

De senaste årens penningpolitik – ”leaning against the wind”

LARS E O SVENSSON

är affilierad professor vid Stockholms universitet och gästprofessor vid Handelshögskolan i Stockholm. Han var vice riksbankschef 2007–13 och professor vid Princetonuniversitetet 2001–09.
Lars.Svensson@ies.su.se

Riksbankens mandat innebär att den ska stabilisera KPI-inflationen runt inflationsmålet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå. Sedan 1995 har genomsnittlig KPI-inflation systematiskt underskridit inflationsmålet och orsakat betydligt högre arbetslöshet än om Riksbanken hade uppfyllt inflationsmålet. Den kraftiga penningpolitiska åtstramningen från sommaren 2010 har de senaste åren medfört mycket för låg inflation och mycket för hög arbetslöshet, liksom betydligt högre reala skulder. Enligt Riksbankens egna skattningar är kostnaden mätt i arbetslöshet för Riksbankens ”leaning against the wind” minst 10 och snarast minst 50 gånger förväntad intäkt. Finansinspektionen bör vara den myndighet som bedömer om penningpolitiken hotar den finansiella stabiliteten.

Under de senaste åren har Riksbankens penningpolitik präglats av *leaning against the wind*, en stramare penningpolitik än vad som är motiverat av att stabilisera inflationen vid målet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå. I denna artikel ska jag först ta upp Riksbankens mandat för penningpolitiken, måluppfyllelsen för penningpolitiken i Sverige och utomlands, samt något om långsiktiga effekter på arbetslösheten av penningpolitiken. Sedan ska jag ta upp den kraftiga penningpolitiska åtstramning som började sommaren 2010, dess konsekvenser för inflation och arbetslöshet, effekterna på hushållens skulder och penningpolitikens effekt på eventuella risker med skuldsättningen. Jag ska även ta upp de empiriska skattningar av Riksbanken som gör det möjligt att beräkna kostnader och intäkter av Riksbankens *leaning against the wind*. Jag ska också behandla en mycket aktuell fråga, nämligen hur penningpolitiken och makrotillsynen bör koordineras. Detta mot bakgrund av att Finansinspektionen fått huvudansvaret för den finansiella stabiliteten och kontroll över de instrument som finns för att upprätthålla den finansiella stabiliteten. Slutningen ska jag summera några slutsatser.

1. Riksbankens mandat

I riksbankslagen 2 § står det (min kursivering):

Målet för Riksbankens verksamhet skall vara att *upprätthålla ett fast penningvärde*. Riksbankens skall också främja ett säkert och effektivt betalningsväsen.

Riksbanken har preciserat att med ett fast penningvärde menas ett infla-

Denna artikel bygger på det anförande jag höll i samband med Nationalekonomiska Föreningens förhandlingar 2013-11-26.

tionsmål på 2 procent för den årliga ökningen av konsumentprisindex, KPI.

I Sverige spelar förarbetena till våra lagar roll. Förarbetena förklarar hur lagen ska tolkas och tillämpas. I förarbetet till riksbankslagen, Regeringens proposition (1997/98:40, s 1), står det (min kursivering):

Såsom myndighet under riksdagen ska Riksbanken därutöver, *utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet*, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och *hög sysselsättning*.

Riksbanken har konkretiserat hur den tolkar denna skrivning i regeringspropositionen. I inledningen till varje penningpolitisk rapport står det, med hänvisning till ovanstående text i propositionen (min kursivering):

Detta görs genom att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt *långsiktigt hållbara* utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas en *flexibel inflationsmålspolitik*. Det innebär inte att Riksbanken gör avkall på att *inflationsmålet är överordnat*. (Sveriges Riksbank 2014b)

”Hög sysselsättning” – det är förstås fråga om högsta *hållbara* sysselsättning – innebär lägsta hållbara arbetslöshet under förutsättning att arbetskraftsdeltagandet kan betraktas som någorlunda oberoende av penningpolitiken. Sammantaget medför detta att mandatet för Riksbanken innebär att den ska stabilisera inflationen runt inflationsmålet och arbetslösheten runt den lägsta långsiktigt hållbara nivån. Under normala omständigheter bör då över tiden inflationen fluktuera runt 2 procent och arbetslösheten fluktuera runt en långsiktigt hållbar nivå.

Det är viktigt att komma ihåg att det är en avgörande skillnad mellan inflationsmålet och den långsiktigt hållbara nivån för arbetslösheten. Med penningpolitik kan man i genomsnitt uppnå vilken önskad inflationstakt som helst, så man kan alltid uppnå varje vald nivå på inflationsmålet (inom rimliga gränser). Men den långsiktigt hållbara nivån för arbetslösheten bestäms inte av penningpolitiken utan av reala faktorer som arbetsmarknadens och lönebildningens funktionssätt. Den långsiktigt hållbara nivån på arbetslösheten kan variera över tiden i takt med ändrade förhållanden och den måste skattas med olika metoder under betydande osäkerhet.

Låt mig nu jämföra med mandatet för Federal Reserve System, det amerikanska centralbankssystemet, som i dagligt tal kallas Fed. I Federal Reserve Act står det att Fed ska ”effektivt främja målen maximal sysselsättning och stabila priser” (min översättning). Med ”maximal sysselsättning” menas förstås högsta hållbara sysselsättning. I det viktiga dokumentet ”Uttalande om långsiktiga mål och penningpolitiska strategi” (Federal Reserve 2014), som antogs första gången i januari 2012 och sedan på nytt i januari varje år, läggs det fast att ”stabila priser” ska tolkas som ett inflationsmål på 2 procent. Man betonar också att den maximala sysselsättningen är bestämd av icke-monetära faktorer som påverkar arbetsmarknadens funktionssätt.

Den kan förändras över tiden och måste skattas. Vidare säger Fed att man för närvarande anser att den långsiktiga ”normala” arbetslösheten ligger mellan 5,2 och 5,8 procent, alltså ett intervall med en mittpunkt på 5,5 procent. Slutligen säger man att man ska ha ett ”balanserat” tillvägagångssätt när det gäller att begränsa avvikelser för inflation, sysselsättning och arbetslöshet från mål respektive långsiktigt hållbara nivåer.

Min tolkning av allt detta är att Fed och Riksbanken i praktiken har samma mandat. Det gäller att stabilisera inflationen runt målet och arbetslösheten runt en skattad långsiktigt hållbar nivå. Feds balanserade tillvägagångssätt måste rimligtvis tolkas som att Fed lägger ungefär lika stor vikt vid att stabilisera inflationen som att stabilisera arbetslösheten. Riksbanken är inte lika explicit. Enligt min mening har Fed med sitt strategidokument nu faktiskt blivit mer transparent och mer explicit om sina mål än någon annan centralbank med inflationsmål.

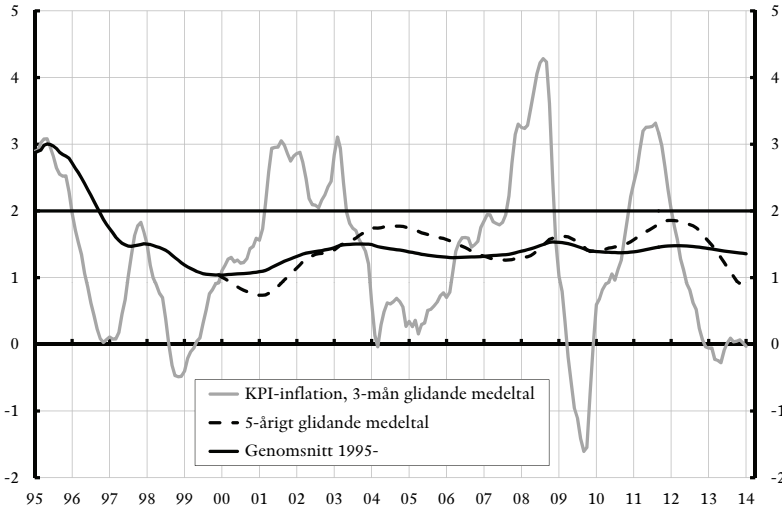
2. Vad betyder ”utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet” och ”inflationensmålet är överordnat”?

