

Penningpolitiken i Sverige 1995–2010

BENGT ASSARSSON

är docent i nationalekonomi och undervisar i makroekonomi vid Uppsala universitet. Han driver också ett konsultföretag med uppdrag bl a åt Europaparlamentet. Han har varit anställd och jobbat som konsult för Finansdepartementet och Sveriges riksbank under ca 15 år. Assarsson har främst forskat inom makroekonomi och makromodeller. Hans hemsida är www.bassarsson.com.
mail@bassarsson.com

Penningpolitiken i Sverige har misslyckats. Ambitionen att förankra inflationen kring 2 procent har blivit till en politik som förlagt kärninflationen till under två procent under hela den tid politiken med inflationsmål varit aktiv och i genomsnitt till 1,3 procent. Riksbanken har utöver inflationsmålet tagit på sig nya uppgifter, sk flexibel inflationsmålspolitik, trots att man bara har ett instrument att tillgå, reporäntan. Detta strider mot Riksbankslagen, gör politiken otydlig, svår att utvärdera och näst intill omöjlig att utkräva ansvar för. Därför måste lagen skrivas om i ljuset av ny nationalekonomisk forskning.

Penningpolitiken i Sverige har sedan 1993–95 förts med ett inflationsmål¹ med den nominella räntan (reporäntan) som instrument. Denna politik initierades 1993 efter att den fasta växelkurspolitiken misslyckats och med dramatik övergetts i november 1992. Inflationsmålspolitiken formulerades successivt och kom att, med Riksbankens vokabulär, förtydligas ett antal gånger. Den lagfästes dock först i januari 1999 med den nya Riksbankslagen. Den innebär att penningpolitiken delegerats till Riksbanken, som gjorts självständig gentemot politiken, riksdag och regering.

Inflationsmålspolitikens utformning är ett tydligt exempel på ett område där akademisk forskning haft stort inflytande. Ändå var osäkerheten mycket stor om detaljerna när denna politik inleddes.² Nu har 16–17 år gått sedan politiken påbörjades. Under denna tid har forskningen varit intensiv på detta område och nya resultat har kommit fram. Politiken har också ändrats, kanske mer än man kan tro. Samtidigt har lagstiftningen i stort sett förblivit oförändrad, vars senaste lydelse är från 2007.³ Allmänhetens förtroende för Riksbanken är relativt stort⁴ och bilden i massmedia är positiv. Före detta och nuvarande riksbankschefer beskriver politiken som lyckad eller ”i världsklass”.⁵ Den inhemska debatten om penningpolitiken har mest handlat om att räntan vid enskilda tillfällen varit för hög eller för låg. I den akademiska litteraturen finns en livlig debatt om penningpolitik men i Sverige saknas vad jag kan se en seriös debatt om den svenska penningpolitikens utformning.

¹ 2 ± 1 procent officiellt sedan 1 januari 1995, men numera 2 procent.

² En inblick i detta ges i Svensson (1995) och Jonung (2003).

³ Se Riksbankslagen (2007).

⁴ Se Holmberg (2009) som visar att förtroendet för Riksbanken är ungefär i nivå med förtroendet för polisen och domstolarna.

⁵ Se t ex Lars Heikenstens artikel i *Svenska Dagbladet* (Heikensten 2010) eller intervju med Lars E O Svensson i *Dagens Industri*: Örn (2000).

Att debatt saknas kan ju bero på att de flesta anser att penningpolitiken varit lyckad. Den villfarelsen hoppas jag ska försvinna med denna artikel. I nästa avsnitt beskriver jag hur penningpolitiken är utformad, med lagstiftningen i Riksbankslagen och med Riksbankens tolkning av lagen. Det framgår att Riksbankens tolkning av lagen är otydlig, rentav står i strid med lagen. Riksbankens tolkning kan i stället ses som en anpassning till senare års forskningsresultat. I det tredje avsnittet beskrivs huvuddragen i en nykeynesiansk makroekonomisk modell där penningpolitiken bedrivs med inflationsmål. Därefter görs en enkel utvärdering av penningpolitiken, med utgångspunkt i hur kärninflationen utvecklats 1995–2010. Slutsatsen blir att politiken varit skevt inriktad mot för låg inflation, att räntan i genomsnitt varit för hög, vilket inneburit för låg BNP och sysselsättning. I det femte avsnittet diskuteras hur penningpolitiken bör utvärderas. De nuvarande utvärderingarna och Riksbankens rapporter till Finansutskottet är undermåliga och uppfyller inte normala krav på en samhällsekonomisk kalkyl. Slutligen dras slutsatsen att penningpolitikens utformning bör ändras och Riksbankslagen göras om.

1. Den svenska penningpolitiken

I november 1992 tvingades Sverige alltså att överge den fasta växelkursen och kom att bedriva penningpolitik med inflationsmål. Målet 2 ± 1 procents inflation var Riksbankens tolkning av Riksbankslagens mer allmänna formulering ”upprätthålla ett fast penningvärde”, men är numera utan toleransintervallet. Målet gäller inflationen mätt med konsumentprisindex (KPI). Riksbanken anser också att ”det är omöjligt att undvika att inflationen kommer att fluktuera och ibland vara högre, ibland lägre, än 2 procent. Sett över en lite längre tidsperiod kan dock penningpolitiken säkra en inflation i linje med målet.”⁶

I de länder som valt att föra en inflationsmålspolitik har som regel inflationen förankrats ganska nära målet. Det gäller även länder som tidigare haft en betydligt högre inflationstakt. I detta avseende tycks därför penningpolitiken fungera som teorin förutsäger. På sikt bestäms inflationen av den inhemska penningpolitiken. Diskussionen gäller därför mer det kortsiktiga perspektivet, upp till ca 3 år. Kan en aktiv penningpolitik med snabba ränteförändringar stabilisera ekonomin och snabbt återföra inflationen mot målet?

