

Reservation mot Redogörelse för penningpolitiken 2012

Lars E.O. Svensson

Jag reserverar mig mot Redogörelse för penningpolitiken 2012 därför att jag anser att redogörelsen är ofullständig och i flera avseenden missvisande och därigenom inte ett fullgott underlag för en utvärdering av Riksbankens penningpolitik. Måluppfyllelsen för penningpolitiken är för närvarande dålig eftersom inflationen är långt under målet och arbetslösheten är högt över en rimlig långsiktigt hållbar nivå. En viktig fråga är om måluppfyllelsen kunde ha blivit bättre med en mer expansiv penningpolitik, men en ordentlig analys av denna fråga saknas i redogörelsen. Att penningpolitiken inte har varit mer expansiv har av allt att döma att göra med att den i betydande utsträckning bedrivits i syfte att begränsa hushållens skuldsättning. En omfattande forskning och flera utredningar visar dock tämligen entydigt att styrräntans effekt på hushållens skuldkvot är liten. Detta framgår inte av redogörelsen. En mer expansiv politik med oförändrad låg ränta sedan 2010 hade enligt en preliminär beräkning hållit KPIF-inflationen nära målet, medfört betydligt lägre arbetslöshet samt medfört en obetydligt högre skuldkvot på kort sikt och inte påverkat skuldkvoten på lång sikt.

Analys av alternativ penningpolitik behandlas styvmoderligt och avfärdas på felaktiga grunder

Inflationen i Sverige är nu långt under målet och arbetslösheten ligger högt över en rimlig långsiktigt hållbar nivå. Inflationen är lägst i Norden och bland jämförbara länder i EU medan arbetslösheten är högst i Norden och bland jämförbara länder i EU utom Frankrike. Sammantaget är alltså måluppfyllelsen för penningpolitiken dålig.

En naturlig frågeställning i ljuset av den dåliga måluppfyllelsen är om penningpolitiken hade kunnat bedrivas på ett sätt så att måluppfyllelsen hade blivit bättre. En sådan frågeställning kan analyseras genom att studera hur olika penningpolitiska alternativ väntades påverka inflation och resursutnyttjande vid den tidpunkt som besluten fattades. Det finns visserligen en sådan analys i Redogörelse för penningpolitiken 2012 (RPP) – de diagram med alternativa räntebanor och motsvarande prognoser för penningpolitikens målvariabler som i Riksbanken kallas fyrfältsdiagrammen – men analysen behandlas styvmoderligt och avfärdas på felaktiga grunder.

Finansutskottet kommenterade denna typ av analys i sitt betänkande den 7 juni 2012 om penningpolitiken 2009-2011, närmare bestämt i sina kommentarer till fördjupningen ”En metod för att utvärdera olika penningpolitiska alternativ” i Riksbankens underlag för utvärdering av penningpolitiken 2011. Finansutskottet framhöll att denna analys underlättar och belyser beslutsfattandet och ökar förståelsen för räntebesluten och tydligheten i Riksbankens beslutsgrunder. Jag har visat sådana diagram vid nästan varje penningpolitiskt möte från och med december 2009. Diagram 1 nedan är ett exempel från februari 2012 (bild 4 i protokollet från februari 2012).