I diskussionen ovan av Riksbankens mandat har vi stött på två uttryck. ”Utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet” står det i propositionen. I Riksbankens inledning till varje penningpolitisk rapport står det: ”Inflationensmålet är överordnat”. Med detta menas förstås samma sak. Men exakt vad betyder det? Har det någon praktisk betydelse? Ja, det har stor praktisk betydelse, vill jag hävda.

Först och främst måste man påminna sig att det inte är praktiskt möjligt att hålla inflationen exakt på 2 procent. Det råder viss osäkerhet om hur mycket och hur snabbt inflationen reagerar på penningpolitiska åtgärder. Det kan ta 1–2 år innan inflationen påverkas och under denna fördröjning inträffar normalt oförutsedda störningar som påverkar inflationen. Riksbankens kontroll över inflationen är således ofullständig och det är omöjligt för varje centralbank att hålla inflationen exakt på målet. ”Utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet” kan alltså inte betyda att inflationen måste ligga på exakt 2 procent hela tiden.

Men vad det kan och bör betyda, anser jag, är att ett *genomsnitt* av inflationen *under en längre period* ska ligga på nära 2 procent. Då kan man förstås undra: Hur lång period? Ja, kanske fem, sju, tio eller femton år.

Om ”utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet” ska betyda något och inte vara tomma ord, så måste det finnas ett kriterium för när Riksbanken åsidosätter eller uppfyller prisstabilitetsmålet, dvs inflationensmålet. Jag vill hävda att ett genomsnitt på inflationen är vad man rimligtvis bör använda. Så för att man ska säga att inflationensmålet inte har åsidosatts måste genomsnittet ligga nära 2 procent. Men hur stora avvikelser kan man acceptera utan att inflationensmålet har åsidosatts? Här kan man jämföra med andra länder för att se hur andra centralbanker lyckats. Detta ger en indikation på vad som är möjligt.



Figur 1
Riksbanken: Genomsnittlig inflation betydligt under målet. Procent

Källa: SCB.

3. Har Riksbanken uppfyllt eller åsidosatt inflationsmålet?

Figur 1 visar hur man kan gå tillväga. Den grå kurvan visar KPI-inflationen, den årliga ökningen i KPI, sedan 1995. Inflationen har varierat en hel del. Den svarta heldragna kurvan visar genomsnittet av inflationen från 1995, när inflationsmålet började gälla, för varje månad fram till nu. Den svarta streckade kurvan visar 5-åriga glidande medelvärden.

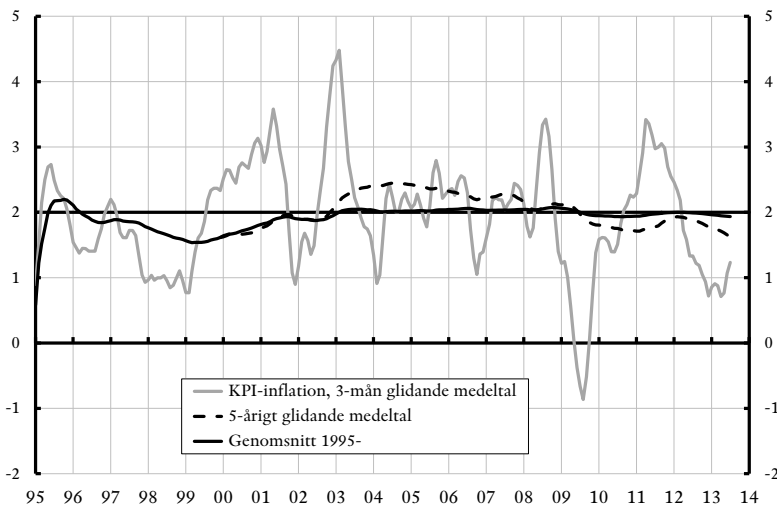
Vi ser att genomsnittet för inflationen fram till nu ligger en bra bit under 2 procent. Det tycks faktiskt ha stabiliserat sig runt 1,4. Det ser precis ut som om Riksbanken i praktiken har haft ett inflationsmål på 1,4 procent. Även om inflationen ibland har legat över 2 procent, så ligger femårsgenomsnittet hela tiden en bit under 2. Det senaste femårsgenomsnittet (januari 2014) ligger på 0,9 procent.

Min tolkning av denna figur är att avvikelserna från målet är så stora och så systematiska att de indikerar att Riksbanken har åsidosatt inflationsmålet. Men för att göra en säkrare bedömning av detta bör man se på hur andra centralbanker med inflationsmål lika länge som Riksbanken har lyckats. Då kan man jämföra Riksbankens utfall med vad som varit möjligt.

Kanadas centralbank, Bank of Canada, fick ett inflationsmål några år tidigare än Riksbanken. Hur har den klarat sig? Inflationsmålet är 2 procent. Figur 2 visar på utomordentligt god måluppfyllelse. Genomsnittet från 1995 ligger nästan exakt på 2 procent. För Bank of Canada var det tydligen fullt möjligt med så god måluppfyllelse.

Tabell 1 visar fler jämförelser (Svensson 2013b). Vi ser att Reserve Bank of Australia och Bank of England haft betydligt bättre måluppfyllelse än Riksbanken. För Bank of England kompliceras jämförelsen av att man bytte

Figur 2
Bank of Canada:
Genomsnittlig
inflation på målet.
Procent



Källa: Datastream.

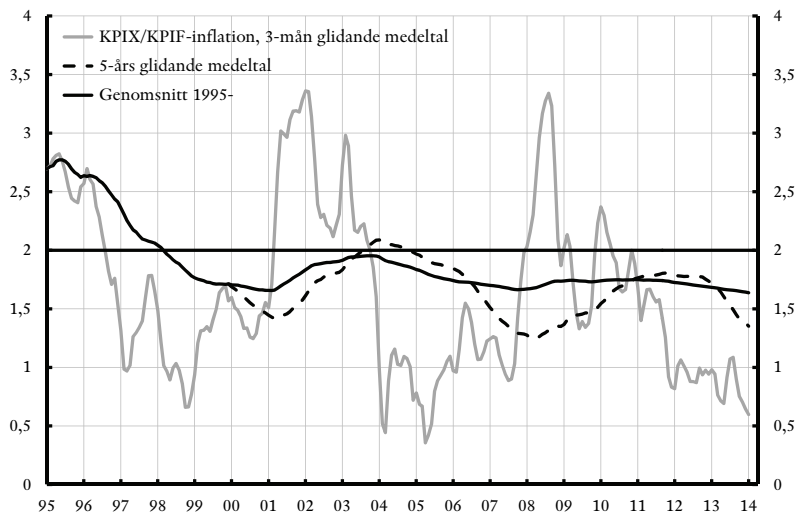
Tabell 1
Riksbanken avvi-
ker – inflationsmål,
genomsnittlig
inflation och genom-
snittlig avvikelse från
målet för Australien,
Kanada, Sverige och
Storbritannien

Land	Mål	Index	Period	Genom- snitt	Genomsnitt- lig målav- vikelse
Australien	2–3	KPI	1997–2011	2,7	0,2
Kanada	2	KPI	1997–2011	2,0	0,0
Sverige	2	KPI	1997–2011	1,4	–0,6
Sverige	2	KPI	1997–2007	1,3	–0,7
Storbritannien	2,5 (1992–2003)	RPIX	1997–2003	2,4	–0,1
	2 (2004–)	KPI	2004–2007	2,0	0,0
	2 (2004–)	KPI	2008–2011	3,4	1,4

Källa: Svensson (2013b).

målindex efter 2003 från RPIX till det som i Storbritannien kallas KPI och som är detsamma som HIKP, det harmoniserade indexet för konsumentpriser, för EU. Fram till 2007 har man mycket god måluppfyllelse. Från 2008 och framåt har inflationen varit högre än målet. Men under krisen har arbetslösheten blivit hög. Då är det optimalt med expansiv penningpolitik och att låta inflationen bli hög, för att stabilisera arbetslösheten. Därför kan man knappast kritisera Bank of England för den höga inflationen från 2008 och framåt.