En stor del av diskussionen kring penningpolitiken har gällt om Riksbanken kan eller bör vidga målsättningen, framför allt att ta hänsyn även till den realekonomiska utvecklingen, i form av BNP eller arbetslösheten, att bedriva en s k flexibel inflationsmålspolitik.⁷ Under senare år har även fastighetsprisutvecklingen diskuterats som ytterligare en möjlig målvariabel för penningpolitiken. Medan lagstiftningen är tydlig i dessa avseenden

⁶ Riksbankens tolkning av lagens mening om hur penningpolitik bör bedrivas finns i Sveriges Riksbank (2010a, s 10).

⁷ Detta begrepp myntades av vice riksbankschefen Svensson (1999, s 338).

har Riksbankens politik, och tolkning av lagen, förändrats över tiden och man har slagit fast detta i några sk förtydliganden. Dessa förändringar är, som jag ser det, uttryck för hur Riksbanken tagit till sig nya forskningsresultat och försökt tillämpa dem i den praktiska politiken. I förarbetena till Riksbankslagen fanns en arbetsgrupp som ansåg att Riksbanken även bör ”stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning” men *utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet*. Det är alltså enligt lagen inte fråga om att göra en avvägning, att ställa ett mål mot ett annat, utan att ta reala hänsyn enbart när det är förenligt med prisstabilitetsmålet.⁸

Riksbanken hävdar att man bara kan påverka reala variabler som tillväxt och sysselsättning på *kort sikt*:⁹ ”Det bästa penningpolitiken kan göra för att uppnå god tillväxt och hög sysselsättning är därför att förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet även sträva efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor.” Det innebär att Riksbanken i praktiken gör en avvägning av inflationsmålet mot utvecklingen i reala variabler, något som *inte medges* i lagen, ej heller i förarbetena till lagen. En välavvägd politik kan då innebära att man (vid utbudshocker) låter det ta längre tid innan inflationsmålet uppnås för att på det sättet undvika en alltför stor variation i reala variabler. Enligt Riksbanken ”handlar avvägningen normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen runt inflationsmålet och stabilisering av realekonomin”. Att göra en sådan avvägning kan vara optimalt i teorin¹⁰ men är alltså inte tillåtet enligt lagen.

Förutom att penningpolitiken ägnas åt att stabilisera realekonomiska variabler har under senare år ytterligare ett mål tillkommit, nämligen att stabilisera tillgångspriser, ”i första hand fastighetspriser och kreditvolymer”. Riksbanken tänker här på att bubblor kan uppstå som om de spricker kan påverka både realekonomiska variabler och inflationen negativt. Återigen tänker sig Riksbanken att man kan väga prisutvecklingen på fastigheter mot inflationen, ”de kan ändå behöva vägas in vid de penningpolitiska besluten”, vilket alltså inte medges i lagen.

Riksbanken har under senare år valt att publicera en *räntebana* i samband med de penningpolitiska besluten. Den utgör en *prognos* över den ränta som med gällande information ger en välavvägd penningpolitik, dvs ger ”en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen runt inflationsmålet och stabilisering av realekonomin”. Eftersom det tar tid innan ränteförändringar påverkar ekonomin i olika avseenden baseras de penningpolitiska besluten på prognoser på hela ekonomins utveckling. Att producera någor-

⁸ Se Sveriges Riksbank (2010) s 12.

⁹ Detta förutsätter att sk hysteresis inte förekommer. Hysteresis innebär att en tillfällig förändring (t ex i penningpolitiken) inte övergår i en permanent förändring. Det är dock troligt att hysteresis förekommer speciellt på arbetsmarknaden, se t ex Assarsson och Jansson (1998) och Alexius och Holmlund (2008). Hysteresis kan t ex bero på *insider-outsider* fenomenen, se Lindbeck och Snower (1986, 1988).

¹⁰ Se t ex Galí (2008, kap 4 och 5).

lunda rimliga prognoser är därför mycket viktigt för att den aktivistiska politiken ska kunna lyckas.¹¹

Riksbankens syn på realekonomiska variabler och tillgångspriser har presenterats i några ”förtydliganden”. Effekten har dock blivit att penningpolitiken gjorts otydligare. Riksbanken har bara ett instrument till förfogande, reporäntan. I strikt mening kan man då bara kontrollera en enda (oberoende) variabel. När Riksbanken för in ytterligare målvariabler leder det därför till en otydlig politik, med oklart formulerade avvägningar. Som vi ska se leder det också till att utvärderingar och utkrävande av ansvar försvåras.

För att närmare förstå denna utveckling, och några ytterligare svårigheter som finns för en aktivistisk penningpolitik, ska jag nu beskriva hur nykeynesiansk teori, den i dag helt dominerande teorin i forskningen, ser på penningpolitik. Det underlättar även en förståelse av hur penningpolitik bedrivs i praktiken, eftersom många centralbanker (inkl Sveriges riksbank) använder nykeynesianska modeller.

2. Den nykeynesianska makroteorin

Den nykeynesianska teorin är uppbyggd på mikroekonomisk teori. Alla aktörer optimerar och är framåtblickande med rationella förväntningar. Det gäller även penningpolitiskt beslutsfattande som kan utnyttja att aktörerna är framåtblickande. Penningpolitiken i dessa modeller är därför vad man skulle kunna kalla för superaktivistisk och reagerar direkt på alla chocker.