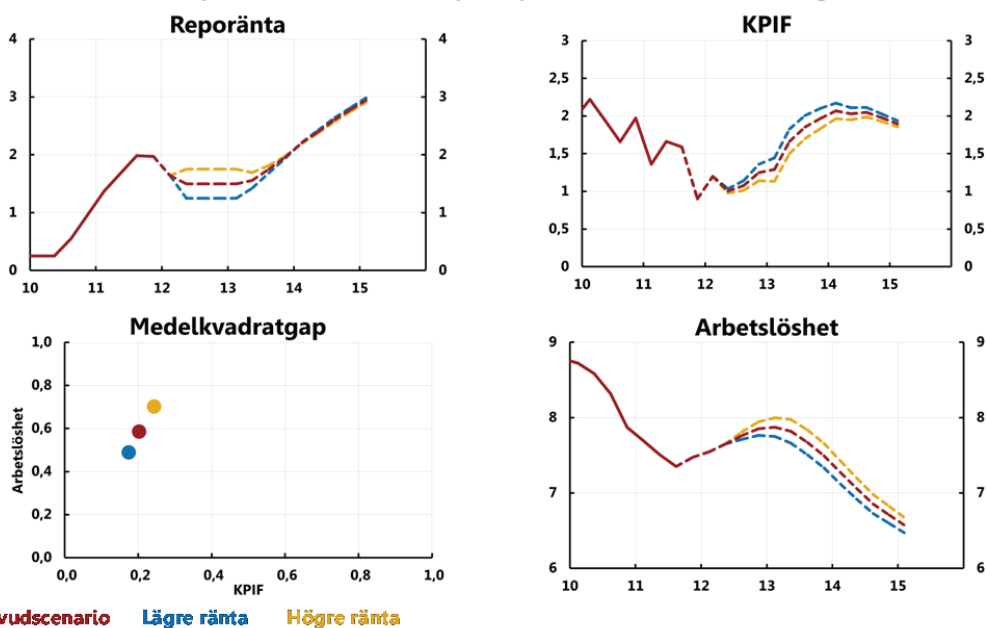
I RPP presenteras diagrammen på ett sätt som försvårar en utvärdering av penningpolitiken. Dels glider presentationen mellan inflationsmått KPI och KPIF, dels glider den mellan olika mått på resursutnyttjandet. Det finns dock starka skäl att konsekvent fokusera på KPIF-inflationen och arbetslösheten. Om man gör det stöder analysen konsekvent Karolina Ekholms och mina

ställningstaganden för en mer expansiv penningpolitik, även om alla antaganden bakom huvudscenariot accepteras.¹

Varför fokusera på KPIF-inflationen? Jo, det är en allmänt vedertagen princip att det på några års sikt är KPIF-inflationen som är relevant. Skälet är att KPI-inflationen på kortare sikt påverkas direkt av Riksbankens egna ränteändringar och att penningpolitiken inte bör reagera på dessa tillfälliga effekter. Om det finns anledning att tro att genomsnittlig KPIF- och KPI-inflation skulle skilja sig på längre sikt, på grund av en trend i boendekostnadskomponenten i KPI, kan detta hanteras genom att penningpolitiken siktar på en genomsnittlig KPIF-inflation som avviker från målet så att genomsnittlig KPI-inflation stämmer med målet.

Diagram 1. Penningpolitiska alternativ, feb 2012

Utländska räntor enligt huvudscenariot. Långsiktigt hållbar arbetslöshet 6,5 procent.



Källor: SCB och Riksbanken

Varför fokusera på arbetslösheten i stället för andra mått på resursutnyttjandet? Jo, regeringspropositionen som föreslog riksbankslagen (Sveriges regering 1997, s. 1) säger att Riksbanken, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, bör stödja den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och ”hög sysselsättning”. ”Hög sysselsättning” betyder förstås ”högsta hållbara sysselsättning”. Att stabilisera sysselsättningen runt en långsiktigt hållbar sysselsättningsbana är samma sak som att stabilisera arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå.² Regeringspropositionen ger alltså stöd för ett fokus på sysselsättningen och därmed på arbetslösheten.

¹ Av protokollen och reservationerna framkommer att flera antaganden bakom huvudscenarierna kan ifrågasättas, t.ex. prognoserna för utländska styrräntor, euroområdet tillväxt och inflationstrycket samt skattningen av den långsiktigt hållbara arbetslösheten. Då stärks argumenten för en mer expansiv penningpolitik.

² Noga räknat ska dock arbetslöshetsgapet korrigeras med arbetskraftsgapet om detta inte är så litet att det kan försummas. Arbetskraftsgapet avser skillnaden mellan faktisk och potentiell arbetskraft.

