



FULL SYSSELSÄTTNING OCH SOLIDARISK LÖNEPOLITIK

13

Penningpolitik och full sysselsättning

Författare: Lars E.O. Svensson

Sverige har sedan 1990-talet lidit av hög arbetslöshet och har i dag vad som måste beskrivas som massarbetslöshet. Det är uppenbart att den förda ekonomiska politiken inte längre klarar att uppnå full sysselsättning. Det går inte heller att återgå till den politik som dominerade före 90-talet.

Vad Sverige behöver är därför en ny ekonomisk politik som förenar full sysselsättning och rättvisa löner med dagens öppna ekonomi. Det är bakgrunden till att LO-kongressen 2012 beslutade att inleda projektet *Full sysselsättning och solidarisk lönepolitik*. Projektet ska resultera i en slutrapport till LOs kongress 2016 samt ett stort antal underlagsrapporter, varav denna är den trettonde.

Det är min förhoppning att denna rapport liksom projektets fortsatta arbete ska bidra till den viktiga diskussionen om hur Sverige åter kan bli ett land med full sysselsättning och om hur den solidariska lönepolitiken kan moderniseras.

Karl-Petter Thorwaldsson

LOs ordförande

Innehåll

Förord	4
Sammanfattning	6
1. Inledning	12
2. Penningpolitikens effekter på inflation, sysselsättning och arbetslöshet	13
3. Den långsiktigt hållbara arbetslösheten	20
4. Full sysselsättning och Riksbankens mandat för penningpolitiken	26
5. Behövs ett explicit sysselsättnings- eller arbetslöshetsmål för penningpolitiken?	32
6. Behöver inflationsmålet höjas?	35
7. Den demokratiska kontrollen av Riksbanken	38
8. Bättre koordinering av penningpolitiken och makrotillsynen	41
Referenser	43

Förord

SVERIGES RIKSBANK HAR ett mycket viktigt uppdrag – att stabilisera prisutvecklingen i ekonomin och att stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning. För stora variationer i den ekonomiska utvecklingen (kraftiga lågkonjunkturer respektive kraftiga högkonjunkturer) är skadligt för ekonomin och den samlade bilden bland politiker och ekonomer i Sverige är att uppdraget att minimera svängningarna bäst sköts i huvudsak av en oberoende Riksbank.

Men de senaste åren har diskussionsvågorna gått höga kring hur Riksbanken sköter detta uppdrag. En stor grupp kritiker menar att penningpolitiken inte har varit anpassad för den efterfrågesituation som ekonomin har befunnit sig i. Det har dessutom uppstått en diskussion om vilka mål penningpolitiken egentligen ska styra mot.

Lars E.O. Svensson, tidigare vice riksbankschef och numera gästprofessor vid Handelshögskolan i Stockholm, har länge deltagit i diskussionen om Riksbankens måluppfyllelse, såväl i sin roll som vice riksbankschef som i rollen som en av världens ledande forskare på det penningpolitiska området. I denna rapport till projektet Full sysselsättning och solidarisk lönepolitik tar han denna diskussion vidare för att analysera vilken betydelse penningpolitiken har när det gäller att bidra till full sysselsättning.

Författaren beskriver i rapporten vilka effekter penningpolitiken har på inflationen, sysselsättningen och arbetslösheten. När det gäller nominella variabler som prisnivå, växelkurs och inflation, kan de påverkas av penningpolitiken både på kortare och längre sikt. Men när det gäller reala variabler, som BNP, sysselsättning och arbetslöshet, är den rådande synen att dessa enbart kan påverkas på kortare och medellång sikt.

Detta gäller dock under några viktiga förutsättningar: att inflationsförväntningarna och lönebildningen anpassar sig till faktisk inflation och att styrräntans nedre gräns inte binder. Dessutom, genom att hög arbetslöshet under längre tid ökar långtidsarbetslösheten kan penningpolitiken på detta sätt också få mer utdragna effekter av penningpoliti-

ken på arbetslösheten. I sådana situationer bör därför penningpolitiken vara särskilt expansiv för att snabbt få ner arbetslösheten närmare en långsiktigt hållbar nivå.

Lars E.O. Svensson hävdar att Riksbankens nuvarande mandat innebär att Riksbanken ska stabilisera såväl inflationen runt inflationsmålet som arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå. Genomsnittlig inflation under en längre period ska inte avvika från inflationsmålet. Därmed gör man inte avkall på att inflationsmålet är överordnat, och inflationsmålet blir mer långsiktigt.

Den långsiktigt hållbara arbetslösheten bestäms inte av penningpolitiken utan av reala faktorer som påverkar arbetsmarknadens och lönebildningens funktionssätt. Den kan variera över tiden och kan inte direkt observeras och mätas. Därför är det inte lämpligt för Riksbanken att ha ett fast siffersatt mål för arbetslösheten. I stället måste den långsiktigt hållbara arbetslösheten beräknas under osäkerhet och vid behov revideras. I rapporten föreslås att Konjunkturinstitutet eller Finanspolitiska rådet ges i uppdrag att göra beräkningar av den långsiktigt hållbara arbetslösheten samt att Riksbanken ska fästa lika vikt vid att begränsa såväl inflationens avvikelser från inflationsmålet som arbetslöshetens avvikelser från den långsiktigt hållbara nivån. Riksdagens finansutskott bör förtydliga Riksbankens mandat i enlighet med detta.

I rapporten diskuteras också om inflationsmålet bör höjas samt hur man kan skärpa den demokratiska kontrollen av Riksbanken samt förbättra koordineringen av penningpolitiken och makrotillsynen.

Arbetet med rapporten har följts av Åsa-Pia Järliden Bergström för projektets räkning samt även behandlats i projektets externa referensgrupp. Författaren ansvarar själv för rapportens innehåll, slutsatser och förslag.

Denna rapport ingår som ett underlag till projektet *Full sysselsättning och solidarisk lönepolitik* för arbetet med LOs kongressrapport 2016. Rapporten kommer att vara en viktig utgångspunkt för den fortsatta diskussionen om vilken syn vi bör ha på ansvaret för stabiliseringspolitiken och dess roll i arbetslöshetsbekämpningen.

Stockholm i december 2014

Åsa-Pia Järliden Bergström

Projektledare Full sysselsättning och solidarisk lönepolitik

Sammanfattning

FULL SYSSELSÄTTNING ÄR det främsta målet för den ekonomiska politiken i Sverige. Hur kan penningpolitiken bidra till detta mål och samtidigt uppfylla inflationsmålet?

Penningpolitiken påverkar inflationen på både kortare och längre sikt. På längre sikt är inflationstakten huvudsakligen bestämd av penningpolitiken. Därför är det möjligt att välja ett siffersatt inflationsmål för penningpolitiken och det är möjligt att för penningpolitiken att stabilisera inflationen runt detta inflationsmål.