Det som framför allt skiljer den nykeynesianska teorin från den klassiska modellen¹² är att priserna är trögrörliga. För att förklara detta i mikroekonomiska termer antas att det finns många företag och att marknadsformen är monopolistisk konkurrens. Det är bara en del av företagen som ändrar priset i varje period medan övriga företag låter priset vara oförändrat. De företag som ändrar sätter priset som ett påslag på de framtida förväntade marginalkostnaderna, så att företagets värde maximeras. Detta ger upphov till två grundläggande samhällsekonomiska kostnader

- resursallokeringen blir på kort sikt ineffektiv eftersom de relativa priserna ändras på grund av priströgheter
- produktionsvolym och sysselsättning blir för liten på grund av monopolistisk konkurrens

och det är dessa kostnader som penningpolitiken framför allt ska förhålla sig till. Därutöver finns ett allmänt problem som hänger samman med nivån på den nominella räntan eller nivån på det inflationsmål man väljer. Enligt den s k friedmanregeln bör den nominella räntan vara lika med

¹¹ Citaten i detta avsnitt kommer genomgående från Riksbankens senaste skrift eller ”förtydligande” i dessa frågor, Sveriges riksbank (2010),

¹² Eller i modern form *Real Business Cycle*-modellen.

noll, eftersom allmänheten då får den största nyttan av sitt penninginnehav till en försumbar kostnad.¹³ Eftersom den reala räntan definieras

$$r \equiv i - E\{\pi\}$$

dvs som den nominella räntan, i , minus förväntad inflation, $E\{\pi\}$, skulle inflationstakten bli $-r$. Simuleringar med nykeynesianska modeller visar dock att en högre ränta och inflationstakt kan vara önskvärd, bl a för att högre ränta och inflation ger en inflationsskatt som kan användas för att sänka andra skatters samhällsekonomiska kostnader.¹⁴ En lärdom av detta är i alla fall att en hög nominell ränta i sig innebär en viss samhällsekonomisk kostnad.¹⁵

Prissättningsbeteendet ger upphov till den nykeynesianska phillipskurvan

$$\pi_t = \beta E_t\{\pi_{t+1}\} + \lambda(mc_t - mc) \quad (1)$$

där β är en diskonteringsfaktor med ett förväntat värde strax under ett (1), $(mc_t - mc)$ är den reala marginalkostnadens avvikelse från det långsiktiga jämviktsvärdet och λ är en parameter.¹⁶ Man har också visat att marginalkostnadsgapet kan ersättas av produktionsgapet, se Galí (2008, kap 3).

$$\pi_t = \beta E_t\{\pi_{t+1}\} + \kappa(\tilde{y}_t) \quad (2)$$

där $\tilde{y}_t = y_t - y_t^n$ är produktionsgapet, y är BNP och y_t^n är BNP i en jämvikt där alla priser är flexibla. I modellen finns även en aggregerad efterfrågekurva som, i modellens mest grundläggande form, bestäms av konsumentens val av konsumtion och sparande (Galí 2008, kap 3). Denna kurva är

$$\tilde{y}_t = E_t\{\tilde{y}_{t+1}\} - \sigma [i_t - E_t\{\pi_{t+1}\} - r_t^n] \quad (3)$$

där σ är en parameter som bestäms av utseendet på konsumenternas nyttofunktion och r_t^n är den reala räntan i den jämvikt där alla priser är flexibla. När den reala räntan är ovanligt hög ökar således sparandet (eller konsumtionen i dag minskar i förhållande till i morgon). Dessa två ekvationer ersätter den traditionella modellens bakåtblickande phillipskurva och den efterfrågekurva som härletts från IS/LM modellen.¹⁷ En fördel med de nya ekvationerna är att samtliga parametrar är härledda från nyttofunktioner och produktionsfunktioner och är ett resultat av optimerande aktörers beteende.

¹³ Marginalkostnaden för att producera pengar antas vara lika med noll.

¹⁴ Se Schmitt-Grohe och Uribe (2010) för sådana beräkningar.

¹⁵ Därutöver kan en alltför starkt varierande ränta skapa oönskade fluktuationer, varför det kan vara önskvärt att dämpa variationerna i den nominella räntan (*interest-rate smoothing*).

¹⁶ Observera att samtliga variabler är logaritmerade. Det betyder att inflationen är den logaritmiska differensen för den allmänna prisnivån och att $\pi_t = \log P_t - \log P_{t-1} \approx \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$

¹⁷ IS/LM modellen är den sedan 4-5 decennier dominerande läroboksmodellen och har fortfarande en dominerande ställning i B-nivåns läroböcker, se t ex Blanchard (2003) eller Mankiw (2003).

3. Penningpolitik i modellen

För att modellen ska bli komplett behövs också en ekvation som beskriver penningpolitiken. Eftersom modellen är byggd på mikroekonomiska principer kan man ge politiken en välfärdsteoretisk tolkning. Det gäller för centralbanken att sätta räntan så att konsumenternas nyttoförluster, nu och i framtiden, blir så små som möjligt. Woodford (2003, kap 6) har visat att konsumenternas nyttoförluster minimeras approximativt om centralbanken minimerar förlustfunktionen

$$L = \phi_{\pi} (\pi - \pi^T)^2 + \phi_y (\tilde{y})^2 \quad (4)$$

där π^T är inflationsmålet och parametrarna ϕ_{π} och ϕ_y bestäms av konsumenternas preferenser, företagens produktionsteknologi men även av graden av priströghet.¹⁸ Parametrarna skulle också kunna tolkas som uttryck för centralbankens preferenser. (4) är en god approximation om

- endast *output*-priserna är trögörsliga
- en klumpsummesubvention på arbete införs som undanröjer den samhällsekonomiska kostnaden för monopolistisk konkurrens
- den nominella räntan i jämvikt är optimal.