I ekonomisk politik är det numera välkänt att mål måste mätas kvantitativt för att få tillräcklig vikt och bli uppfyllda i praktiken. ”What is measured gets done”, som det brukar sägas. Därför finns det inflationsmål inom penningpolitiken och inom finanspolitiken en strävan mot mätbara överskottsmål för offentliga finanser. Därför är det viktigt med en mätbar kvantitativ måloppfyllelse inte bara för inflationen utan även för arbetslösheten. Därför bör man fokusera på arbetslösheten i förhållande till en skattad långsiktigt hållbar arbetslöshetsnivå. Jämfört med andra mått på resursutnyttjandet har arbetslösheten dessutom större relevans för välfärden, är bättre känd och förstådd, mäts ofta samt har mindre mätfel än exempelvis BNP och BNP-gapet.

Av detta följer att en naturlig princip för hur penningpolitiken bör bedrivas blir att välja den räntebana som under prognosperioden bäst stabiliserar KPIF-inflationen runt målet på 2 procent och arbetslösheten runt en skattad långsiktigt hållbar nivå. Penningpolitiken bör då också utvärderas utifrån i vilken utsträckning den följer denna princip. Fyrfältsdiagrammen möjliggör en sådan utvärdering.

Sedan hösten 2012 har det stått tämligen klart att penningpolitiken i betydande utsträckning bedrivits i syfte att begränsa hushållens skuldsättning, vilket har varit ett skäl till att den inte blivit mer expansiv trots låg inflation och hög arbetslöshet. Ett motargument mot fyrfältsdiagrammen är att de inte tar hänsyn till effekter på hushållens skuldkvot (skuld i förhållande till disponibel inkomst). I RPP (s. 34) står det: ”Det finns idag inget enkelt sätt att inom ramen för metoden [med fyrfältsdiagrammen] beakta den här typen av överväganden [beträffande skuldsättningen].” Detta påstående är dock missvisande, eftersom det är fullt möjligt att lägga till diagram med skuldkvotsprognoser för alternativa räntebanor.

Problem med att inrikta penningpolitiken mot att försöka påverka hushållens skuldsättning, inklusive styrräntans effekt på skuldkvoten, diskuteras inte

Det finns flera problem med att inrikta penningpolitiken mot att försöka påverka hushållens skuldsättning, men egentligen ingen diskussion av dessa i RPP. För det första kan man ifrågasätta om det är lämpligt att införa vad som i praktiken är ett nytt mål för penningpolitiken utan att först utreda om det är förenligt med riksbankslagen och dess förarbeten. För det andra bör man klarlägga om penningpolitiken överhuvudtaget kan påverka uppfyllelsen av ett sådant nytt mål. En omfattande forskning och flera utredningar, inklusive Riksbankens egen utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden, har kommit till samma slutsats.³ Denna slutsats är att penningpolitiken normalt har mycket liten effekt på hushållens skuldkvot på några års sikt och, med låg och stabil inflation, ingen effekt på lång sikt.⁴ Ett typiskt resultat (omnämnt i protokollet från penningpolitiska mötet i december 2012, s. 5) är att en styrränta som höjs med 1 procentenhet i ett steg, hålls på denna högre nivå under 4 kvartal och sedan gradvis återgår till sin ursprungliga nivå ger hushållen en skuldkvot som är ungefär 1 procent lägre på ett par års sikt än vad den annars skulle bli. Det vill säga: en skuldkvot på 175 procent av disponibel inkomst skulle minska med knappt 2 procentenheter till drygt 173 procent. Detta skulle inte märkbart påverka eventuella risker med hushållens skuldsättning. På lång sikt har styrräntan ingen effekt på skuldkvoten och således rimligen ingen effekt på eventuella

³ Se till exempel Englund (2011), Walentin och Sellin (2010), Iacoviello och Neri (2010), Assenmacher-Wesche och Gerlach (2010), Claussen, Jonsson och Lagerwall (2011), Bean, Paustian, Penalver och Taylor (2010) samt Kuttner (2012).