På kortare och medellång sikt kan penningpolitiken också påverka reala variabler som sysselsättning och arbetslöshet. Under förutsättning att inflationsförväntningarna i genomsnitt överensstämmer med inflationen kan penningpolitiken dock inte på lång sikt påverka sysselsättningen och arbetslösheten. Deras långsiktigt hållbara nivåer bestäms i stället av reala faktorer som påverkar arbetsmarknadens och lönebildningens funktionssätt. Dessa faktorer kan ändras över tiden och är inte direkt observer- och mätbara. Av detta skäl är det inte lämpligt att ha ett fast siffersatt mål för sysselsättning eller arbetslöshet; i stället måste sysselsättningens och arbetslöshetens långsiktigt hållbara nivåer skattas under osäkerhet och kan behöva revideras över tiden. Under dessa förutsättningar är det möjligt för penningpolitiken att förutom att stabilisera inflationen runt ett inflationsmål också stabilisera sysselsättning och arbetslöshet runt skattade långsikt hållbara nivåer.

I Sverige har det sedan inflationsmålet introducerades 1995 visat sig att inflationsförväntningarna förankrades vid inflationsmålet trots att faktisk inflation i genomsnitt var betydligt lägre än målet. Detta innebär att det inte är självklart att inflationsförväntningarna, inte ens under en så lång period som 15 år, alltid anpassar sig till den faktiska inflationen. Om inflationsförväntningarna och lönebildningen inte anpassar sig till den faktiska inflationen får penningpolitiken mer långsiktiga effekter på sysselsättning och arbetslöshet.

Hög arbetslöshet under längre tid medför högre långtidsarbetslös-

het och långtidsarbetslösa har svårare än korttidsarbetslösa att få jobb. Genom att penningpolitiken påverkar långtidsarbetslösheten kan penningpolitiken även på så sätt få tämligen utdragna effekter på arbetslösheten. En viktig slutsats av denna omständighet är att efter en snabb uppgång i arbetslösheten över en långsiktigt hållbar nivå är det viktigt att snabbt få ner arbetslösheten igen, för att undvika stigande långtidsarbetslöshet och högre arbetslöshet under längre tid. Detta kan kräva en betydligt expansiv penningpolitik där inflationen under en period kan behöva skjuta över inflationsmålet.

Under förutsättning att inflationsförväntningarna och lönebildningen anpassas till faktisk inflation är det således inte möjligt för penningpolitiken att påverka den långsiktigt hållbara nivån för arbetslösheten. Den kan i stället påverkas och sänkas med strukturell politik som får arbetsmarknaden och lönebildningen att fungera bättre. I den mån den långsiktigt hållbara arbetslösheten inte anses motsvara den ekonomiska politikens mål om full sysselsättning är det således sådan strukturell politik som ska användas, inte penningpolitiken.

Enligt Riksbankslagen är målet för penningpolitiken ett fast penningvärde. Riksbanken har konkretiserat detta i form av ett inflationsmål på 2 procent för årlig KPI-inflation. Riksbankslagens förarbeten slår fast att Riksbanken därutöver, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, ska stödja den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Riksbanken har därför uttalat att den bedriver en flexibel inflationsmålspolitik som innebär att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken har också betonat att detta inte gör avkall på att inflationsmålet är överordnat.

Vad betyder i detta sammanhang uttrycken ”att inte åsidosätta prisstabilitetsmålet” och ”inflationsmålet är överordnat”. De kan inte betyda att inflationen ska ligga på inflationsmålet hela tiden, eftersom detta helt enkelt inte är möjligt, på grund av fördröjningar i penningpolitikens effekt på inflationen och oundvikliga störningar och chocker. Det är inte heller lämpligt att det får betyda att Riksbankens inflationsprognoser ska ligga på målet inom en viss horisont, eftersom Riksbanken i så fall får incitament och i praktiken har möjlighet till att justera inflationsprognoser.

serna så att ett sådant kriterium uppfylls. Granskningar av Riksbankens prognoser under senare år har också visat på en systematisk överskattning av faktisk inflation som är förenlig med ett sådant beteende. I stället är det lämpligt att ovanstående uttryck helt enkelt betyder att inflationen *i genomsnitt över en längre period* inte ska avvika från inflationsmålet. Det innebär att inflationsmålet ses som ett mer långsiktigt mål.

Mot denna bakgrund blir Riksbankens mandat för penningpolitiken att stabilisera såväl inflationen runt inflationsmålet och som sysselsättningen runt en skattad långsiktigt hållbar nivå. En sådan stabilisering av inflationen medför att genomsnittlig inflation inte ska avvika från inflationsmålet och att inflationsmålet i den meningen är överordnat. Under förutsättning att arbetskraftsdeltagandets konjunkturberoende är litet, vilket bedöms vara fallet i Sverige för närvarande, uppnås dessutom en sådan stabilisering av sysselsättningen om Riksbanken stabiliserar arbetslösheten runt en skattad långsiktigt hållbar nivå.

En jämförelse mellan Riksbankens och Federal Reserves mandat visar att Federal Reserves mandat också består i att stabilisera såväl inflationen runt ett inflationsmål som sysselsättningen runt en långsiktigt hållbar nivå. Det är alltså ingen vare sig praktisk eller principiell skillnad mellan Federal Reserves "duala" mandat och Riksbankens flexibla inflationsmålspolitik. För båda centralbankerna gäller det att bedriva penningpolitiken så att den begränsar såväl inflationens avvikelser från inflationsmålet som sysselsättningens avvikelser från en långsiktigt hållbar nivå. Federal Reserve är dock tydligare än Riksbanken genom att betona att, i situationer när det uppstår en konflikt mellan att begränsa de båda slagen av avvikelser (till exempel när både inflationen och arbetslösheten är för höga), Federal Reserve tillämpar ett "balanserat tillvägagångsätt" för att begränsa avvikelserna. Detta tolkas som att Federal Reserve fäster ungefär lika stor vikt vid avvikelser för inflationen som vid avvikelser för sysselsättningen och arbetslösheten, en tolkning som stöds av uttalanden från flera ledamöter i Federal Market Open Committee, Federal Reserves penningpolitiska kommitté. Min mening är att en sådan lika stor vikt är rimlig. Jag anser också att Federal Reserves centrala policydokument "Uttalande om långsiktiga mål och penningpolitisk strategi" utgör ett utmärkt föredöme för hur Riksbankens penningpolitik kan förtydligas.