Centralbankerna i Australien, Storbritannien och Kanada har alltså uppnått betydligt bättre måluppfyllelse än Riksbanken i Sverige. Det tyder på att det hade varit fullt möjligt för Riksbanken att uppnå mycket bättre måluppfyllelse. Det är svårt att inte dra slutsatsen att Riksbanken har åsidosatt inflationsmålet.



Figur 3
Genomsnittlig KPIX/
KPIF-inflation också
under målet. Procent

Källa: Riksbanken och SCB.

Riksbanken brukar försvara sig mot påpekanden om den stora och systematiska avvikelserna från målet genom att hänvisa till att måluppfyllelsen är bättre för ett annat index än KPI, nämligen KPIF, KPI beräknad med oförändrad ränta. Detta trots att den fördjupning i den penningpolitiska rapporten som introducerade KPIF säger (min kursivering):

Inflationsmålet är precis som tidigare definierat i termer av KPI. ... Samtidigt använder Riksbanken ett stort antal mått på underliggande inflation för att tydliggöra inflationens drivkrafter, inte minst för att illustrera de direkta effekterna av räntebesluten. Men fokus ligger på målvariabeln, KPI. KPIX kommer att fasas ut och de direkta effekter av penningpolitiken på inflationen som går via räntesatsindex kommer att illustreras med hjälp av skillnaden mellan KPI och KPIF. (Sveriges riksbank 2008, s 54)

Om inflationsmålet ”precis som tidigare [är] definierat i termer av KPI” och ”[f]okus ligger på målvariabeln, KPI”, så verkar det inte så konsekvent att, vid behov, byta index och i stället diskutera måluppfyllelsen i termer av KPIF och t ex hävda att avvikelserna från målet är mycket mindre än 0,6 procentenheter.

KPIF skapades 2008 och skiljer sig från KPI genom att boendekostnaderna beräknas med oförändrad bolåneränta. Det betyder att KPIF missar den långsiktiga globala trenden i realräntan i världsekonomin och därmed de reala bolåneräntorna i Sverige som vi haft sedan 1990-talet, en trend som beror av fundamentala reala faktorer. Ibland framställs det som om skillnaden mellan KPI och KPIF beror på Riksbankens egna räntesänkningar, men det är missvisande. Penningpolitiken kan inte göra något åt en global trend i räntorna utan måste följa med trenden. Styrrentan kan

bara tillfälligt avvika över eller under en sådan trend. Inflationen mätt med KPIF får då således en ”bias”, en systematisk avvikelse, från inflationen mätt med målindexet KPI, som är så stor som 0,4 procentenheter sedan 1995. KPIF-inflationen blir därför missvisande som mått på målavvikelsen. Före 2008 använde Riksbanken vid sidan av KPI ett index för underliggande inflation, KPIX, som bortser från boendekostnaderna och också får en bias gentemot KPI.

Figur 3 visar inflationen mätt med KPIX fram till början av 2008 och med KPIF därefter. Även om avvikelsen från målet i genomsnitt är mindre än när inflationen mäts med KPI, ger figuren ändå ett tydligt intryck av en systematisk och växande avvikelse från inflationsmålet även för detta mått på inflationen. Genomsnittlig KPIX/KPIF-inflation från 1995–januari 2014 är 1,6 procent. Femårsgenomsnittet fram till januari 2014 är 1,4 procent.

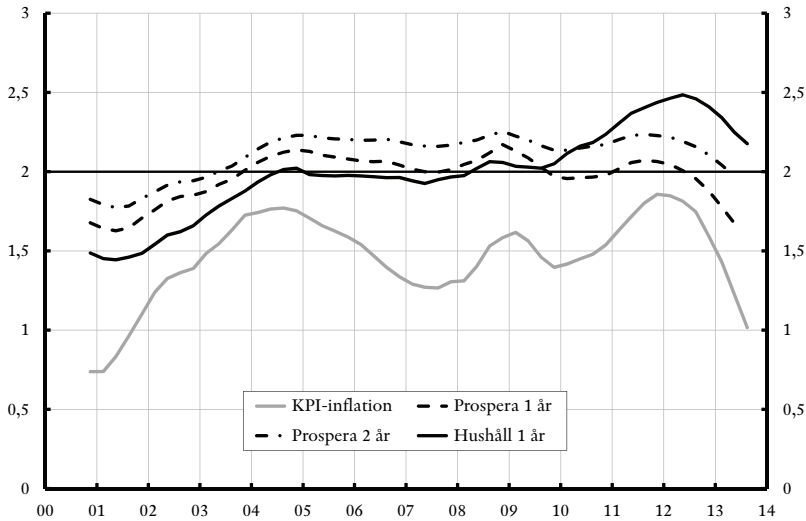
4. Inflationsförväntningar på eller över målet, trots inflation under målet

Det är onekligen mycket märkligt att inflationen systematiskt har legat så pass mycket under målet sedan 1995. Men det finns något som är ännu mer märkligt. Under denna period har inflationsförväntningarna legat mycket nära 2 procent. Folk tycks inte ha insett att den faktiska inflationen har legat bra mycket lägre. Figur 4 visar 5-åriga glidande medelvärden av inflationen och inflationsförväntningarna. Den grå kurvan avser KPI-inflationen, samma som den streckade svarta kurvan i figur 1. Den svarta heldragna kurvan avser hushållens inflationsförväntningar ett år framåt enligt Konjunkturinstitutets enkät. De svarta streckade och streck-prickade kurvorna avser inflationsförväntningarna 1 och 2 år framåt enligt Prosperas enkät.

Vi ser att inflationsförväntningarna är väl koncentrerade vid eller strax över 2 procent, trots att den faktiska inflationen ligger bra mycket lägre. Vi har alltså ett systematiskt gap mellan förväntningarna och utfallet. Det verkar klart att dessa aktörer inte har rationella förväntningar. De tycks lita på att Riksbanken ska hålla inflationsmålet, trots att inflationen blivit systematiskt betydligt lägre.

Att inflationen systematiskt blivit lägre än inflationsförväntningarna får reala konsekvenser. Vi vet att penningpolitiken inte får några långsiktiga reala effekter, om inflationsförväntningarna anpassas till den faktiska inflationen. Men, om inflationsförväntningarna ligger nära målet men faktisk inflation systematiskt ligger under målet, får penningpolitiken reala konsekvenser.

Dessa reala konsekvenser är av två slag. För det första blir arbetslösheten högre och sysselsättningen lägre. För det andra blir reala skulder, bostädernas belåningsgrad och skulder i förhållande till BNP och disponibel inkomst högre, medan hushållens nettoförmögenhet och soliditet blir lägre. Låt mig först diskutera effekterna på arbetslösheten och senare på skulderna.



Figur 4
Inflationförväntningarna på eller över målet, trots inflation under målet. Procent

Källa: Konjunkturinstitutet och TNS Sifo Prospera.