⁴ Tillägget ”med låg och stabil inflation” motiveras av att värdet av ränteavdragen och därmed den reala bolåneräntan efter skatt beror på inflationen, och den reala bolåneräntan efter skatt påverkar bostadspriserna och skuldsättningen. Vid låg och stabil inflation har penningpolitiken ingen långsiktig effekt på den reala bolåneräntan efter skatt och därmed inte heller på bostadspriser och skuldkvot.

risker med hushållens skuldsättning. En redogörelse för och diskussion av detta saknas i RPP. Detta är en stor brist och försvårar en utvärdering av penningpolitiken.

Det förekommer hänvisningar till att skuldsättningen spelar roll i ett längre perspektiv (RPP s. 34): ”[F]lera direktionsledamöter [menade] att risker förknippade med hushållens skuldsättning behövde beaktas i bedömningen av hur expansiv penningpolitiken skulle bli under 2012. Enligt deras bedömning skulle detta kunna innebära en bättre måluppfyllelse sett i ett längre perspektiv.” Men som nämnts har styrräntan av allt att döma ingen effekt på skuldkvoten på lång sikt. Bostadspriser och belåning i förhållande till disponibel inkomst bestäms nämligen av faktorer, främst den reala bolåneräntan efter skatt, som penningpolitiken vid låg och stabil inflation inte kan påverka på lång sikt. Detta klargörs dock inte i RPP, vilket leder till att redogörelsen blir missvisande.

De olika alternativa räntebanor som jämförs i fyrfältsdiagrammen har således av allt att döma en obetydlig effekt på skuldkvoten och eventuella risker förenade med denna. Det är således svårt att se något problem med att bortse från dessa effekter vid användningen av fyrfältsdiagrammen för penningpolitiska beslut och för utvärdering av penningpolitiken.

En alternativ penningpolitik från juni 2010 med oförändrad låg styrränta hade hållit KPIF-inflationen nära målet, lett till betydligt lägre arbetslöshet samt medfört obetydligt högre skuldkvot på kort sikt och inte påverkat skuldkvoten på lång sikt

Ett annat sätt att närma sig frågan om hur väl avvägd penningpolitiken har varit i ljuset av hur ekonomin har utvecklats är att analysera vilken penningpolitik som hade behövts för att få en god måluppfyllelse. En sådan s.k. kontrafaktisk analys är fullt möjlig, även om resultaten måste tolkas med viss försiktighet.