Alla dessa förutsättningar är orealistiska. Förutom att *output*-priser är trögörsliga är producentpriser och löner trögörsliga. Flera forskningsresultat visar att penningpolitiken riskerar att slå mycket fel om man då utesluter dessa priser i målformuleringen.¹⁹ Flera forskare hävdar att löneinflation bör ingå bland målen för centralbanken (eller ingå i inflationsmättet), se t ex Erceg m fl (2000), Mankiw och Reis (2003), Galí (2008) och Givens (2009) eftersom löner är förhållandevis trögörsliga. I praktiken finns ingen klumpsummesubvention och den nominella ränta som ger allmänheten den högsta nyttan av sitt penninginnehav är sannolikt lägre än den jämviktsränta som råder i praktiken. Denna anpassning till mer realistiska förutsättningar ger i stället följande förlustfunktion²⁰

$$L = \phi_{\pi^p} (\pi^p - \pi^{p,T})^2 + \phi_{\pi^w} (\pi^w - \pi^{w,T})^2 + \phi_y (\tilde{y})^2 - \phi_{y,\tau} \tilde{y} + \phi_i \quad (5)$$

som en approximation på konsumenternas nyttoförluster, där π^p är produktprisinflationen och π^w är löneinflationen. Termen $-\phi_{y,\tau} \tilde{y}$ visar att negativa produktionsgap ger förluster men att positiva produktionsgap ökar nyttan. Den sista termen visar att förlusterna ökar med högre ränta. Lösningen på optimeringsproblemet ger den optimala penningpolitiska regeln. Med målfunktioner som (5) blir lösningen ofta komplicerad och svår att använda i praktiken. Därför har forskningen pekat på att central-

¹⁸ Se Galí (2008, s 86-89). (4) gäller för en period men centralbanken tar hänsyn till alla framtida nyttoförluster.

¹⁹ Se Erceg m fl (2000), Galí (2008) och Givens (2009) för resultat med trögörsliga löner och Huang och Liu (2005) för resultat med producentpriser.

²⁰ En motivering till denna förlustfunktion finner vi hos Galí (2008, s 107-112) och hos Buitert (2006, s 10-14.). Argument för att den optimala räntan kan ligga nära noll, friedmanregeln, finns hos Schmitt-Grohe och Uribe (2010).

banken i praktiken kan använda enkla penningpolitiska regler, som man kan utvärdera med hjälp av förlustfunktionen. En sådan enkel regel är den så kallade Taylorregeln, som föreslogs av Taylor (1993, 1999). Den specificeras

$$i_t = \rho + \varphi_\pi (\pi_t - \pi_t^T) + \varphi_y \tilde{y}_t \quad (6)$$

Forskningen visar att man med enkla penningpolitiska regler kan bedriva penningpolitik så att man kommer nära ett optimalt utfall, dvs där konsumenternas nyttoförluster blir små. Man kan också visa att om en ekonomi träffas av utbudschocker, som ökar inflationen, kan en i förväg annonserad restriktiv politik (= publicerad räntebana) påverka pris- och lönebildning så att man på kort sikt kan uppnå en lägre inflation till priset av en mindre restriktiv politik. Detta beror på att pris- och lönebildning är framåtblickande och läser av Riksbankens politik, men det förutsätter att det finns ett stort förtroende för Riksbankens politik (= tro på räntebanan).²¹ Det ger då en bättre ”tradeoff” när man för en flexibel inflationsmålpolitik. Vid efterfrågechocker finns inte denna motsättning.

4. Några problem med den nykeynesianska modellen

Den nykeynesianska modellen är nu starkt dominerande i den makroekonomiska forskningen. Modellen är ett resultat av önskan att bygga makromodeller på mikroekonomisk grund och i ett dynamiskt perspektiv med framåtblickande rationella aktörer. Det är svårt att ha några invändningar mot denna ambition, den tilltalar de flesta nationalekonomer. Samtidigt är ambitionen mycket hög och kanske orealistisk eller rentav utopisk. De modeller som använts de senaste åren har varit starkt aggregerade och förenklade. I Riksbankens modell RAMSES²² fanns till exempel ingen arbetslöshet (varken frivillig eller ofrivillig) och ingen reell roll för finansiella marknader eller tillgångspriser. Det är därför inte förvånande att Riksbankens prognoser under den senaste ekonomiska krisen varit extremt dåliga.²³

Men även modellen i sin enklaste form visar på några svårlösta problem. Som vi såg ovan kräver politiken information om produktionsgapet och kanske även realräntan i jämvikt, alltså information om variabler som inte går att observera utan måste konstrueras och helst vara konsistenta med modellen. Riksbanken har haft mycket svårt att bestämma sig för ett mått på produktionsgapet, se Nyman (2010). Under en relativt lång period duckade man nästan helt för frågan. Med Lars E O Svenssons inträde i direktionen verkar produktionsgapets status åter ha höjts. Svensson (2011) verkar dock ha en ny uppfattning om vilket gap som ska föredras, numera ”arbetslöshetsgapet”.

Även inflationen som målvariabel är svår att bestämma, till exempel vilka priser som ska inkluderas eller om det är något mått på ”kärninflation” som ska

²¹ Detta visades i Clarida m fl (1999).

²² Adolfson m fl (2007).