5. Högre genomsnittlig arbetslöshet

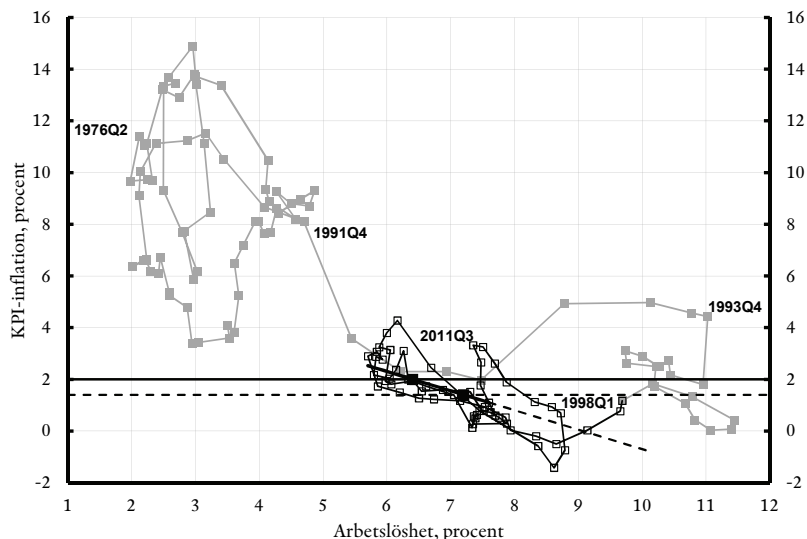
Figur 5 (från Svensson 2013b) visar inflationen längs den vertikala axeln och arbetslösheten längs den horisontella, från 1970-talet och framåt. Vi ser att när det gäller utfallen under 1970- och 1980-talet, som visas i grått, verkar det som att Friedman, Phelps och Lucas hade rätt; den långsiktiga Phillipskurvan, som visar det långsiktiga sambandet mellan inflation och arbetslöshet, verkar vara vertikal. Det verkar således inte finnas något samband mellan genomsnittlig inflation och genomsnittlig arbetslöshet.

Från 1997–98, när inflationsmålet har fått trovärdighet och inflationsförväntningarna har stabiliserats runt 2 procent, ser det annorlunda ut. När inflationsförväntningarna ligger fast runt målet på 2 procent trots att faktisk inflation avviker från målet bör vi få en nedåtlutande långsiktig Phillipskurva. Det är precis vad vi ser för observationerna från 1997–98 och framåt, som visas i svart färg.

Jag har skattat lutningen på den långsiktiga Phillipskurvan till 0,75 (Svensson 2013b). Inflationen borde ha legat på 2 procent och då skulle genomsnittlig arbetslöshet ha blivit ungefär 6,4 procent sedan 1997. Men nu har inflationen legat på i genomsnitt 1,4 procent, i genomsnitt 0,6 procentenheter lägre än målet, medan inflationsförväntningar ändå har legat nära målet. Det betyder att arbetslösheten i genomsnitt har blivit $0,6/0,75 = 0,8$ procentenheter högre från 1997 fram till 2012.

Den genomsnittliga arbetskraften är ungefär 4,7 miljoner under den här perioden; 0,8 procent av det blir ungefär 38 000 arbetslösa. Ungefär 38 000 personer i genomsnitt har alltså enligt denna analys varit arbetslösa under de här 16 åren för att inflationen har varit för låg. Det är en mycket stor social kostnad för att inte hålla inflationen på målet.

Figur 5
I genomsnitt 0,8
procentenheter högre
arbetslöshet sedan
1998



ekonomiskdebatt

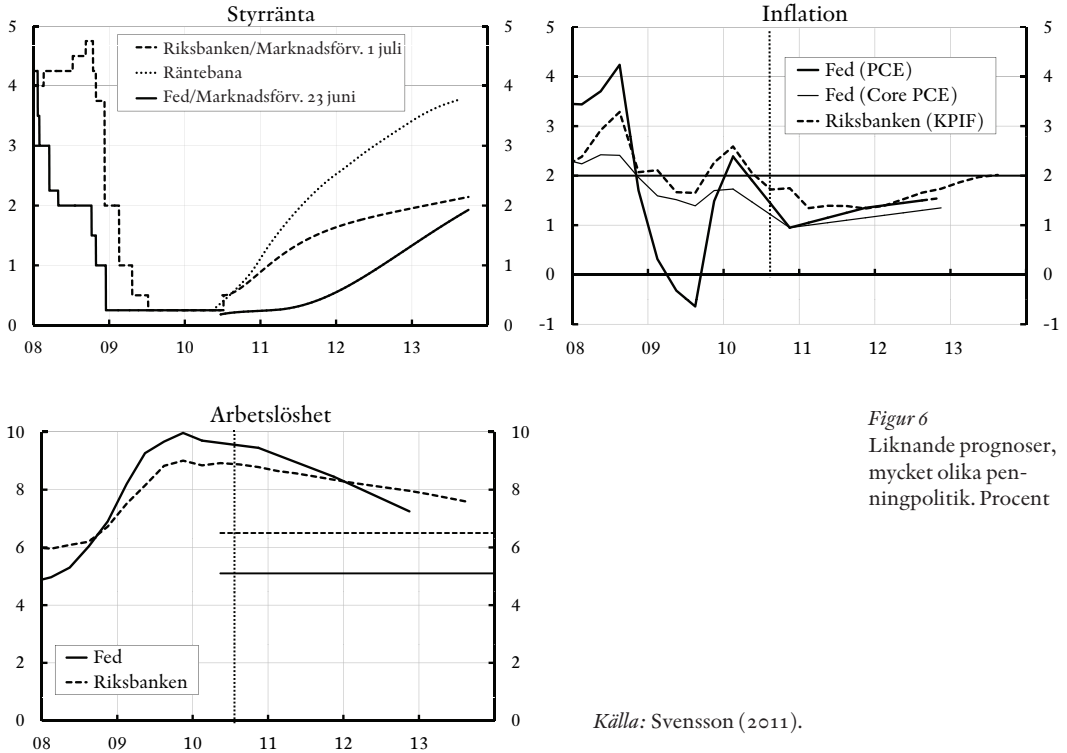
Källa: Svensson (2013b).

Det har ibland diskuterats vilken precision denna siffra på 38 000 har. I Svensson (2013b) utreds att skattningen 0,8 procentenheter ökning i arbetslösheten har ett 95-procentigt konfidensintervall mellan 0,55 och 1,5 procentenheter. Det betyder att skattningen 38 000 har ett motsvarande konfidensintervall på mellan 26 000 och 70 000 arbetslösa.

6. Den penningpolitiska åtstramningen sommaren 2010

Sommaren 2010 började majoriteten i direktionen höja styrräntan i snabb takt. Jag anser att denna åtstramning av penningpolitiken var ett stort misstag, som har fått stora negativa konsekvenser. Som många känner till röstade min kollega i direktionen Karolina Ekholm och jag mot räntehöjningar.