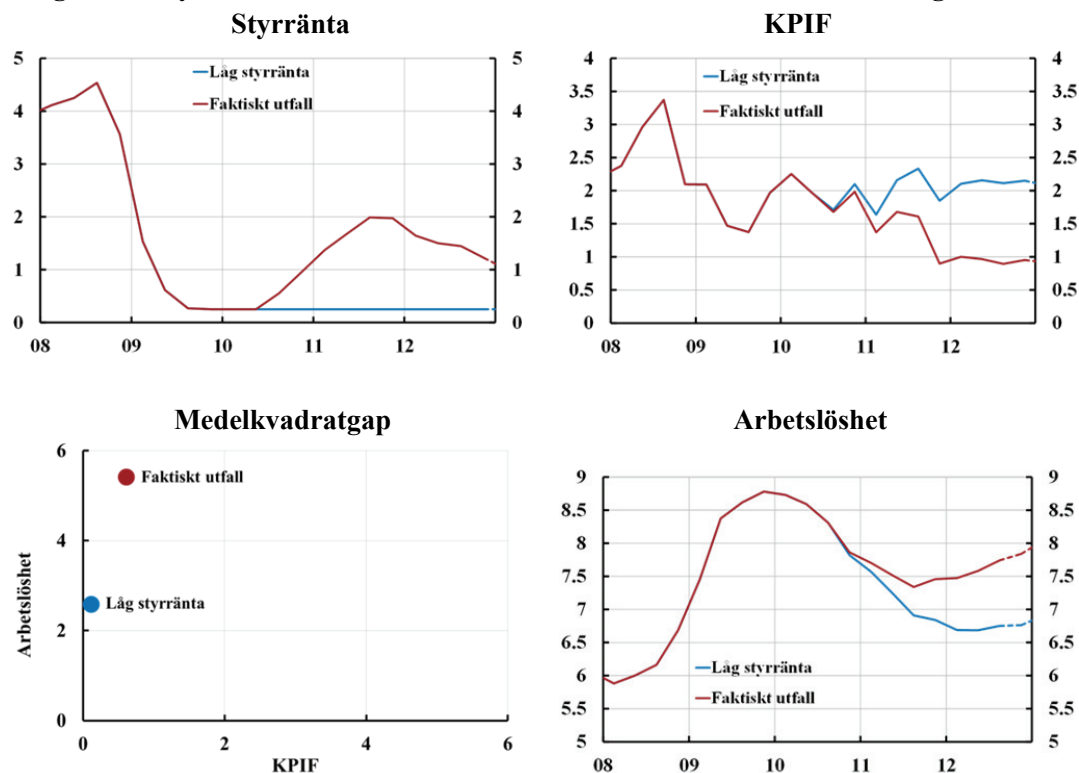
Från och med det penningpolitiska mötet i juni 2010 höjde majoriteten i direktionen stadigt styrräntan vid varje penningpolitiskt möte, från 0,25 procent i juni 2010 till 2 procent i juli 2011, en höjning med 1,75 procentenheter. I Svensson (2011) visas att dessa höjningar inleddes trots att i juni 2010 KPIF-prognosen låg under målet och arbetslöshetsprognosen låg långt över en rimlig långsiktigt hållbar nivå (se diagram 1 och 2 i protokollet från februari 2013 eller figur 1 och 2 i Svensson 2011). Från december 2011 har sedan majoriteten i direktionen sänkt räntan till 1 procent i december 2012, en sänkning med 1 procentenhet. I genomsnitt har styrräntan blivit ungefär 1,5 procenthet högre än om den legat kvar på 0,25 procent fram till nu.

Man kan ställa sig frågan hur det hade blivit om styrräntan istället hade legat kvar på 0,25 procent fram till nu. Det är något som kan undersökas med den standardmetod som används för att beräkna effekten av alternativa räntebanor i fyrfältsdiagrammen.⁵ Jag redovisade resultatet av en egen sådan preliminär beräkning i protokollet från februari 2013 i siffror. Diagrammet bakom siffrorna visas här, diagram 2. Min beräkning ger vid handen att KPIF-inflationen hade legat kvar tämligen stabilt runt 2 procent i stället för att falla till 1 procent och lägre. Måluppfyllelsen för KPIF-inflationen hade då blivit så perfekt som den kan bli. Samtidigt hade arbetslösheten fallit och nu legat ungefär 1,2 procentenheter lägre, på en nivå

⁵ Metoden beräknar med Riksbankens makroekonomiska modell Ramses resultatet för inflation och arbetslöshet av de förväntade eller oförväntade chocker till centralbankens reaktionsfunktion som resulterar i en viss given alternativ räntebana. Den bygger på Leeper och Zha (2003) och Laséen och Svensson (2011) och diskuteras i allmänna termer i Svensson (2010). För diagram 2 används oförväntade chocker. Se Laséen och Svensson (2011, appendix 4) för detaljer då oförväntade chocker används.

mellan 6,5 och 7 procent. Runt 60 000 färre personer hade varit arbetslösa.⁶ Måluppfyllelsen för arbetslösheten hade varit mycket bättre än i nuläget, oavsett om man jämför med 5,5 eller 6,25 procent långsiktigt hållbar arbetslöshet. Dessa beräkningar är förstås osäkra, men de ger en tydlig indikation om vilken storleksordning man talar om, och om hur mycket bättre läget nu hade varit om inte styrräntan hade börjat höjas sommaren 2010.