²³ Se Assarsson (2009).

användas, se t ex Erceg m fl (2000), Mankiw och Reis (2003), Gali (2008), Givens (2009) och Wynne (2008).

Enligt min uppfattning är de nykeynesianska modellerna ännu inte färdiga för att användas i praktisk politik. Prognosförmågan är för dålig, viktiga mekanismer saknas i modellerna och de mikroekonomiska parametrar man så gärna vill komma åt går inte att identifiera utifrån makrodata, se t ex Canova och Sala (2009) och Chari m fl (2009). Modellerna är inte färdiga att användas för penningpolitiska analyser och prognoser och är än så länge sämre än sina föregångare.

5. Har penningpolitiken lyckats i Sverige?

Penningpolitiken med fast växelkurs bröt alltså samman i november 1992. Uppslutningen kring den politiken var massiv i Sverige, både från politiker, massmedia och akademiska nationalekonomer. Med facit i hand verkar de flesta betrakta den politiken som misslyckad.

Uppslutningen kring inflationsmålpolitiken är också stor. Dessutom verkar många anse att politiken fungerat mycket bra och bidragit till en bättre makroekonomisk utveckling. Å andra sidan har ett land som Danmark, med fast växelkurs, lyckats med att förankra inflationen kring 2 procent och likaså haft en stabil ekonomisk utveckling. Ball (2010) visar i en undersökning för flera länder att inflationsmålsregimen inte påverkat den ekonomiska stabiliteten mätt som medelvärde och standardavvikelse i inflation, BNP och långa räntor. Även om bilden är något blandad kan man alltså inte säga att det i litteraturen finns ett starkt stöd för att inflationsmålpolitiken är särskilt lyckad.

Hur har det då gått i Sverige? I diagrammet visas hur inflationen mätt med KPI utvecklats sedan 1980. Inflationen är här mätt som den kvartalsvisa inflationen multiplicerad med fyra. Om vi räknar med att inflationsmålsregimen gällde sedan 1995 visar det sig att inflationen i genomsnitt varit 1,3 procent, dvs i genomsnitt 0,7 procentenheter under målet. Den nominella räntan (reporäntan) har i genomsnitt varit 3,5 procent. Räntan kunde alltså i genomsnitt ha varit lägre utan att inflationen (i genomsnitt) hade överstigit målet. Därmed skulle även produktion och sysselsättning ha blivit högre.

Att inflationen varit så låg kan ha många orsaker. Under perioden 1994–2000 och 2002–07 var inflationen speciellt låg och då förekom även stundtals deflation, dvs fallande allmän prisnivå. Det kan därför vara intressant att beräkna ”kärninflationen”, trenden eller den underliggande inflationstakten.²⁴ Jag har beräknat ”kärninflationen” i en strukturell tidsseriemodell där produktionsgapet skattats samtidigt.²⁵ De båda måtten har utvärderats statistiskt, men också ekonomiskt genom att de prövats i den nykeynesian-

24 Förutom trenden kan inflationen ha komponenter som säsong, cykel och slump. Dessa komponenter pendlar kring sitt medelvärde, som är noll. Därför är medelvärdet för kärninflationen och den faktiska inflationen detsamma.

25 Metoden beskrivs i Basistha och Nelson (2007), Harvey (2008) och Koopman m fl (2009).

ska phillipskurvan (2) ovan. Jag fick då följande ekvation²⁶

$$\pi_t = 0,979\mu_t^\pi + 0,163\tilde{y}_t + 0,039p_t^s$$

(0,053) (0,030) (0,019)

där μ_t^π är kärninflationen (trenden i inflationen) och p_t^s är en stokastisk chock (med medelvärdet noll) i ett råvaruprisindex. Alla skattade parametrar antar rimliga och förväntade värden och ekvationens anpassning är god.²⁷ Det är dock mycket vanligt att denna typ av skattning misslyckas, speciellt när man använder produktionsgapet i stället för marginalkostnaderna, se t ex Gali och Gertler (1999), Fuhrer (2005), Neiss och Nelson (2005) och Paloviita (2006), så att parametrarna visar fel tecken, storlek och inte är statistiskt signifikanta. Kärninflationen är troligen ett bra mått på den förväntade framtida inflationen i phillipskurvan (2).

Som vi ser i figur 1 har kärninflationen inte överstigit 2 procent *en enda gång* sedan 1995, medan den faktiska inflationen varierat kring målet. Det kan finnas flera förklaringar till detta:

- ekonomin har drabbats av en sekvens av helt oförutsedda chocker som sänkt inflationen, som t ex produktivitetshocker eller lägre globala priser
- lönechocker där lönen inte ändrats i takt med stigande produktivitet
- prognosfel med systematisk överskattning av inflationen
- Riksbanken har strävat efter en lägre inflation än 2 procent