Behövs ett explicit sysselsättnings- eller arbetslöshetsmål för penningpolitiken? Som framgår av diskussionen ovan innebär redan nuvarande skrivningar i Riksbankslagen och dess förarbeten att Riksbankens mandat består i att den ska stabilisera såväl inflationen runt inflationsmålet som sysselsättningen runt en skattad långsiktigt hållbar nivå, varvid det senare normalt uppnås genom att stabilisera arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå. Nuvarande skrivningar behöver därför inte ändras. Däremot behöver innebörden av nuvarande skrivningar *förtydligas*, inklusive vilken vikt som fästs vid avvikelser för inflationen från inflationsmålet och vid avvikelser för arbetslösheten från den skattad långsiktigt hållbara nivån. Själv anser jag att lika vikt på dessa avvikelser är rimlig, i synnerhet som sysselsättningen har så stor vikt i den allmänna ekonomiska politiken.

Det är i detta sammanhang viktigt att komma ihåg att det, som framgått ovan, är en fundamental skillnad mellan inflationsmålet och den långsiktigt hållbara arbetslösheten. Eftersom den senare inte bestäms av penningpolitiken utan av arbetsmarknadens och lönebildningens funktionssätt, inte är direkt observer- och mätbar och kan ändras över tiden är det inte lämpligt med ett fast siffersatt mål för arbetslösheten. I stället måste den långsiktigt hållbara arbetslösheten skattas och bedömas och vid behov revideras. Det är i det sammanhanget lätt att se problem med att Riksbanken ensam skulle skatta och bedöma den långsiktigt hållbara arbetslösheten.

Eftersom Riksbanken är en myndighet under Riksdagen är det lämpligt att Riksdagens finansutskott gör ett förtydligande av Riksbankens mandat, till exempel med Federal Reserves centrala policydokument som mall. Utskottet kan också uppdra åt Konjunkturinstitutet, Finanspolitiska rådet eller någon annan myndighet att bidra med beräkningar av den långsiktigt hållbara arbetslösheten.

Behöver inflationsmålet höjas? Under senare år har det diskuterats både internationellt och i Sverige om inflationsmålet borde höjas, i ljuset av erfarenheterna från den senaste krisen. Ett av flera skäl för en höjning är att risken för att styrräntans nedre gräns binder och begränsar penningpolitikens möjligheter av flera anledningar synes vara större än man trodde tidigare, och denna risk skulle minska med ett högre inflationsmål.

Min syn är dock att det än så länge inte finns tillräckliga skäl för att höja det svenska inflationsmålet. Penningpolitiken har av allt att döma stor verkan i en liten öppen ekonomi som den svenska, där växelkursen spelar stor roll. I en situation med en bindande nedre gräns för styrräntan ger växelkurspolitik och växelkursgolv fortfarande möjligheter att höja inflationen mot inflationsmålet och stimulera ekonomin ut ur en recession. Möjligheterna att undvika att hamna i en sådan situation är också bättre i små öppna ekonomier än i stora och mindre öppna. Även om den svenska ekonomin nu hamnat i en sådan situation är detta främst en följd av en felaktig och alltför stram penningpolitik från Riksbankens sida. Förhoppningsvis var detta en engångsföreteelse.

Det som ligger närmast till hands för Sverige är i stället en omläggning av penningpolitiken så att den kraftfullt med alla till buds stående medel inriktas på att stabilisera såväl inflationen runt målet som arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå. De starka statsfinanserna i Sverige gör det också möjligt med en mer expansiv finanspolitik om penningpolitiken inte räcker till. Om det i framtiden skulle visa sig att det, även med en sådan inriktning av penningpolitiken, blir svårt att uppnå inflationsmålet och hålla arbetslösheten nära en långsiktigt hållbar nivå, kan det i det läget vara motiverat att överväga en höjning av inflationsmålet. Men först bör en omlagd och vitaliserad penningpolitik göra ett allvarligt försök att förbättra måluppfyllelsen. Detta kräver dock av allt att döma en betydligt skärpt demokratisk kontroll av Riksbanken.

Den demokratiska kontrollen behöver skärpas, för att hindra att de senaste årens brister i penningpolitiken upprepar sig. Två kontrollmekanismer har inte fungerat. Den ena kontrollmekanismen är den ursprungliga idén med en direktion, nämligen att sex självständiga ledamöter fattar bättre beslut än en ensam riksbankschef. Riksbankschefen ska enligt Riksbankslagen inte ha någon makt utöver att han eller hon har utslagsröst vid lika röstetal. Denna kontrollmekanism har satts ur spel i och med att riksbankschefen fått för stor makt, på grund av att fullmäktige utnämnt nya ledamöter som förväntats stödja riksbankschefen och att ansvarsfördelning och beslutsordning inom Riksbanken – inklusive en kommunikationspolicy som medvetet syftar till en ”personifiering” av Riksbanken med riksbankschefen – har utvecklats till att ge Riksbankschefen en ställning som inte motsvarar att han eller

hon bara är en av sex likvärdiga direktionsledamöter. Detta kan rättas till med en förbättrad utnämningsspolitik från Riksbanksfullmäktiges sida och med en bättre ansvarsfördelning, beslutsordning och kommunikationspolicy inom Riksbanken.

Den andra kontrollmekanismen som inte fungerat är Finansutskottets uppföljning och kontroll av Riksbanken. Den kan skärpas på flera sätt, inklusive att Finanspolitiska rådet får ett utvidgat mandat och utvidgade resurser att utvärdera även penningpolitiken och skriva en årlig rapport till Riksdagen.

Koordineringen av penningpolitiken och makrotillsynen bör också förtydligas. Erfarenheterna från de senaste åren visar att det inte är lämpligt att det är Riksbanken som avgör om penningpolitiken ska justeras för att ta hänsyn till finansiell stabilitet eller eventuella risker förknippade med hushållens skuldsättning. Eftersom Finansinspektionen fått alla makrotillsynsverktyg och ansvaret för den finansiella stabiliteten är det i stället rimligt att Finansinspektionen, inte Riksbanken, bedömer om det skulle uppstå ett läge där penningpolitikens inriktning medför ett hot mot den finansiella stabiliteten som Finansinspektionen inte kan hantera med tillgängliga verktyg. I så fall kan Finansinspektionen varna om detta, varvid Riksbanken kan överväga om penningpolitikens inriktning ska justeras. En viktig förutsättning här är att i frånvaro av en sådan varning ska Riksbanken inte ha någon ursäkt för att åsidosätta de penningpolitiska målen. En sådan ordning skulle klargöra ansvarsförhållande inom penningpolitiken och makrotillsynen och göra det möjligt att bättre utkräva ansvar av de berörda myndigheterna. Detta borde rimligtvis bidra till bättre måluppfyllelse inom både penningpolitiken och makrotillsynen.