Diagram 2. Styrränta, KPIF-inflation och arbetslöshet, faktiskt utfall och låg räntebana från 2010



Medelkvadratgap beräknade med 5,5 procent långsiktigt hållbar arbetslöshet

Källa: SCB och egna beräkningar

Slutsatsen från analysen är att den faktiska penningpolitiken har lett till betydligt lägre inflation än målet och betydligt högre arbetslöshet jämfört med en politik som hållit räntan oförändrad på 0,25 procent. Om man vill väga dessa nackdelar mot eventuella fördelar i form av minskad skuldkvot bland hushållen så kan man utgå ifrån ovanstående diskussion av styrräntans effekter på skuldkvoten. En styrränta som höjs med 1,5 procentenheter i ett steg, hålls på denna högre nivå under ett år och sedan gradvis återgår till sin ursprungliga nivå väntas då leda till en skuldkvot för hushållen som är ungefär 1,5 procent lägre på ett par års sikt än annars. Det vill säga en skuldkvot på 175 procent av disponibel inkomst skulle minska till drygt 172 procent. Detta är en mycket liten minskning av skuldkvoten och skulle inte märkbart kunna minska eventuella risker med hushållens skuldsättning. Och på lång sikt skulle den lilla effekten på skuldkvoten försvinna. Det viktiga här är inte de exakta siffrorna utan storleksordningen, att effekterna på skuldkvoten är mycket små och snarast obetydliga medan effekterna på inflation och arbetslöshet är betydande. Detta

⁶ Denna siffra är således förenlig med en annorlunda mer översiktlig beräkning i Svensson (2013) som slutar på ungefär 65 000 färre arbetslösa.

hade varit viktig information att ge i en rapport som ska tjäna som underlag för en utvärdering av den förda penningpolitiken.

Referenser

Assenmacher-Wesche, Katrin, och Stefan Gerlach (2010), "Credit and Bubbles", *Economic Policy*, vol. 25, s. 437-482.

Bean, Charles, Matthias Paustian, Aadrian Penalver and Tim Taylor (2010), "Monetary Policy after the Fall", Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Conference at Jackson Hole. www.kansascityfed.org.

Claussen, Carl Andreas, Magnus Jonsson och Björn Lagerwall (2011), "En makroekonomisk analys av bostadspriserna i Sverige", Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden. www.riksbank.se.

Englund, Peter (2011), "Svenska huspriser i ett internationellt perspektiv", Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden. www.riksbank.se.

Iacoviello, Matteo, och Stefano Neri (2010), "Housing market spillovers: Evidence from an estimated DSGE model", *American Economic Journal* 2(2), s. 125-64.

Kuttner, Kenneth N. (2012), "Low Interest Rates and Housing Bubbles: Still No Smoking Gun", Williams College, Department of Economics Working Paper, 2012-01.

Laséen, Stefan, och Lars E.O. Svensson (2011), "Anticipated Alternative Instrument-Rate Paths in Policy Simulations", *International Journal of Central Banking* 7(3), s. 1-35.

Leeper, Eric M., och Tao Zha (2003), "Modest Policy Interventions", *Journal of Monetary Economics* 50, s. 1673-1700.

Svensson, Lars E.O. (2010), "Varför lägre reporänta?", tal vid Umeå universitet, 24 februari 2010. www.larseosvensson.net.

Svensson, Lars E.O. (2011), "Practical Monetary Policy: Examples from Sweden and the United States", *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2011, s. 289-332. www.larseosvensson.net

Svensson, Lars E.O. (2013), "Penningpolitiken och sysselsättningen: Penningpolitiken är alltför stram", tal vid LO, Stockholm, 16 januari 2013. www.larseosvensson.net.

Sveriges regering (1997), Riksbankens ställning, proposition 1997/98:40. www.regeringen.se.

Sveriges Riksbank (2013), Redogörelse för penningpolitiken 2012. www.riksbank.se.

Walentin, Karl, och Peter Sellin (2010), "Housing collateral and the monetary transmission mechanism", Sveriges Riksbank Working Paper No. 239. www.riksbank.se.