Figur 6 jämför situationen för Fed och Riksbanken i juni/juli 2010; hel-dragna kurvor för Fed och streckade för Riksbanken (Svensson 2011). Det övre vänstra fältet visar Feds och Riksbankens styrräntor. Båda centralbankerna hade en styrränta på 0,25 procent i juni 2010. Det övre högra fältet visar Feds och Riksbankens inflationsprognoser, samt Feds implicita och Riksbankens explicita inflationsmål på 2 procent. Vi ser att Feds och Riksbankens inflationsprognoser var ganska lika och båda låg lågt i förhållande till målet. Det nedre högra fältet visar Feds och Riksbankens arbetslöshetsprognoser, samt Feds och Riksbankens skattning vid detta tillfälle av den långsiktigt hållbara arbetslösheten för USA respektive Sverige, drygt 5 procent för USA och 6,5 procent för Sverige. Vi ser att arbetslöshetsprognoserna för båda länderna ligger långt över den skattade långsiktigt



Figur 6
Liknande prognoser,
mycket olika pen-
ningpolitik. Procent

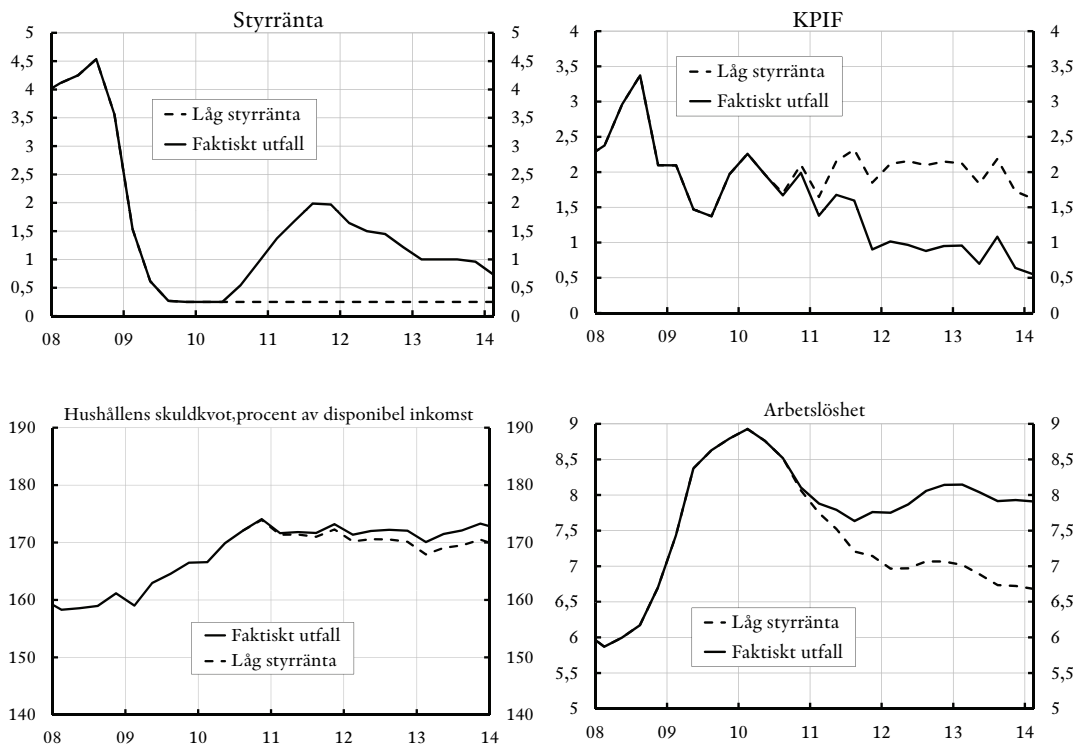
Källa: Svensson (2011).

hållbara arbetslösheten. Sammantaget ser inflations- och arbetslöshetsprognoserna ganska lika ut.

Med inflationsprognosen under målet och arbetslöshetsprognosen långt över en långsiktigt hållbar nivå skulle man kunna tro att det skulle vara självklart med en mer expansiv penningpolitik. Det är också den slutsats Fed drog. Fed behöll styrräntan mellan 0 och 0,25 procent och började förbereda QE2, den andra omgången av stora kvantitativa lättnader. Under hösten 2010 började ett stort och ambitiöst program med köp av statsobligationer för att pressa ned långa räntor.

Riksbanken (dvs Riksbanksmajoriteten) drog i stället slutsatsen att penningpolitiken behövde stramas åt och den började en period av räntehöjningar enligt en uppåt lutande räntebana, den prickade banan i det övre vänstra fältet.

I figur 7 visar de heldragna kurvorna det faktiska utfallet för Riksbankens styrränta, KPIF-inflationen, arbetslösheten och skuldkvoten (hushållens skulder i förhållande till disponibel inkomst). Styrräntan höjdes snabbt upp till 2 procent och sänktes sedan långsamt ned till 1 procent och låg kvar där. I december 2013 sänktes den till 0,75 procent. KPIF-inflationen föll från nära inflationsmålet till en nivå betydligt lägre än målet. KPI-inflationen visas inte i diagrammet, men den föll till noll under 2012 och har legat på



Figur 7 Källa: Riksbanken och egna beräkningar.

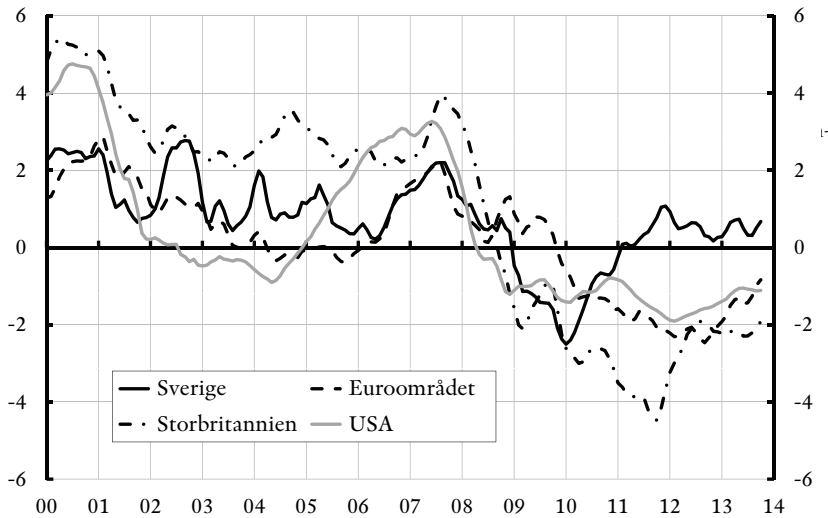
Räntehöjningarna ledde till lägre inflation, högre arbetslöshet och högre skuldkvot. Procent

noll sen dess. Arbetslösheten föll något men steg sedan och är i januari 2014 drygt 8 procent. Skuldkvoten har varit någorlunda konstant runt drygt 170 procent av disponibel inkomst sedan 2010.

De streckade kurvorna i figur 7 visar ett kontrafaktiskt utfall, nämligen om styrrentan inte hade höjts utan behållits på nivån 0,25 procent sedan dess. Jag har gjort beräkningarna av det kontrafaktiska utfallet med hjälp av Riksbankens standardmodell, Ramses. Vi ser att KPIF-inflationen hade legat mycket nära 2 procent. Arbetslösheten hade blivit ungefär 1,2 procentenheter lägre under 2013. Med nuvarande arbetskraft på ungefär 5 miljoner motsvarar det 60 000 färre arbetslösa.

Tidigare har jag nämnt siffran 38 000 arbetslösa. Den avser hur mycket högre den genomsnittliga arbetslösheten blivit under 1997–2011, jämfört med om den genomsnittlig inflationen hade varit 2 procent under denna period. Siffran 60 000 arbetslösa avser hur mycket högre arbetslösheten blivit under 2013, jämfört med om styrrentan hade hållits på nivån 0,25 procent sedan sommaren 2010. Den senare siffran avser således konsekvenserna av penningpolitiken de senaste åren. Även om den senare skattningen skulle vara hälften så stor, 30 000 personer, så är det en mycket hög kostnad av de senaste årens penningpolitik.

Syftet med åtstramningen från sommaren 2010 har varit att försöka



Figur 8
Reala styrräntor i Sverige, Storbritannien och USA, real eonia-ränta i euroområdet. Procent

Källa: Datastream.