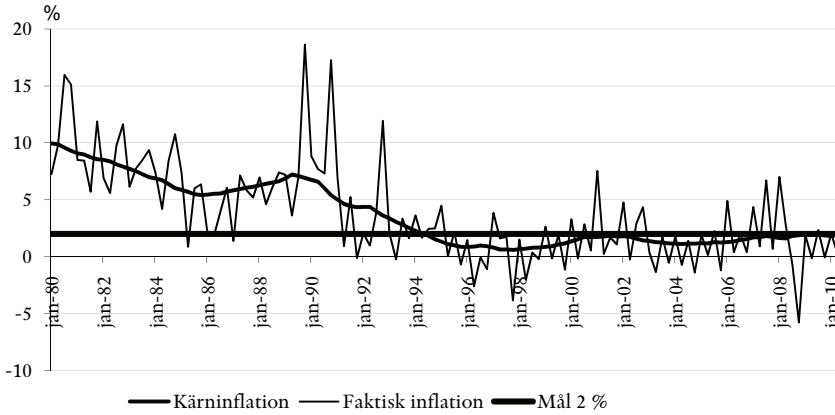
Globaliseringen har föreslagits som skäl till att inflationen blivit så låg, bl a av förra vice riksbankschefen Kristina Persson. Enligt henne kan den ökade globaliseringen leda till ökad konkurrens och lägre priser. Men enligt Jansson (2007) är det troligt att detta bara har marginella effekter. Systematisk överskattning av inflationen (*bias*) kan också spela en roll. Enligt Assarsson (2007, s 17) överskattade Riksbanken systematiskt både importprisinflation och inhemsk inflation under perioden 2000–06, speciellt på den för Riksbanken mest intressanta horisonten 8–9 kvartal. Överskattningen av den importerade inflationen var en viktig förklaring till överskattningen av inflationen år 2006, men inte 2004–05. Slutligen kan direktionen ha strävat efter en lägre inflation än 2 procent, att man tyckt att ”låg inflation är väl bra”²⁸ när man missat målet.

För hög inflation är ett mindre problem än för låg inflation. Det beror på att produktionen och sysselsättningen i jämvikt, i en värld med monopolistisk konkurrens, är för liten. Penningpolitik som resulterar i en systematisk för låg inflation innebär därför att man hamnar i den sämsta av världar.

²⁶ Standardfel anges inom parentes.

²⁷ Den multipla korrelationskoefficienten är 0,58. I skattningen används instrumentvariabler som hämtas från den nykeynesianska modellen. I parenteserna ovan anges standardfel och alla variabler är således statistiskt starkt signifikanta. π_{t-1} är inte statistiskt signifikant i ekvationen.

²⁸ Jag påstår inte att så genomgående varit fallet. Men det har hänt att riksbankschefer försagt sig på detta sätt.



Figur 1
Faktisk inflation,
kärninflation och
inflationmål i pro-
cent 1980K1–2010K3

Källa: Ecwin. Egen bearbetning.

För låg inflation innebär att räntan kunde ha varit lägre under den studerade perioden. Det hade inneburit högre produktion och sysselsättning, att inflationen kommit närmare målet, lägre arbetslöshet och en förmodligen betydligt högre välfärd för konsumenterna enligt förlustfunktionen (5).

6. Utvärdering och ansvar

Sveriges riksbank kan kanske anses vara en av världens öppnaste centralbanker med en transparent politik, där de penningpolitiska protokollen publiceras med kort fördröjning och man publicerar en prognostiserad räntebana.²⁹ Man ska då komma ihåg att detta i hög grad strider mot Riksbankens historia, där hemlighet snarare varit ledordet i en regim med fast växelkurs.

Denna förändring är också en följd av framsteg i den ekonomiska forskningen. Öppenhet krävs för att vinna allmänhetens förtroende, vilket i sin tur gör det möjligt att förbättra effekterna av politiken, som t ex Riksbanken gjort genom att publicera en räntebana. I bästa fall blir också penningpolitiken tydligare och lättare att utvärdera.

Penningpolitiken i Sverige utvärderas löpande av riksdagen men där Riksbanken själv levererar underlaget och i praktiken analysen. En mer omfattande extern utvärdering gjordes dock av Giavazzi och Mishkin (2006) för politiken under 1995–2005 och för närvarande pågår ytterligare en extern utvärdering. Utvärderingar kan göras på många olika sätt men enligt min mening bör de i detta sammanhang vägledas av följande två principer. För det första bör utvärderingen relateras till de mål som anges i Riksbankslagen, dvs till att det övergripande målet är att ”upprätthålla ett fast penningvärde”, dvs 2 procents inflation. Det är också vad Riksbanken gjort i sina utvärderingar, som enligt min uppfattning ändå är alltför ensidigt inriktade på att utvärdera utfallen i inflationen, se t ex Sveriges riks-

²⁹ Se Svensson (2010).

bank (2010b). När man nu säger sig bedriva flexibel inflationsmålpolitik tycker jag att det minsta man kan begära är att man gör en utvärdering med utgångspunkt i förlustfunktionen (2), dvs även beräknar hur stor volatiliteten i produktionsgapen varit.

En samhällsekonomisk utvärdering bör dock inte enbart utgå från Riksbankslagen. Den andra principen som bör vara vägledande är att utgå från den bästa möjliga ekonomiska bedömningen. Den ekonomiska forskningen kan ju gå framåt och då bör utvärderingen ta hänsyn till det även om inte lagen kan göra det. Då är det i dag någonting i stil med förlustfunktionen (5) som man bör utgå från, dvs utvärdera hur penningpolitiken påverkat utfallet i löneinflation, prisinflation, produktionsgap och räntenivåer. Även om dessa variabler inte är mål för penningpolitiken bör de användas vid utvärderingen för att bedöma välfärdsutfallet av politiken.

Skulle man göra detta i dag är det klart att den svenska penningpolitiken misslyckats. Inflationen har i genomsnitt varit 1,3 procent och kärninflationen ständigt under målet. Då uppkommer frågan om ansvar. Riksbanken har för närvarande en direktion med 6 ledamöter, varav en är riksbankschef. Majoriteten bestämmer. Det kan alltså finnas ledamöter som velat ha en högre och de som velat ha en lägre ränta. Rimligen har de haft tillgång till ungefär samma information. Man kan visserligen tänka sig att förändringarna i ekonomin varit så svåra att förutsäga att man inte kan begära att Riksbanken skulle kunna hålla inflationen kring målet.