1. Inledning¹

FULL SYSSELSÄTTNING ÄR det främsta målet för den ekonomiska politiken i Sverige. Hur kan penningpolitiken bidra till detta mål och samtidigt uppfylla inflationsmålet? Vilken roll har sysselsättningen och arbetslösheten i Riksbankens mandat för penningpolitiken och vilken roll bör de ha? Denna rapport behandlar dessa frågor genom att först diskutera penningpolitikens effekter på kortare och längre sikt på inflation, sysselsättning och arbetslöshet. Detta leder fram till att en diskussion av den långsiktigt hållbara arbetslösheten, hur detta långsiktiga jämviktsbegrepp för arbetslösheten förhåller sig till vanliga mer kortsiktiga jämviktsbegrepp samt hur den långsiktiga hållbara arbetslösheten kan påverkas. Vidare behandlas sysselsättningens roll i Riksbankens mandat enligt Riksbankslagen, dess förarbeten och Riksbankens preciseringar, inklusive en jämförelse med Federal Reserves mandat för penningpolitiken. Frågan om ett explicit sysselsättnings- eller arbetslöshetsmål behövs behandlas också, liksom om inflationsmålet borde höjas. Slutligen diskuteras den demokratiska kontrollen av Riksbanken samt koordineringen av penningpolitiken och makrotillsynen.

¹ Jag är tacksam för hjälpsamma kommentarer från projektledaren Åsa-Pia Järliden Bergström och från deltagarna i projektets externa referensgrupp.

2. Penningpolitikens effekter på inflation, sysselsättning och arbetslöshet

FÖR ATT BEDÖMA hur penningpolitiken kan bidra till full sysselsättning måste penningpolitikens effekter och möjligheter klargöras. Vilka effekter har penningpolitiken på ekonomin? Vad kan penningpolitiken åstadkomma? Mer specifikt, vilken effekt har penningpolitiken på inflationen, sysselsättningen och arbetslösheten?

När det gäller *nominella* variabler som prisnivå, växelkurs och inflation, är den vanliga uppfattningen att penningpolitiken kan påverka dessa på både kortare och längre sikt. I princip kan penningpolitiken inom rimliga gränser uppfylla vilket (icke-negativt) inflationsmål som helst.

När det gäller *reala* variabler som BNP, sysselsättning och arbetslöshet, är den vanliga uppfattningen att penningpolitiken kan påverka dessa på kort eller medellång sikt men inte på lång sikt. För att förstå detta kan man beskriva den så kallade transmissionsmekanismen, genom vilken Riksbanken påverkar den svenska ekonomin, på följande sätt:

Anta ett utgångsläge i form av ett så kallat steady state, en långsiktig jämvikt där inflationen, arbetslösheten, styrräntan och inflationsförväntningarna är konstanta och där inflationsförväntningarna är lika med inflationen. Arbetslösheten antas ligga på en långsiktigt hållbar nivå, ett begrepp som vi ska diskutera närmare senare.

Riksbankens främsta styrmedel är styrräntan, den så kallade repo-räntan. Genom att inflationsförväntningarna är trögrörliga kan Riksbanken genom att sänka styrräntan sänka den reala räntan (nominella räntan minus inflationsförväntningarna). Den lägre reala räntan stimulerar konsumtion och investeringar och ökar efterfrågan. En lägre ränta försvagar också normalt kronan och ökar efterfrågan på svensk export. Den så kallade aggregerade efterfrågan stiger. Ökad efterfrågan gör det möjligt för företagen att både öka produktionen och sysselsättningen och ta ut högre priser, så inflationen stiger. Den svagare kronan bidrar också till ökad inflation, i och med att den gör att priserna på importerade varor stiger. För givna löneavtal medför högre inflation att reallönen blir lägre, vilket också bidrar till ökad sysselsättning och lägre arbetslös-

het. På några års sikt stiger både inflation, produktion och sysselsättning medan arbetslösheten faller.

Den högre inflationen leder dock normalt till att inflationsförväntningarna börjar stiga och anpassa sig till den faktiska inflationen. Stigande inflationsförväntningar medför vid oförändrad styrränta att den reala räntan faller ytterligare, den aggregerade efterfrågan ökar ännu mer, och inflationen och inflationsförväntningarna fortsätter att stiga. För att hindra inflationen och inflationsförväntningarna från att fortsätta att stiga måste Riksbanken höja styrräntan. Riksbanken kan behöva höja styrräntan så mycket att den reala räntan stiger över den ursprungliga nivån, för att därefter sjunka tillbaka mot denna. Kronan stärks efter den tidigare försvagningen tillbaka till den ursprungliga reala nivån. Inflationsförväntningarna, lönebildningen och löneavtalen anpassas till den nya faktiska inflationen så även reallönerna stiger tillbaka mot den ursprungliga nivån. Den penningpolitiska stimulansen ebbar således ut efter några år, då produktion och sysselsättning fallit – och arbetslösheten stigit – tillbaka till den ursprungliga nivån medan inflationen och inflationsförväntningarna stabiliserats på en högre nivå. Enligt den vanliga uppfattningen anpassar inflationsförväntningarna och lönebildningen sig således med viss fördröjning till den faktiska inflationen, och då förmår inte penningpolitiken att på längre sikt påverka produktion, sysselsättning och andra reala variabler. Däremot kan penningpolitiken, som i ovanstående exempel, höja (eller sänka) inflationen till en ny nivå.

Penningpolitikens effekter på inflation och arbetslöshet brukar sammanfattas i termer av Phillipskurvan, som visar relationen och avvägningen mellan inflationen och arbetslösheten. På kort och medellång sikt, innan inflationsförväntningarna hunnit anpassa sig och i stället är mer eller mindre oförändrade, kan Riksbanken stimulera ekonomin och då både öka inflationen och minska arbetslösheten. Den *kortsiktiga Phillipskurvan*, som visar den kortsiktiga relationen mellan inflationen och arbetslösheten, har då således negativ lutning, när den illustreras med arbetslösheten längs den horisontella axeln och inflationstakten längs den vertikala.

På lång sikt, när inflationsförväntningarna och lönebildningen anpassat sig till den faktiska inflationen, kan Riksbanken enligt den vanliga uppfattningen bara påverka inflationen men inte arbetslösheten, i enligt

het med diskussionen av transmissionsmekanismen ovan. Det innebär att den *långsiktiga Phillipskurvan*, som visar den långsiktiga relationen mellan inflationen och arbetslösheten, är vertikal.

Denna den vanliga uppfattningen om penningpolitikens effekter och förmåga att påverka nominella och reala variabler måste dock kompletteras i några avseenden.

