sverige och Kanada är inte så lika", *Ekonomistas*, 20 november 2013, <http://ekonomistas.se/2013/11/20/konsumentprisindex-i-sverige-och-kanada-ar-inte-sa-lika/> (2014-02-16).
- Regeringens proposition (1997/98:40), *Riksbankens ställning*.
- Rosenberg, I (2007), "Penningpolitik och arbetsmarknad", tal, Simra Stockholm, 22 maj 2007, <http://www.riksbank.se/sv/Press-och-publicerat/Tal/2007/Rosenberg-Penningpolitik-och-arbetsmarknad/>, (2014-02-18).
- Sveriges riksbank (2010a), "PM Beslutsunderlag – Riksbanken tar bort toleransintervall vid precisering av målet för penningpolitiken", http://www.riksbank.se/Upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Pressmeddelanden/2010/nr27_beslutsunderlag.pdf (2014-02-16).
- Sveriges riksbank (2010b), *Penningpolitiken i Sverige*, Sveriges riksbank, Stockholm.
- Sveriges riksbank (2010c), *Penningpolitisk rapport*, juli, Sverige riksbank, Stockholm.
- Sveriges riksbank (2013), *Redogörelse för penningpolitiken 2012*, Sveriges riksbank, Stockholm.
- Svensson, L E O (2013a), "The Possible Unemployment Cost of Average Inflation below a Credible Target", NBER Working Paper 19442.
- Svensson, L E O (2013b), "Some Lessons from Six Years of Practical Inflation Targeting", *Penning- och Valutapolitik*, nr 3, s 29–80.
- Svensson, L E O (2013c), "Hur kan finansutskottet och andra avgöra om Riksbanken uppfyller eller åsidosätter inflationsmålet?", *Ekonomistas*, 28 oktober 2013, <http://ekonomistas.se/2013/10/28/hur-kan-finansutskottet-och-andra-avgora-om-riksbanken-uppfyller-eller-asidosatter-inflationsmalet/> (2014-02-16).
- Svensson, L E O (2013d), "Sammantagna reala konsekvenser av Riksbankens penningpolitik", *Ekonomistas*, 4 november 2013, <http://ekonomistas.se/2013/11/04/sammantagna-reala-konsekvenser-av-riksbankens-penningpolitik/>, (2014-02-16).
- Söderström, U och A Vredin (2013), "Inflationen, arbetslösheten och penningpolitiken", *Riksbanken ekonomiska kommentarer*, nr 1.
- Wickman-Parak, B (2008), "Riksbankens inflationsmål – KPI, andra inflationsmått och utfasning av KPIX", tal, 9 juni 2008, Swedbank, Stockholm.