För att upprätthålla förtroendet för penningpolitiken förefaller det ändå inte orimligt att man i denna situation byter ut en eller flera ledamöter, de som mest förespråkade höga räntor. I en vanlig företagsledning vore det nog normalt. Det är dock ytterst tveksamt om detta är möjligt, i alla fall inte troligt, med Riksbankens direktion. Det beror på att Riksbankslagen inte är bestämd på denna punkt utan endast anger att ”ledamoten av direktionen kan skiljas från sin anställning endast om han inte längre uppfyller de krav som ställs för att han ska kunna utföra sina uppgifter eller om han gjort sig skyldig till allvarlig försummelse”.³⁰ På denna punkt borde därför lagen vara mer specifik, så att någon form av ansvar kunde utkrävas när politiken slår fel. Detta är absolut inte omöjligt. Det görs t ex i Nya Zeeland, där centralbankschefens anställningsvillkor beror på måluppfyllelsen. Som det nu ser ut i Sverige är det svårt att se när ansvar verkligen skulle utkrävas: vid vilken nivå på den systematiska avvikelser från målet bör en eller flera ledamöter avgå? Ansvarsfrågan aktualiserar även frågan om ledningens struktur.

7. Slutsatser och några förslag

Riksbanken och penningpolitiken har enligt min uppfattning hamnat i en bekymmersam situation, i ett vakuum mellan en riksbankslag som man inte vill följa och en progressiv forskningsfront som man gärna vill men inte

³⁰ Riksbankslagen (2007, §13).

kan eller får hänga med. I detta vakuum har man hittat på nya uppgifter som ska bemästras med ett enda instrument, reporäntan. Det är upplagt för problem.

Huvuduppgiften, att stabilisera inflationen, har man alltså svårt med. Mycket talar för att det mått man använder, konsumentprisindex, inte är optimalt och att framför allt löneinflationen borde beaktas som mål.

I den externa utvärderingen av Giavazzi och Mishkin (2006) gjordes några rekommendationer som Riksbanken borde ha lyssnat på. En sådan rekommendation var att om inflationen systematiskt understigit inflationsmålet borde man därefter föra en mindre restriktiv penningpolitik (dvs sänka räntan). Fram till dess (2005) hade alltså kärninflationen ständigt legat under 2 procent. Men det har alltså varit fallet även efter 2005, om än i mindre grad. Med nuvarande politik kommer förmodligen inte ens barnbarnen att få uppleva att ”över en lite längre tidsperiod kan dock penningpolitiken säkra en inflation i linje med målet”, vilket beror på att man inte tar hänsyn till tidigare misslyckanden. Det kan man göra om man i stället för inflationsmål har ett prisnivåmål. Med ett sådant mål hade Riksbanken varit tvungen att följa Giavazzi och Mishkins rekommendation och föra en mindre restriktiv politik efter 2005. En öppning för en sådan politik kan man kanske skönja hos Svensson (2010, s 50–51). Ett prisnivåmål har flera fördelar. Bland annat kan vinsten av att vara öppen och publicera sin framtida räntebana ökas ytterligare. Detta har visats av Vestin (2006). Även vid ett prisnivåmål gäller dock att man bör ta hänsyn till lönenivån, vilket visats av Givens (2009).

Utvärderingarna av penningpolitiken bör göras av externa bedömare. De bör inte bara se till Riksbankslagens mål utan även göra en självständig samhällsekonomisk analys. Då kan man inte bara utgå från måluppfyllelsen i inflationen utan måste ha ett bredare perspektiv. En utvärdering av penningpolitiken borde också försöka svara på den mest grundläggande frågan: är penningpolitik med inflationsmål en verksam medicin eller går det lika bra med sockerpiller (en passiv politik)?

Giavazzi och Mishkin rekommenderade även Riksbanken att vara tydligare med att man för en flexibel inflationsmålspolitik, som dock enligt min uppfattning inte är förenlig med den nuvarande lagen. Därför går det inte att undvika slutsatsen att Riksbankslagen borde revideras. Det skulle kunna bli en värdefull hjälp för Riksbanken.

Adolfson, M, S Laséen, J Lindé och M Villani (2007), ”RAMSES – A New General Equilibrium Model for Monetary Policy Analysis”, *Sveriges Riksbank Economic Review*, vol 2 s 5–40.

Alexius, A och B Holmlund (2008), ”Monetary Policy and Swedish Unemployment Fluctuations”, *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, vol 2, s 1–25.

Assarsson, B (2007), ”Riksbankens prognoser

för importpriser och inflation”, *Penning & valutapolitik*, nr 3, s 5–30.

Assarsson, B (2009), ”Ekonomi blir bättre än vad Riksbanken spår”, *Dagens Nyheter*, 3 september 2009.

Assarsson, B och P Jansson (1998), ”Unemployment Persistence: The Case of Sweden”, *Applied Economics Letters*, vol 5, s 25–29.