För det första, erfarenheterna från Sverige sedan inflationsmålet började gälla 1995 har visat att inflationsförväntningarna inte nödvändigtvis anpassas till den faktiska inflationen. Som visas i Svensson (2015) blev inflationsmålet på 2 procent trovärdigt i slutet av 1996, i och med att tidigare mycket höga inflationsförväntningar då hade fallit till en nivå nära målet. Under perioden 1997–2011 har därefter de genomsnittliga inflationsförväntningarna enligt Prosperas enkäter, inklusive inflationsförväntningarna för arbetsmarknadens parter, legat nära inflationsmålet. Samtidigt har genomsnittlig inflation under denna period varit betydligt lägre, endast 1,4 procent och således 0,6 procentenheter lägre än målet. Som diskuteras i Svensson (2015) har av allt att döma också centrala löneavtal utgått från att Riksbanken kommer att uppfylla sitt inflationsmål och att inflationen ska bli 2 procent. När sedan genomsnittlig inflation blivit lägre har genomsnittlig reallön blivit högre än vad som förutsetts. Detta har medfört en högre genomsnittlig arbetslöshet. Enligt beräkningarna i Svensson (2015) har arbetslösheten blivit ungefär 0,8 procentenheter högre jämfört med om genomsnittlig inflation hade varit 2 procent.

Under denna period på hela 15 år har således det av Riksbanken tydligt kommunicerade inflationsmålet på 2 procent varit trovärdigt i meningen att inflationsförväntningarna, inklusive de hos arbetsmarknadens parter, legat nära målet, trots att faktisk inflation i genomsnitt legat betydligt lägre. Man kan alltså inte utan vidare anta att inflationsförväntningarna och lönebildningen alltid anpassas till faktisk inflation, i varje fall inte i detta fall när centralbanken och diskussionen om penningpolitiken betonat inflationsmålet så starkt och det inte – förrän de senaste åren – kommit fram särskilt tydligt att Riksbanken faktiskt systematiskt avviker från målet. Om faktisk inflation avviker från inflationsförväntningarna under en längre tid får således penningpolitiken

även mer långsiktiga effekter på reala variabler som sysselsättning och arbetslöshet. Under dessa omständigheter blir den långsiktiga Phillipskurvan inte längre vertikal utan får en negativ lutning, i motsats till den vanliga uppfattningen.²

För det andra, styrräntan har en nedre gräns som ligger strax under noll (Svensson 2010). Styrräntan kan inte sättas alltför långt under noll, eftersom det är möjligt för hushåll och företag att placera sina tillgångar i form av sedlar, som har en nominell avkastning strax under noll (inte exakt noll, eftersom kostnader för lagring, brottsförebyggande åtgärder med mera tillkommer). Den nedre gränsen för styrräntan kan hindra en tillräckligt expansiv penningpolitik i en situation med låg inflation och låg aggregerad efterfrågan.

Sedan krisen 2008–2009 har flera ekonomier, inklusive den svenska, hamnat i en situation med bindande nedre gräns för styrräntan. Den japanska ekonomin har befunnit sig i en sådan situation sedan 1990-talet. I detta läge, när styrräntan inte längre anses kunna sänkas mer, har flera centralbanker utvecklat och tillämpat så kallad *okonventionell penningpolitik* för att stimulera ekonomin. Denna har innefattat stora köp av stats- och andra värdepapper för att sänka långa räntor och även växelkursgolv upprätthållna med obegränsade valutainterventioner för att hindra valutan för att bli för stark. Den tjeckiska nationalbanken har det senaste året visat att en nedskrivning av valutan och ett växelkursgolv på en svagare nivå av allt att döma lyckats höja inflationen och stimulera den tjeckiska ekonomin ut ur en lång recession.³

För det tredje, penningpolitiken kan få mer utdragna effekter på sysselsättning och arbetslöshet genom att hög arbetslöshet under längre tid medför högre långtidsarbetslöshet. Långtidsarbetslösa har svårare att få arbete och högre långtidsarbetslöshet gör därför arbetslösheten mer trögrörlig, persistent.

2 Som diskuteras i Svensson (2015) hade rimligtvis inflationsförväntningarna inte förblivit förankrade vid inflationsmålet och lönebildningen inte fortsatt att utgå från en inflationstakt på 2 procent om den genomsnittliga inflationen hade avvikit betydligt mer än 0,6 procentenheter från målet.

3 Se Franta, Holub, Král, Kubicová, Šmídková och Vašíček (2014) och Svensson (2014f).

Penningpolitikens effekter via långtidsarbetslösheten gör att arbetslösheten blir mer ihållande och trögrörlig. Ju längre en period av hög arbetslöshet varar och ju mer långtidsarbetslösheten hinner stiga, desto svårare blir det att få ner arbetslösheten igen. För att få ner långtidsarbetslösheten kan då krävas en särskilt hög efterfrågan på arbetskraft så att korttidsarbetslösheten blir låg och en viss brist på arbetskraft uppstår.

Det är rimligt att lönebildningen påverkas mer av korttidsarbetslösheten än av långtidsarbetslösheten. Långtidsarbetslösas inflytande över lönebildningen och i fackföreningarna är rimligtvis lägre än korttidsarbetslösas. Om det krävs en hög arbetskraftsefterfrågan med åtföljande låg korttidsarbetslöshet för att få ner långtidsarbetslösheten, och korttidsarbetslösheten har större effekt på lönebildning och inflationen än långtidsarbetslösheten, kan detta medföra att en högre löneökning- och inflationstakt är nödvändig under en period för att minska långtidsarbetslösheten. Det är därför rimligt att inflationen tillåts skjuta över målet i en sådan situation. Eftersom inflationsmålet inte är något som kan uppfyllas vid varje tidpunkt utan bara i genomsnitt, något som diskuteras i Svensson (2014b) och som vi kommer att diskutera närmare senare, är det i och för sig inget problem om inflationen under en period överskrider målet. Inflationen bör ju ligga över målet lika mycket och ofta som den ligger under målet.

Att penningpolitiken påverkar långtidsarbetslösheten gör avvägningen mellan inflation, sysselsättning och arbetslöshet mer komplicerad och dynamisk. Framför allt gäller det att se till att en uppgång i arbetslösheten blir så kortvarig som möjligt och inte övergår i ökad långtidsarbetslöshet, även om detta kräver att inflationen tillåts skjuta över målet.⁴

För det fjärde, långtidsarbetslösa kan välja att lämna arbetskraften, det vill säga ge upp försöken att hitta ett nytt arbete. Då sjunker arbetslösheten utan att sysselsättningen stiger, och arbetslösheten och sysselsättningens andel av arbetskraften blir mindre lämpliga indikatorer på resursutnyttjandet. Om arbetskraftsdeltagandet är konjunkturberoende och påverkas

⁴ Rudebusch och Williams (2014) diskuterar optimal penningpolitik med hänsyn till långtidsarbetslösheten och visar att i nuvarande situation i USA inflationen bör tillåtas skjuta över målet för att minska långtidsarbetslösheten.

av penningpolitiken kan man försöka skatta den del av arbetskraften som är strukturell respektive konjunkturberoende och använda sysselsättningen och den med den konjunkturberoende arbetskraften justerade arbetslösheten som andel av den strukturella arbetskraften som ett lämpligt mått på resursutnyttjandet för penningpolitiken. Den fortsatta diskussionen i denna uppsats förs under antagande om att arbetskraftsdeltagandet huvudsakligen är strukturellt och att de konjunkturella effekterna på arbetskraften är små, som i Konjunkturinstitutets (2014, s. 29) bedömning. Då är arbetslösheten som andel av arbetskraften, arbetslöshetstalet, en lämplig indikator på resursutnyttjandet för penningpolitiken.⁵

