



DATUM: 2011-09-17  
TALARE: Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson  
PLATS: Nationell konferens i nationalekonomi, Uppsala universitet

SVERIGES RIKSBANK  
SE-103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00  
Fax +46 8 21 05 31  
registratorn@riksbank.se  
www.riksbank.se

## ■ Sammanfattning av Lars E.O. Svenssons föreläsning i Uppsala den 17 september

Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson håller idag en föreläsning vid Nationell konferens i nationalekonomi vid Uppsala universitet. Föreläsningen, som hålls på engelska, har titeln "Practical Monetary Policy: Why Has the Riksbank's Policy-Rate Path Been So High, and Why Did This Not Prevent the Recovery?" ("Praktisk penningpolitik: Varför har Riksbankens reporäntebana varit så hög och varför har detta inte hindrat återhämtningen?"). Den bygger på en uppsats om penningpolitiken i Sverige och USA som Svensson presenterade vid en konferens vid Brookings Institution, Washington, DC den 15 september 2011.

### **Två centralbanker med liknande prognoser drar mycket olika slutsatser**

Svensson menar att det inte finns några fundamentala skillnader mellan den amerikanska centralbankens, Federal Reserves, "dual" mandat om maximal sysselsättning och stabila priser och Riksbankens flexibla inflationsmålspolitik. Båda innebär "prognosstyrning", det vill säga att man väljer de penningpolitiska instrumenten så att de bäst stabiliserar både inflationsprognosen – Federal Reserve runt den nivå som man anser förenlig med sitt mandat och Riksbankens runt inflationsmålet – och prognosen för resursutnyttjandet runt den hållbara nivån.

Svensson granskar de penningpolitiska alternativ som Federal Reserve och Riksbanken stod inför sommaren 2010 och konstaterar att de båda centralbankerna gjorde snarlika prognoser för inflationen och arbetslösheten. Riksbankens prognos för inflationen låg under inflationsmålet och Federal Reserves under den nivå som man anser förenlig med sitt mandat. Prognoserna för arbetslösheten låg samtidigt över den långsiktigt hållbara nivån. I ett sådant läge är det motiverat att föra en mer expansiv penningpolitik, om detta är möjligt.

## ■ **Mer expansiv penningpolitik var rätt, och Riksbankens räntebana har varit för hög på grund av för hög prognos för utländska räntor och resursutnyttjandet**

Federal Reserve och Riksbanken agerade dock i detta läge helt olika. Federal Reserve behöll styrräntan på miniminivån, kommunicerade möjliga framtida lättnader i penningpolitiken och påbörjade senare under hösten ett nytt program med kvantitativa lättnader, kallat QE2. Riksbanken inledde däremot en period av snabba räntehöjningar.

Svensson granskar de argument som framförts mot Federal Reserves lättnader i penningpolitiken. De inkluderar oro för inflationen och för om inflationsförväntningarna är väl förankrade, osäkerhet om vilka effekter som de okonventionella penningpolitiska åtgärderna kan få, oro för att en lång period med låga räntor kan få negativa effekter på den finansiella stabiliteten och allokeringen av investeringarna samt osäkerhet om mängden lediga resurser i ekonomin. Han finner dock inte argumenten övertygande.

Han granskar också olika argument för Riksbankens räntehöjningar och förklaringar till den enligt Svensson alltför höga räntebanan. Dessa inkluderar att Riksbanken stabiliserar tillväxten snarare än resursutnyttjandet, att räntebanan revideras "mekaniskt" på basis av skillnaderna mellan utfallen och prognoserna för inflationen och resursutnyttjandet, att reporäntan används för att begränsa ökningen i hushållens skulder och av huspriserna samt en önskan att normalisera reporäntan för att motverka ospecificerade framtida finansiella obalanser. Svensson finner inte argumenten övertygande och anser inte att de ger stöd för räntehöjningarna.

Svensson menar således att Federal Reserves politik med ytterligare lättnader var rätt medan Riksbankens politik med räntehöjningar var fel. Han hävdar att Riksbankens räntebana varit för hög och att detta bland annat beror på en alltför hög prognos för utländska styrräntor och på en överskattning av och för hög prognos för resursutnyttjandet.

## **Marknaden implementerade mycket mer expansiva finansiella förhållanden än vad som varit förenligt med räntebanan, vilket har gynnat återhämtningen**

Ett år senare, sommaren 2011, hade den svenska ekonomin utvecklats bättre än väntat, medan den amerikanska ekonomin utvecklats sämre än väntat. Svensson hävdar att den bättre svenska utvecklingen till stor del kan förklaras av att de finansiella marknaderna genom låga långa räntor i praktiken implementerat en betydligt mer expansiv penningpolitik och mer expansiva finansiella förhållanden än vad som varit förenligt med räntebanan. Utvecklingen hade dock varit ännu bättre om penningpolitiken och de finansiella förhållandena varit mer expansiva. Den mindre goda utvecklingen av den amerikanska ekonomin beror på andra faktorer än penningpolitiken och utvecklingen hade blivit ännu sämre utan Federal Reserves lättnader.

## ■ **Ett mått på inflationen och ett mått på resursutnyttjandet ökar transparensen i politiken**

En mer allmän slutsats som Svensson drar är att ett enkelt och transparent ramverk för penningpolitiken medför stora fördelar för både beslutsfattare och externa utvärderare av penningpolitiken. Federal Reserves duala mandat och Riksbankens flexibla inflationsmålspolitik är båda sådana ramverk. Ramverket är dock mer verkningsfullt om endast ett inflationsmått och endast ett mått på resursutnyttjandet används. När det finns flera mått kan beslutsfattarna ofta hitta åtminstone något mått som kan motivera den politik man valt vid det givna tillfället. Transparensen blir då mindre och det blir svårare att utkräva ansvar av beslutsfattarna.

## **Gapet mellan arbetslösheten och dess hållbara nivå är en mer tillförlitlig och transparent indikator på resursutnyttjandet**

Det är också viktigt att inte blanda ihop mått på resursutnyttjandet som en indikator på inflationstrycket och som en målvariabel. Svensson menar att som målvariabel är gapet mellan den faktiska arbetslösheten och arbetslöshetens långsiktigt hållbara nivå ett mer tillförlitligt och transparent mått än alternativ som till exempel gapet mellan faktisk och potentiell produktion.

För Federal Reserves och Riksbankens ramverk sammanfattas den mest relevanta informationen i prognoserna för inflationen och resursutnyttjandet. För att en extern utvärdering av penningpolitiken ska kunna göras på ett bra sätt är det således avgörande att dessa prognoser publiceras. Penningpolitiken kan utvärderas i realtid så snart prognoserna publicerats, genom att man bedömer om de publicerade prognoserna är de som bäst verkar stabilisera inflationen och resursutnyttjandet.