Ball, L M (2010), ”The Performance of Alter-

REFERENSER

- native Monetary Regimes”, NBER Working Papers 16124.
- Basistha, A och C R Nelson (2007), ”New Measures of the Output Gap Based on the Forward-Looking New Keynesian Phillips Curve”, *Journal of Monetary Economics*, vol 54, s 498-511.
- Blanchard, O (2003), *Macroeconomics*, Prentice Hall, Upper Saddle River, NJ.
- Buiter, W H (2006), ”How Robust is the New Conventional Wisdom? The Surprising Fragility of the Theoretical Foundations of Inflation Targeting and Central Bank Independence”, CEPR Discussion Paper 5772.
- Canova, F och L Sala (2009), ”Back to Square One: Identification Issues in DSGE Models”, *Journal of Monetary Economics*, vol 56, s 431-449.
- Chari, V V, P J Kehoe och E McGrattan (2009), ”New Keynesian Models: Not Yet Useful for Policy Analysis”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol 11, s 242-266.
- Clarida, R, J Galí och M L Gertler (1999). ”The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective”, *Journal of Economic Literature*, vol 37, s 1661-1707.
- Dagens Nyheter (2011), ”Sänkta räntor kan ge tiotusentals jobb”, intervju med Lars E O Svensson, 23/3, signerad Marianne Björklund, www.bassarsson.com.
- Erceg, C J, D W Henderson och D Levin (2000), ”Optimal Monetary Policy with Staggered Wage and Price Contracts”, *Journal of Monetary Economics*, vol 46, s 281-313.
- Fuhrer, J (2005), ”Intrinsic and Inherited Inflation Persistence”, Federal Reserve Bank of Boston, Working Papers 05-8, Boston.
- Galí, J (2008), *Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle*, Princeton University Press, Princeton.
- Galí, J och M Gertler (1999), ”Inflation Dynamics: A Structural Econometric Analysis”, *Journal of Monetary Economics*, vol 44, s 195-222.
- Giavazzi, F och F S Mishkin (2006), ”An Evaluation of Swedish Monetary Policy between 1995 and 2005”, rapport till Svenska riksdagen.
- Givens, G E (2009), ”Which Price Level to Target? Strategic Delegation in a Sticky Price and Wage Economy”, *Journal of Macroeconomics*, vol 31, s 685-698.
- Harvey, A (2008), ”Modeling the Phillips Curve with Unobserved Components”, Cambridge Working Papers in Economics 24, Cambridge, UK.
- Heikensten, L (2010), ”Laborera inte med finanspolitiken”, *Svenska Dagbladet*, 16 juli 2010.
- Holmberg, S (2009), ”Förtroendet för Riksbanken 2005-2008”, SOM, http://www.som.gu.se/digitalAssets/1299/1299082_2009-6_fortroende_for_riksbanken_2005-2008.pdf.
- Huang, K X D och Z Liu (2005), ”Inflation Targeting: What Inflation Rate to Target?”, *Journal of Monetary Economics*, vol 52, s 1435-1462.
- Jonsson, M (2007), ”Increased Competition and Inflation”, *Sveriges Riksbank Economic Review*, nr 2, s 41-60.
- Jonung, L (2003). *På jakt efter ett nytt ankare. Från fast kronkurs till inflationsmål*, SNS förlag, Stockholm.
- Koopman, S J, A C Harvey, J A Doornik och N Shepard (2009), *Structural time series analysis, modeller and predictor*, Timberlake Consultants Ltd, London.
- Lindbeck, A och D J Snower (1986), ”Wage Setting, Unemployment, and Insider-Outsider Relations”, *American Economic Review*, vol 76, s 235-239.
- Lindbeck, A och D J Snower (1988), *The Insider-outsider Theory of Employment and Unemployment*, MIT Press, Cambridge, MA och London.
- Mankiw, N G (2003), *Macroeconomics*, Worth Publishers, New York.
- Mankiw, N G och R Reis (2003), ”What Measure of Inflation Should a Central Bank Target?”, *Journal of the European Economic Association*, vol 1, s 1058-1086.
- Neiss, K S och E Nelson (2005), ”Inflation Dynamics, Marginal Cost, and the Output Gap: Evidence from Three Countries”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol 37, s 1019-1045.
- Nyman, C (2010), ”En indikator på resursutnyttjandet”, *Ekonomiska kommentarer*, Sveriges riksbank, Stockholm.
- Paloviita, M (2006), ”Inflation Dynamics in the Euro Area and the Role of Expectations”, *Empirical Economics*, vol 31, s 847-860.
- Riksbankslagen (2007), ”Lag (1988:1385) om Sveriges riksbank”, http://www.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Broschyrrer/Riksbankslagen_2007.pdf.
- Schmitt-Grohe, S och M Uribe (2010), ”The Optimal Rate of Inflation”, NBER Working Papers 16054.
- Svensson, L E O (1995), ”Penningpolitiska alternativ för Sverige”, *Långtidsutredningen 1995*, Fritzes förlag, Stockholm.
- Svensson, L E O (1999), ”Inflation Targeting: Some Extensions”, *Scandinavian Journal of Economics*, vol 101, s 337-361.

- Svensson, L E O (2010), "Inflation Targeting", NBER Working Papers 16654.
- Sveriges Riksbank (2010a), *Penningpolitiken i Sverige*, Sveriges riksbank, Stockholm.
- Sveriges Riksbank (2010b), "Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2009", Sveriges riksbank, Stockholm.
- Taylor, J B (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol 39, s 195-214.
- Taylor, J B (1999), "The Robustness and Efficiency of Monetary Policy Rules as Guidelines for Interest Rate Setting by the European Central Bank", *Journal of Monetary Economics*, vol 43, s 655-679.
- Vestin, D (2006), "Price-Level versus Inflation Targeting", *Journal of Monetary Economics*, vol 53, s 1361-1376.
- Woodford, M (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, Princeton NJ.
- Wynne, M A (2008), "Core Inflation: A Review of Some Conceptual Issues", *Federal Reserve Bank of St Louis Review*, vol 90, s 205-228.
- Örn, G (2000), "Riksbanken i världsklass – men ECB får skäll av Lars E O Svensson", *Dagens Industri*, 16 december 2000, <http://people.su.se/~leosven/papers/Riksbank-Worldclass.htm>.