Sammanfattningsvis leder denna diskussion av penningpolitikens effekter på inflation, sysselsättning och arbetslöshet alltså fram till att när det gäller inflationen kan penningpolitiken påverka den på såväl kortare och medellång sikt som på lång sikt. Penningpolitiken kan på litet längre sikt uppnå varje givet (positivt) inflationsmål. När det gäller sysselsättning och arbetslösheten kan penningpolitiken påverka dessa på kortare och medellång sikt. Med hänsyn till effekterna via långtidsarbetslösheten kan effekterna på sysselsättningen och arbetslösheten vara ganska utdragna, men penningpolitiken har dock ingen effekt på riktigt lång sikt, under förutsättning att inflationsförväntningarna på längre sikt anpassas till faktisk inflation.

Med hänsyn till vad penningpolitiken faktiskt kan åstadkomma är ett lämpligt och realistiskt mål för penningpolitiken att stabilisera såväl inflationen runt ett inflationsmål som sysselsättning eller arbetslöshet runt långsiktigt hållbara nivåer, ett exempel på en så kallad *flexibel inflationsmålspolitik*.⁶

5 I USA pågår när detta skrivs en intensiv diskussion om i vilken utsträckning ett observerat sjunkande arbetskraftsdeltagande är strukturellt respektive konjunkturellt och i vilken utsträckning arbetslöshetstalet underskattar mängden lediga resurser på arbetsmarknaden (Erceg och Levin 2014, Yellen 2014).

6 Med en *strikt* inflationsmålspolitik avses en penningpolitik enbart syftar till att stabilisera inflationen runt ett inflationsmål, oavsett konsekvenserna för realekonomin. Med en *flexibel* inflationsmålspolitik avses en penningpolitik som dessutom syftar till att stabilisera resursutnyttjandet, till exempel sysselsättning eller arbetslöshet runt långsiktigt hållbara nivåer. Termerna "strikt" och "flexibel" inflationsmålspolitik introducerades såvitt jag vet första gången i Svensson (1999).

Ett lämpligt och realistiskt mål för penningpolitiken är således att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå. Samtidigt är det mycket viktigt att komma ihåg att det är en fundamental skillnad mellan inflationsmålet och den långsiktigt hållbara nivån för arbetslösheten. Inflationsmålet kan väljas fritt (inom rimliga gränser) och penningpolitiken kan som sagt i princip på litet längre sikt uppfylla varje rimligt inflationsmål. Men den långsiktigt hållbara nivån för arbetslösheten kan inte väljas fritt. Den bestäms av reala och strukturella faktorer som påverkar arbetsmarknadens och lönebildningens funktionssätt. Den långsiktigt hållbara nivån på arbetslösheten är inte direkt observerbar. Den kan variera över tiden i takt med ändrade förhållanden, och den måste skattas med olika ekonometriska metoder under betydande osäkerhet. Denna skattning är inte lätt, även om den underlättas av att den långsiktigt hållbara arbetslösheten kan förväntas variera ganska långsamt, eftersom arbetsmarknadens och lönebildningens funktionssätt normalt ändras tämligen långsamt.

3. Den långsiktigt hållbara arbetslösheten

DEN LÅNGSIKTIGT HÅLLBARA arbetslösheten är således ett centralt begrepp i penningpolitiken. Hur kan den definieras mer precist? Vi kan se den som det arbetslöshetstal som skulle uppstå i ekonomin i ett så kallat deterministiskt steady state, det vill säga den hypotetiska långsiktiga jämvikt där ekonomins och arbetsmarknadens struktur och funktionssätt är oförändrade, ekonomins reala och nominella variabler är konstanta eller växer balanserat med konstant tillväxttakt, alla störningar och chocker har ebbat ut, och inflationsförväntningarna och inflationen är konstanta och lika. Alternativt kan vi se den som det genomsnittliga arbetslöshetstalet i ett så kallat stokastiskt steady state, som något förenklat skiljer sig från ett deterministiskt steady state därigenom att ekonomin utsätts för stokastiska störningar och chocker som har en konstant sannolikhetsfördelning, varvid ekonomin fluktuerar runt sitt deterministiska steady state enligt en konstant sannolikhetsfördelning (mer precist enligt en så kallad stationär stokastisk process).

På engelska brukar den långsiktigt hållbara arbetslösheten ofta kallas "the long-run natural rate of unemployment". Uttrycket "natural" här är inget värdeomdöme, det betyder bara den genomsnittliga nivå som uppstår i ekonomin. Federal Reserve kallar den "the longer-run normal rate of unemployment" (Federal Reserve 2014).

Förutsättningen att inflationen och inflationsförväntningarna är lika är viktig när den långsiktigt hållbara arbetslösheten ska beräknas. Eftersom den genomsnittliga inflationen i Sverige blivit lägre än de genomsnittliga inflationsförväntningarna har den genomsnittliga arbetslösheten blivit högre än om inflationsförväntningarna och inflationen i genomsnitt hade varit lika (Svensson 2015). Denna högre genomsnittliga arbetslöshet medför att beräkningar av den långsiktigt hållbara arbetslösheten som bygger på historiska genomsnitt leder till en systematisk överskattning, förmodligen på ungefär tre fjärdedels procentenhet. Riksbanken har till exempel beräknat ett intervall för den långsiktigt

hållbara arbetslösheten på mellan 5 och 7,5 procent, med således en mittpunkt på 6,25 procent. Men eftersom denna beräkning bygger på historiska genomsnitt ligger den sannolikt ungefär tre fjärdedels procentenhet för högt, så en bättre preliminär beräkning, som tar hänsyn till att inflationen och inflationsförväntningarna inte har varit lika, av den långsiktigt hållbara arbetslösheten slutar på en mittpunkt på ungefär 5,5 procent (se Svensson (2012a), appendix till protokollet från det penningpolitiska mötet i juli 2012). Detta är för övrigt inte långt ifrån den beräkning på ungefär 5 procent som Finansdepartementet (2011) presenterade i ett utförligt PM våren 2011.