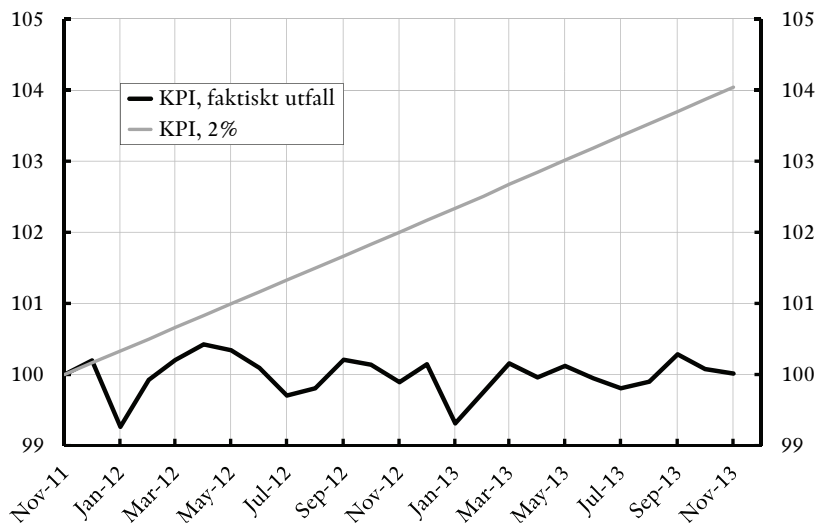
begränsa skuldkvoten. Men i det nedre vänstra fältet ser vi att skuldkvoten skulle ha blivit något *lägre* av en lägre styrränta, inte högre. Detta beror på att en lägre styrränta normalt ökar nominell disponibel inkomst något mer än den ökar skulderna, enligt resonemanget i Svensson (2013a). Enligt en empirisk skattning i Sveriges riksbank (2014a) ska en lägre ränta i stället ge en något högre skuldkvot. Men som diskuteras i Svensson (2014a) är Riksbankens skattning varken statistiskt eller ekonomiskt signifikant och den modell som används för att skatta effekten är inte rätt specificerad. Oavsett om skuldkvoten blir några procentenheter högre eller lägre av en lägre styrränta är dock förändringarna i skuldkvoten så små att de inte kan ha någon effekt på eventuella risker förenade med skuldkvoten.

Vi kan också illustrera åtstramningen 2010 genom att se hur reala styrräntor utvecklats i Sverige, euroområdet, Storbritannien och USA. Figur 8 visar reala styrräntor i Sverige, Storbritannien och USA samt den reala eonia-räntan i euroområdet (i euroområdet är eonia-räntan, dagslåneräntan, mer relevant än den officiella styrräntan, "main refinancing rate"). För att vara mer jämförbara är dessa reala korta räntor beräknade som nominella räntor minus HIKP-inflationen, utom för USA där jag använt underliggande s k PCE-inflation.¹ Vi ser att centralbankerna snabbt sänkte de reala styrräntorna under 2008 och 2009, ECB något långsammare än de andra.

Vad vi framför allt ser är dock en mycket stor ökning av den reala styrräntan i Sverige från 2010, från minus 2,5 procent i början av 2010 till plus 1 procent i slutet av 2011, en ökning med hela 3,5 procentenheter. Denna stora ökning beror både på att styrräntan höjdes från sommaren 2010 och

¹ PCE-inflationen mäts med ett index för konsumentprisindex, the "personal consumption expenditures deflator", som föredras av Fed och anses ha bättre egenskaper än KPI.

Figur 9
KPI, faktisk och med
2 procents inflation
de senaste två åren.



Källa: SCB.

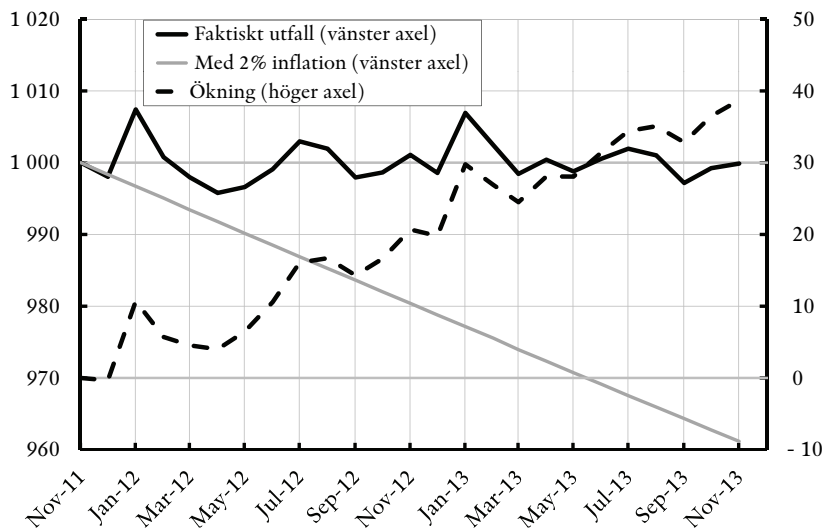
att HIKP-inflationen föll från början av 2010. Ökningen är ett mått på hur stor den penningpolitiska åtstramningen faktiskt var. Efter denna ökning är realräntedifferensen till omvärlden mycket stor. En sådan stor räntedifferens leder allt annat lika till en stark krona, lägre importerad inflation och lägre konkurrenskraft och stora svårigheter för exporten. Det är inte konstigt efter en sådan kraftig åtstramning att arbetslösheten blivit mycket hög och inflationen mycket låg.

7. Penningpolitikens effekter på skulderna

Vad har då denna penningpolitik fått för effekter på skulderna? Här gäller det att komma ihåg att de olika skuldmått som diskuteras är kvoter, med en täljare och en nämnare. Reala skulder är en kvot mellan nominella skulder och prisnivån. Hushållens skuldkvot är en kvot mellan nominella skulder och nominell disponibel inkomst. Belåningsgraden är en kvot mellan nominella skulder och nominellt värde på bostaden. Om man ska diskutera hur penningpolitiken påverkar de olika skuldmåtten måste man ta hänsyn till effekten på såväl täljare som nämnare.

På Riksbanken tycks man nästan enbart titta på täljaren, de nominella skulderna, och glömma bort nämnaren. En stram penningpolitik minskar täljaren, den nominella skulden, ganska långsamt. Skulderna är ganska trög-rörliga, eftersom bara en del av skulderna omsätts varje år. En stram penningpolitik minskar även nämnarna, prisnivå, nominellt värde på bostaden och nominell disponibel inkomst, men i de flesta fall nog snabbare än täljaren, den nominella skulden. Då inser man att en stram penningpolitik kan öka skuldmåtten snarare än minska dem.

Det påminner lite om debatten om stram finanspolitik. Om man stra-



Figur 10
Det reala värdet av ett lån på 1 miljon kr från november 2011, faktiskt och med 2 procent inflation. Tusental kr

Källa: Svensson (2013c).

mar åt finanspolitiken, för att försöka minska ett budgetunderskott, kan man minska tillväxten i skulderna, statsskulden. Men man kan mycket väl komma att minska tillväxten i nominell BNP mer. Då ökar skulderna i förhållande till BNP.

De senaste två åren har KPI-inflationen legat på noll. I figur 9 visar den svarta kurvan den faktiska nivån på KPI från november 2011. Den grå kurvan visar hur KPI hade utvecklats om inflationen hade varit 2 procent. Då hade KPI nu varit 4 procent högre. Detta får betydande konsekvenser för det reala värdet på hushållens skulder.

