

Min syn på penningpolitiken

Lars E.O. Svensson

Sveriges Riksbank

Inledande uttalande vid Nationalekonomiska föreningens sammanträde den 11 maj 2012, Handelshögskolan i Stockholm, ”Hur ser direktionen på penningpolitiken?”

Jag anser att penningpolitiken ska fokusera på att stabilisera KPIF-inflationen runt inflationsmålet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå, och inget annat. I Riksbankslagen står att målet för penningpolitiken skall vara att upprätthålla ett fast penningvärde. I regeringspropositionen om Riksbankslagen står att Riksbanken därutöver, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, ska stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning.

Hög sysselsättning är förstås detsamma som *högsta hållbara* sysselsättning. I början på varje penningpolitisk rapport skriver Riksbanken i linje med detta att den strävar efter att stabilisera sysselsättningen runt en långsiktigt hållbar utvecklingsbana. Det är i praktiken samma sak som att stabilisera arbetslösheten runt en skattad långsiktigt hållbar nivå.

Därför vill jag fokusera på arbetslösheten och inte på ett antal andra, tämligen skakiga mått på resursutnyttjandet. Jämfört med andra mått på resursutnyttjandet har arbetslösheten större samband med hushållens välfärd, är bättre förstådd och känd bland allmänheten, mäts ofta och med mindre mätfel samt revideras sällan. Det är nivån på arbetslösheten, inte till exempel BNP-tillväxten, som ska stå i fokus.

Med mitt synsätt gäller det vid varje penningpolitiskt möte att välja en räntebana så att motsvarande prognos för inflation och arbetslöshet bäst stabiliserar inflationen runt målet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå. Det ska inte vara så att en lägre eller en högre räntebana leder till bättre måluppfyllelse för både inflation och arbetslöshet. Sådant ser man tydligt i de så kallade fyrfältsdiagram som jag brukar ha med mig på de penningpolitiska mötena och som finns med i protokollet. I dessa kan man tydligt jämföra olika räntebanor och motsvarande prognoser för inflation och arbetslöshet. Dessa diagram är enligt min mening mycket användbara vid valet av räntebana, vid motiveringen av den valda räntebanan och vid utvärdering av penningpolitiken.

Jag har reserverat mig till förmån för en lägre ränta och räntebana från och med april 2009, eftersom prognosen för inflationen legat under målet och prognosen för arbetslösheten legat högre än varje rimlig långsiktigt hållbar nivå. Argumenten för lägre ränta och räntebana stärks ytterligare med hänsyn till vad Karolina Ekholm sagt om prognoserna för utländska styrräntor. Jag håller med henne om att de har legat för högt.

Jag anser också att man inte ska åsidosätta prisstabilitetsmålet och stabilisering av arbetslösheten runt en hållbar nivå för att bedriva någon slags ”leaning against the wind”-politik med en stram penningpolitik, i tron att man då förbättrar den finansiella stabiliteten, till exempel genom att begränsa bolånetillväxten. Jag kan inte se att det finns något teoretiskt eller empiriskt stöd för att en högre styrränta skulle under nuvarande förhållanden ha någon signifikant effekt på den finansiella stabiliteten i Sverige.

Istället finns det nu mycket bättre instrument inom makrotillsynen, som kapitalkrav och bolånetak, och nya kommande instrument som miniminivåer för de så kallade Liquidity Coverage Ratio och Net Stable Funding Ratio i Basel III. Dessa instrument har större och mer riktad effekt på den finansiella stabilitet och bolånetillväxten. Med Riksbankens stabilitetsrapporter och Finansinspektionens rapport om bolånemarknaden finns det också mycket god information om eventuella risker. Jag tycker alltså att man ska göra som man gör nu i Storbritannien och bedriva penningpolitik och finansiell stabilitet separat, med separata mål och separata instrument.

Om man blandar ihop penningpolitik och finansiell stabilitet blir det också mer eller mindre omöjligt att utvärdera penningpolitiken, eftersom för stram penningpolitik kan skyllas på en strävan till finansiell stabilitet.

Inflationsförväntningarna i Sverige har förankrats vid inflationsmålet de senaste 15 åren trots att genomsnittlig inflation varit lägre än inflationsmålet. Som jag har diskuterat i protokollet och visar i en uppsats på min hemsida på Stockholms universitet innebär detta att den långsiktiga Phillipskurvan inte längre är vertikal.¹ Det innebär att en genomsnittlig inflation som är lägre än målet får en real kostnad i form av en genomsnittligt högre arbetslöshet. Det blir det viktigt att inte ha en bias mot för stram penningpolitik.

Istället gäller det att se till att inflationsmålet är symmetriskt och att genomsnittlig inflation under en längre period, som i Kanada, Storbritannien och euroområdet, hamnar nära målet. Man ska till exempel inte vara rädd för att skjuta över inflationsmålet, om det behövs för att snabbare få ner arbetslösheten mot en långsiktigt hållbar nivå. I Sverige har tyvärr genomsnittlig inflation hamnat ett gott stycke under målet de senaste 15 åren, vilket gett upphov till en betydande real kostnad i form av en högre genomsnittlig arbetslöshet under samma period.

¹ Svensson, Lars E.O., "The Possible Unemployment Cost of Average Inflation below a Credible Target," working paper, May 2012, www.larseosvensson.net.