Andra jämviktsbegrepp för arbetslösheten

Det förekommer flera olika mer kortsiktiga jämviktsgrepp för arbetslösheten, vilka inte ska förväxlas med den långsiktigt hållbara arbetslösheten. Ett vanligt sådant är begrepp är NAIRU ("Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment", ett något inkonsekvent namn eftersom det egentligen är fråga om en "Non-Increasing Inflation Rate of Unemployment"), den nivå för arbetslösheten för vilken inflationen på kort sikt förblir konstant. Om arbetslösheten överstiger respektive understiger NAIRU kommer då inflationen att stiga respektive falla. Detta begrepp används ofta lite slarvigt och omedvetet om att det bygger på restriktiva förutsättningar. Det förutsätter nämligen att Phillipskurvan (sambandet mellan inflationen och arbetslösheten) empiriskt är av en viss form, en så kallad "acceleration Phillips curve", där *förändringen* i inflationstakten varierar med arbetslösheten. Så behöver inte alls vara fallet. Phillipskurvan kan empiriskt vara en så kallad "level Phillips curve", där *nivån* på inflationstakten varierar med arbetslösheten. Med en sådan Phillipskurva förblir inflationen konstant men på olika nivå för varje konstant arbetslöshetsstal, så då blir NAIRU inte unik utan varje arbetslöshetsnivå är en NAIRU. Empiri och analys stödjer att Phillipskurvan för Sverige från 1997 är en "level curve" och inte en "acceleration curve" (Svensson 2015), så enligt detta är NAIRU numera inte ett för Sverige relevant jämviktsbegrepp.

Ett annat jämviktsbegrepp är "short-run natural rate of unemployment", som kan definieras som den arbetslöshet vid vilken inflationen på kort sikt är lika med förväntad inflation. Ett tredje är den så kallade

flexpris-arbetslösheten, den arbetslöshet som skulle uppstå om löner och priser var flexibla och inte trögrörliga.

De olika kortsiktiga jämviktsbegreppen sammanfaller eller skiljer sig åt beroende på vilka antaganden som görs om den underliggande modellen för ekonomin och arbetsmarknaden. De fluktuerar runt den långsiktigt hållbara arbetslösheten beroende på de temporära störningar ekonomin utsätts för. I praktiken är de kortsiktiga jämviktsbegreppen ofta inte särskilt precist definierade och dessutom i hög grad modellberoende. De påverkas av olika chocker och störningar och kan därför variera betydligt över tiden. Det betyder också att de är svåra att skatta empiriskt med någon precision.

Eftersom de kortsiktiga jämviktsbegreppen inte är så precist definierade, är modellberoende och varierar betydligt över tiden är det inte lämpligt att en flexibel inflationsmålpolitik, förutom att stabilisera inflationen runt ett inflationsmål, försöker stabilisera arbetslösheten runt ett kortsiktigt jämviktsbegrepp. Det skulle kräva en orealistisk kortsiktig finjustering av penningpolitiken. I stället är det lämpligt att stabilisera arbetslösheten runt den långsiktigt hållbara arbetslösheten, vilken utgör en mer stabil referenspunkt och därför kan ses som ett mer långsiktigt mål. Den långsiktigt hållbara arbetslösheten är också lättare att skatta med rimlig precision.

Det finns också principiella och teoretiska skäl att utgå från den långsiktigt hållbara arbetslösheten. Galí och Blanchard (2010) härleder en välfärdsbaserad målfunktion för penningpolitiken i en modern så kallad nykeynesiansk makromodell och visar att denna målfunktion innebär att inflationen ska stabiliseras runt ett inflationsmål och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå, inte runt en tidsvarierande kortsiktig jämviktsarbetslöshet. Man kan formulera det så att penningpolitiken dels ska begränsa inflationsgapet mellan inflationen och inflationsmålet, dels begränsa arbetslöshetsgapet mellan arbetslösheten och den långsiktigt hållbara arbetslösheten, vad man kan kalla det *långsiktiga* arbetslöshetsgapet.

På grund av hur de kortsiktiga jämviktsbegreppen definieras har de med den kortsiktiga avvägningen mellan inflation och arbetslöshet att göra. Man kan säga att inflationen på kortare sikt beror på ett *kortsiktigt* arbetslöshetsgap, nämligen gapet mellan arbetslösheten och en kortsik-

tig jämviktsarbetslöshet, där både arbetslösheten och den kortsiktiga arbetslösheten varierar över tiden. Detta betyder att det blir två olika arbetslöshetsgap som står i fokus för penningpolitiken, ett kortsiktigt och ett långsiktigt. Det som penningpolitiken då ska sträva efter är att begränsa såväl inflationsgapet som det långsiktiga arbetslöshetsgapet, med hänsyn till att det som påverkar inflationen är det kortsiktiga inflationsgapet.⁷ Ett specialfall av detta är när inflationen beror på korttidsarbetslösheten men penningpolitiken strävar efter att begränsa såväl inflationsgapet som gapet mellan den totala arbetslösheten (summan av korttids- och långtidsarbetslösheten) och den långsiktigt hållbara arbetslösheten.

Hur kan man påverka den långsiktigt hållbara arbetslösheten?

Som jag betonat ovan kan, under den viktiga förutsättningen att inflationsförväntningarna och lönebildningen anpassas till faktisk inflation (samt att penningpolitiken inte påverkar arbetskraftsdeltagandet), den långsiktigt hållbara arbetslösheten inte påverkas av penningpolitiken. I stället bestäms den av reala och strukturella faktorer som påverkar arbetsmarknadens och lönebildningens funktionssätt. Det betyder att den långsiktigt hållbara arbetslösheten kan påverkas och minskas av arbetsmarknadspolitik och annan strukturell politik som förbättrar arbetsmarknadens och lönebildningens funktionssätt. Om man vill minska den långsiktigt hållbara arbetslösheten ska man alltså inte använda sig av penningpolitiken utan vidta åtgärder inom andra politikområden.

Varför sysselsättnings- och arbetslöshetsgap i stället för andra mått på resursutnyttjandet?

Flexibel inflationsmålpolitik kan mera allmänt beskrivas som att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och resursutnyttjandet (inte bara just arbetslösheten) runt en långsiktigt hållbar nivå. Det finns ju fler mått på resursutnyttjandet än arbetslösheten. Ett vanligt mått är produktionsgapet, gapet mellan den faktiska produktionen och den lång-

⁷ I Galí och Blanchard (2010) visar detta sig i att det som sagt är det långsiktiga arbetslöshetsgapet som ingår i penningpolitikens målfunktion medan det är ett kortsiktigt arbetslöshetsgap som ingår i Phillipskurvan och påverkar inflationen, se Svensson (2012b).

siktigt hållbara produktionen, den så kallade potentiella produktionen.⁸ I diskussionen ovan har fokus i stället legat på arbetslöshetsgapet mellan den faktiska arbetslösheten och den långsiktigt hållbara arbetslösheten. Varför ska fokus hamna på arbetslöshetsgapet snarare än produktionsgapet, bland olika mått på resursutnyttjandet? Dessutom, i Riksbankens tolkning av riksbankspropositionens skrivning om Riksbankens mål utöver prisstabilitet (som jag diskuterar senare) står det att Riksbanken, ”förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera *produktion och sysselsättning* runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor” (kursivering tillagd). Detta antyder att Riksbanken avser att stabilisera både produktionsgap och sysselsättningsgap. Varför ska man då fokusera på sysselsättnings- och arbetslöshetsgap?