Figur 10 visar det reala värdet av ett lån på 1 miljon kr som togs för ungefär två år sedan, i november 2011. Den grå kurvan visar hur det reala värdet på lånet hade utvecklats om inflationen hade varit 2 procent. Då hade det reala värdet i november 2013 fallit till ungefär 960 000 kr (i 2011 års priser). Den svarta heldragna kurvan visar det faktiska reala värdet på detta lån. Eftersom prisnivån inte ökat är det oförändrat lika med 1 miljon kr i november 2013. Den svarta streckade kurvan visar ökningen (höger axel) i real skuld jämfört med om inflationen hade varit 2 procent. Vi ser att ökningen är ungefär 40 000 kr i november 2013, dvs 4 procent av lånet. Detta är en stor, oväntad, och oönskad kapitalförlust för hushållen. Hushållens reala skulder har ökat men inte det reala värdet på deras bostäder, eftersom bostäder är reala tillgångar. Hushållens belåningsgrad har alltså blivit högre och hushållens balansräkning har försvagats.

Hushållen har för närvarande bolån på omkring 2 300 mdr kr. 4 procent av det är ungefär 90 mdr kr. Hushållen har alltså förlorat ungefär 90 mdr kr på sina bolån de senaste två åren, tack vare att inflationen blivit noll i stället för 2 procent.

Detta kan ses som en negativ tvångsamortering av stora mått. Det talas

mycket om att låntagarna ska amortera mer på sina lån. Jag anser att ett amorteringstvång vore olämpligt och att det vore ett onödigt förmyndarskap att tvinga låntagare att spara på ett visst sätt. Det är bättre att informera låntagarna om hur de bäst kan spara, antingen genom att betala av lånet i lagom takt eller genom att spara i andra tillgångar. Att utsätta Sveriges låntagare för en negativ tvångsamortering tycker jag är betydligt värre och det är vad som faktiskt har hänt. Nu har hushållen på två år fått 90 miljarder extra i skuld att amortera.

Man kan också hävda att detta är en konsumentskyddsfråga, något för Finansinspektionen att ta tag i, eftersom Finansinspektionen har ansvaret för konsumentskyddet på det finansiella området. Konsumenterna, låntagarna, ska inte behöva drabbas på detta sätt av en onödigt stram penningpolitik.

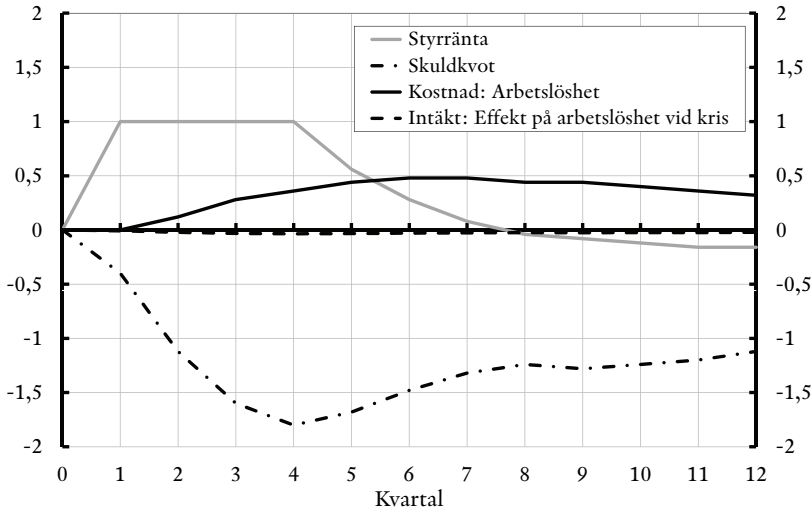
Detta är alltså vad som hänt de senaste två åren. Man kan ta en längre period och t ex utgå från ett lån som togs i mars 2003, för ungefär 11 år sedan. Med samma resonemang kan man visa att låntagarna i dag, på grund av att inflationen sedan dess i genomsnitt legat under 2 procent, förlorat 8 procent av detta lån, dvs 80 000 kr för varje lånad miljon, jämfört med om inflationen hade varit 2 procent (Svensson 2013c).

För några decennier sedan var det för hög inflation som var problemet. Oväntat hög inflation gynnar låntagarna och missgynnar långivarna. Nu är det tvärtom. Nu är det för låg inflation som är problemet. Oväntat låg inflation missgynnar låntagarna och gynnar långivarna. Den ”leaning against the wind” som Riksbanken ägnar sig åt i syfte att begränsa hushållens skuldsättning är av allt att döma kontraproduktiv. Den leder inte bara till för låg inflation och till för hög arbetslöshet. Den leder också till högre reala skulder och belåningsgrad och den försvagar hushållens balansräkning. Om det finns risker med hushållens skuldsättning gör Riksbankens penningpolitik av allt att döma riskerna större.

8. Kostnaden för Riksbankens ”leaning against the wind” mångdubbelt större än intäkten

Riksbanken har motiverat sin politik, ”leaning against the wind,” med att en lägre ränta skulle öka skuldkvoten och eventuella risker förenade med den. Särskilt har Riksbanken betonat att högre skulder under den senaste krisen skulle ha lett till en större nedgång i konsumtionen och en större uppgång i arbetslösheten i de länder där bostadspriserna föll. En högre ränta medför då visserligen högre arbetslöshet de närmaste åren, men genom att begränsa skuldkvoten minskar den uppgången i arbetslösheten vid en framtida kris. Som det sägs i ett tal nyligen:

Att hög skuldsättning i hushållssektorn kan skapa problem kunde vi se under den senaste finansiella krisen i de länder som drabbades av fall i bostadspriserna. När värdet på bostäderna minskar börjar hushållen nämligen spara mer. När



Figur 11
Effekten av styrräntan på arbetslösheten, skuldkvoten och uppgången i arbetslösheten vid en kris. Procentenheter

Källa: Flodén (2014) och Sveriges riksbank (2014b).

sparandet ökat har konsumtionen minskat och därmed har efterfrågan i ekonomin sjunkit. I förlängningen har detta lett till minskad produktion och högre arbetslöshet. En sådan utveckling vill vi inte se i Sverige. (af Jochnick 2014, s 2)

På senare tid har Riksbanken och vice riksbankschefen Martin Flodén publicerat skattningar som gör det möjligt att kvantifiera kostnader och intäkter av Riksbankens ”leaning against the wind”. I Sveriges riksbank (2014b) har Riksbanken publicerat effekter av alternativa räntebanor enligt vilka 1 procentenhet högre styrränta under fyra kvartal skulle leda till ungefär 0,5 procentenheter högre arbetslöshet om 1–2 år och 1,8 procentenheter lägre skuldkvot efter 1 år. I figur 11 visar den grå kurvan styrräntan, den svarta heldragna kurvan visar effekten på arbetslösheten och den svarta streckprickiga kurvan visar den skattade effekten på skuldkvoten. Som diskuteras i Svensson (2014a) är skattningen av effekten på skuldkvoten inte statistiskt signifikant, men låt mig för resonemangets skull här ta den för given. Enligt en skattning av Flodén (2014) skulle 1 procentenhet lägre skuldkvot medföra att uppgången av arbetslösheten vid en kris kan bli 0,02 procentenheter lägre. 1,8 procentenheter lägre skuldkvot skulle då medföra att uppgången av arbetslösheten vid en kris skulle bli 0,036 procentenheter lägre, dvs ungefär 0,04 procentenheter lägre. Detta visas av den svarta streckade kurvan, vars avvikelse från noll är nätt och jämt synlig i figuren.

”Kostnaden” för den högre styrräntan i form av högre arbetslöshet är då ungefär 0,5 procentenheter (den svarta heldragna kurvan). ”Intäkten” är då en ungefär 0,04 procentenhet lägre uppgång i arbetslösheten, om en kris inträffar med säkerhet (den svarta streckade kurvan). Kostnaden är ungefär 13 gånger intäkten. Men en kris inträffar förstås inte med säkerhet. Om den skulle inträffa med den höga sannolikheten 25 procent blir den förväntade

intäkten bara ungefär $0,25 * 0,04 = 0,01$ procentenhet. Kostnaden är då 50 gånger intäkten.²

Med dessa siffror är det svårt att försvara Riksbankens ”leaning against the wind”.

9. Hur bör penningpolitiken och makrotillsynen koordineras?

Min sista punkt är: Hur bör man koordinera penningpolitik och finansiell stabilitet nu när Finansinspektionen har fått huvudansvaret för den finansiella stabiliteten? Finansinspektionen har också fått kontroll över alla instrument, inklusive den uppmärksammade kontracykliska kapitalbufferten, utom det likviditetsstöd i krissituationer som Riksbanken kan ge, som ”lender of last resort”. Speciellt, vem ska bedöma om penningpolitiken hotar den finansiella stabiliteten?

Bank of England ger ett bra exempel på hur detta kan lösas. Bank of England har två beslutande kommittéer. Den ena, Monetary Policy Committee (MPC), bestämmer om penningpolitiken. Den andra, Financial Policy Committee (FPC), bestämmer om makrotillsynen och förfogar över tillhörande instrument, tillsyn och reglering. I det penningpolitiska beslut som MPC fattade i augusti 2013 ingick s k *forward guidance*, i form av ett löfte om att inte höja styrräntan så länge arbetslösheten överstiger 7 procent (Bank of England 2013). MPC preciserade tre undantag, s k *knock-outs*, som skulle bryta löftet. Ett av undantagen är om FPC skulle bedöma att penningpolitiken medför ett tydligt hot mot den finansiella stabiliteten och att FPC inte kan hantera detta hot med de instrument som FPC har till sitt förfogande.

Det viktiga här är att det är FPC som gör bedömningen, inte MPC. Överfört till svenska förhållanden skulle det innebära att det är Finansinspektionen, inte Riksbanken, som ska bedöma huruvida penningpolitiken i Sverige skulle medföra ett tydligt hot mot den finansiella stabiliteten, som Finansinspektionen inte kan hantera med de medel den har till sitt förfogande. Finansinspektionen kan i så fall framföra en varning om detta i det nya Stabilitetsrådet, där finansmarknadsministern är ordförande och cheferna för Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgälden deltar. Efter en sådan varning skulle det vara upp till Riksbanken att besluta om och i så fall hur den varningen skulle påverka penningpolitiken. Därigenom överträds inte instruktionsförbudet.

Men i frånvaro av en sådan varning från Finansinspektionen skulle Riksbanken inte ha någon ursäkt för att åsidosätta inflationsmålet och den allmänna ekonomiska politikens mål om full sysselsättning, utan penningpolitiken skulle som vanligt inriktas på att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå. Detta skulle klargöra ansvarsförhållandena för både den finansiella stabiliteten och pen-

² Dessa siffror diskuteras noggrannare i Svensson (2014b).

ningpolitiken och det skulle göra det möjligt att bättre utkräva ansvar av de berörda myndigheterna.

Med en sådan ordning som föreslås här skulle den stora åtstramning som skedde av penningpolitiken från sommaren 2010 inte gärna ha kunnat ske, såvida inte Finansinspektionen då hade bedömt att penningpolitiken sommaren 2010 hotade den finansiella stabiliteten och Finansinspektionen inte kunde hantera hotet med de medel som den hade tillgänglig, inklusive bolånetaket som introducerades hösten 2010.

10. Slutsatser

Mina slutsatser om penningpolitiken är följande:

Riksbankens ska inte åsidosätta inflationsmålet såsom skett. I stället bör inflationen i genomsnitt hållas på målet. En lägre inflation än ett trovärdigt mål, som vi har i Sverige, får stora reala effekter, nämligen genomsnittligt högre arbetslöshet och högre reala skulder.

Den penningpolitiska åtstramningen från sommaren 2010 var onödig och har fått stora negativa konsekvenser i form av mycket för låg inflation och mycket för hög arbetslöshet.

Den låga inflationen har lett till en betydligt högre skuldbörda för hushållen och har inneburit en onödig och oönskad förmögenhetsomfördelning. ”Leaning against the wind” är av allt att döma kontraproduktivt som metod för att begränsa hushållens skuldsättning. Enligt Riksbankens egna siffror är kostnaden i form av ökad arbetslöshet orimligt stor i förhållande till intäkten i form av förväntad lägre uppgång i arbetslösheten vid en kris.

Finansinspektionen, som har huvudansvaret för den finansiella stabiliteten, bör avgöra om penningpolitiken hotar den finansiella stabiliteten, inte Riksbanken.

En naturlig slutsats från hur penningpolitiken bedrivits de senaste åren, en slutsats som jag inte pratat närmare om, är att utvärderingen och den demokratiska kontrollen av Riksbanken och dess politik bör skärpas. Riksbanken ska inte utan vidare kunna åsidosätta de mål som riksdagen i demokratisk ordning har fastställt.

Bank of England (2013), *Monetary Policy Trade-offs and Forward Guidance*, Bank of England, London.

Federal Reserve (2014), *Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy*, Federal Open Market Committee, Washington.

Flodén, M (2014), ”Ska vi oroas av höga hushållsskulder?”, inlägg på Ekonomistas, 20 februari 2014, www.ekonomistas.se (2014-02-20).

af Jochnick, K (2014), ”Varför bryr sig Riksbanken om hushållens skuldsättning?”, tal vid SNS, Stockholm, 31 januari 2014, www.riksbank.se (2014-01-31).

Regeringen proposition (1997/98:40), *Riksbankens ställning*.

Svensson, L E O (2011), ”Practical Monetary Policy: Examples from Sweden and the United States”, *Brookings Papers on Economic Activity*, hösten 2011, s 289–332.

Svensson, L E O (2013a), ”Leaning Against the Wind’ Leads to Higher (Not Lower) Household Debt-to-GDP Ratio”, manuskript, www.larseosvensson.se.

Svensson, L E O (2013b), ”The Possible Unemployment Cost of Average Inflation below a Credible Target”, manuskript, www.larseosvensson.se.

REFERENSER

Svensson, L E O (2013c), ”Varför är skulderna ytterligare ett skäl till att uppfylla inflationsmålet?”, inlägg på Ekonomistas, 16 december 2013, <http://ekonomistas.se/2013/12/16/varfor-ar-skulderna-ytterligare-att-skal-till-att-uppfylla-inflationsmalet/>.

Svensson, L E O (2014a), ”Riksbanken: Styrräntans effekt på skuldkvoten är varken ekonomiskt eller statistiskt signifikant”, inlägg på Ekonomistas, 14 februari 2014, <http://ekonomistas.se/2014/02/14/riksbanken-styrrantans-effekt-pa-skuldkvoten-ar-varken-ekonomiskt-eller-statistiskt-signifikant/>.

Svensson, L E O (2014b), ”Slutet för Riks-

bankens ’leaning against the wind’?”, inlägg på Ekonomistas, 21 februari 2014, <http://ekonomistas.se/2014/02/21/slutet-for-riksbankens-leaning-against-the-wind/>.

Sveriges riksbank (2008), ”Hur används mått på underliggande inflation i den penningpolitiska analysen?”, *Penningpolitisk rapport* 2008/2, Sveriges riksbank, Stockholm.

Sveriges riksbank (2014a), ”Penningpolitikens effekt på hushållens skuldsättning”, *Penningpolitisk rapport*, februari 2014, Sveriges riksbank, Stockholm.

Sveriges riksbank (2014b), *Penningpolitisk rapport*, februari 2014, Sveriges riksbank, Stockholm.