För det första, ett principiellt skäl är att det är full *sysselsättning* som är den ekonomiska politikens främsta mål, inte till exempel full produktion. Då är det rimligt att penningpolitiken fokuserar på sysselsättning och arbetslöshet.

För det andra är det mindre svårt att beräkna den långsiktigt hållbara arbetslösheten än den långsiktigt hållbara produktionen, potentiell produktion. Det långsiktigt hållbara arbetslöshetsstalet är en så kallad stationär variabel, den ligger någonstans mellan 4 och 7 procent, säg, och det varierar tämligen långsamt i takt med ändringar i ekonomins och arbetsmarknadens funktionssätt och med nya arbetsmarknadsreformer och åtgärder. Den kan beräknas med ett flertal olika etablerade metoder, och det forskas aktivt om dess storlek.

Det är betydligt svårare att beräkna potentiell produktion. Data för produktionen är av betydligt sämre kvalitet än data för sysselsättningen och arbetslösheten, finns bara som kvartalsdata, publiceras med längre fördröjning och revideras kraftigt i efterhand. Metoderna för att skatta potentiell output är inte särskilt etablerade. Det krävs ett antal antaganden om mycket osäkra och svårbestämda storheter antaganden som potentiell totalfaktorproduktivitet, potentiell kapitalstock och potentiellt arbetade timmar, som lätt blir godtyckliga och utgör stora felkällor. Potentiell produktion är inte en stationär variabel utan den växer över tiden – att skatta den är verkligen att skjuta på en flygande fågel. Det be-

8 Produktionen är här samma sak som bruttonationalprodukten, BNP.

tyder att beräkningarna kännetecknas av stor osäkerhet och betydande godtycke. Beräkningar av potentiell produktion blir i praktiken mycket osäkra och otillförlitliga, mer osäkra och otillförlitliga än beräkningar av den långsiktigt hållbara arbetslösheten.⁹

För det tredje, det finns ofta en livlig debatt om den långsiktigt hållbara arbetslösheten mellan arbetsmarknadsexperter, berörda myndigheter och andra. Det finns en stark svensk tradition av arbetsmarknadsforskning som kan höja kvaliteten på en sådan debatt. En viss beräkning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten kan därför utsättas för en noggrann granskning av experter och dess tillförlitlighet kan debatteras och verifieras. Svårigheterna att beräkna potentiell produktion, den stora osäkerheten och det stora godtycket i olika antaganden gör det i praktiken mer eller mindre omöjligt för utomstående att granska, debattera och verifiera en viss beräkning. Hur ofta ser vi en initierad debatt om potentiell produktion? Detta gör det möjligt att i olika syften manipulera beräkningar av potentiell produktion utan att detta lätt kan upptäckas. Denna möjlighet är betydligt mindre för beräkningar av långsiktigt hållbar arbetslöshet.

⁹ Se det penningpolitiska protokollet från mötet i juli 2011 (Riksbanken 2011) och Svensson (2011) för ytterligare diskussion, särskilt av problem med skattning av potentiell produktion efter krisen.

4. Full sysselsättning och Riksbankens mandat för penningpolitiken

FULL SYSSELSÄTTNING ÄR både nuvarande och tidigare regerings främsta mål för den ekonomiska politiken: "[D]et övergripande målet för vår ekonomiska politik [är] att nå full sysselsättning" (Socialdemokraterna 2013, s. 3). "Regeringens främsta mål för den ekonomiska politiken är full sysselsättning" (Regeringens proposition 2013/14:1, s. 18). "Ett tydligt sysselsättningsmål ska styra den ekonomiska politiken. Antalet personer som arbetar och antalet arbetade timmar i ekonomin ska öka så mycket att Sverige når lägst arbetslöshet i EU år 2020" (Sveriges regering 2014). Vilken roll har sysselsättningen i Riksbankens mandat för penningpolitiken?

Enligt riksbankslagen är målet för penningpolitiken att "upprätthålla ett fast penningvärde". Riksbanken har bestämt att med ett fast penningvärde menas ett inflationsmål på 2 procent för den årliga ökningen av konsumentprisindex, KPI.

I Sverige spelar förarbetena till våra lagar stor roll. Förarbetena förklarar hur lagarna ska tolkas och tillämpas. I förarbetena till riksbankslagen ingår den proposition om riksbankslagen som den dåvarande socialdemokratiska regeringen lämnade till riksdagen, Regeringens proposition 1997/98:40, i fortsättningen kallad riksbankspropositionen. I riksbankspropositionen står det i första stycket, efter omnämmandet av pristabilitetsmålet (min kursivering):

Såsom myndighet under riksdagen ska Riksbanken därutöver, *utan att åsidosätta pristabilitetsmålet*, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och *hög sysselsättning*. (s. 1)

Riksbanken preciserar i inledningen till varje penningpolitisk rapport hur den tolkar denna skrivning i riksbankspropositionen (min kursivering):

Samtidigt som penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. 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*. (Riksbanken 2014b)¹⁰

Detta innebär att Riksbanken har preciserat riksbankspropositionens ”hög sysselsättning” till en sysselsättning längs en ”långsiktigt hållbar utvecklingsbana”. Eftersom enligt diskussionen ovan Riksbanken (förutsatt att genomsnittliga inflationsförväntningarna anpassas till genomsnittlig faktisk inflation) inte kan påverka långsiktig sysselsättning och arbetslöshet är det rimligt att tolka Riksbankspropositionens ”hög sysselsättning” som *långsiktigt hållbar sysselsättning*.

Under antagande om att arbetskraftsdeltagandet huvudsakligen är strukturellt och oberoende av penningpolitiken motsvaras en given långsiktigt hållbar sysselsättning en motsvarande *långsiktigt hållbar arbetslöshet*. Vi kan således tolka Riksbankens mandat som att stabilisera såväl inflationen runt inflationsmålet som arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar arbetslöshet.

Vad menas med ”utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet” och ”inflationsmålet är överordnat”?

I citatet från riksbankspropositionen ovan förekommer uttrycket ”utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet”. I Riksbankens precisering står det också att ”inflationsmålet är överordnat”. Med detta menas förstås samma sak. Men exakt vad betyder det? Vilket kriterium ska användas för att avgöra om prisstabilitetsmålet har åsidosatts eller inte? Förarbetena till Riksbankslagen och Riksbanken har inte preciserat vad uttrycket

¹⁰ Denna precisering publicerades efter ingående diskussioner i Riksbankens direktion för första gången i skriften *Penningpolitiken i Sverige* i maj 2006. Preciseringen finns förutom i varje penningpolitisk rapport i nuvarande version av skriften, Riksbanken (2010).

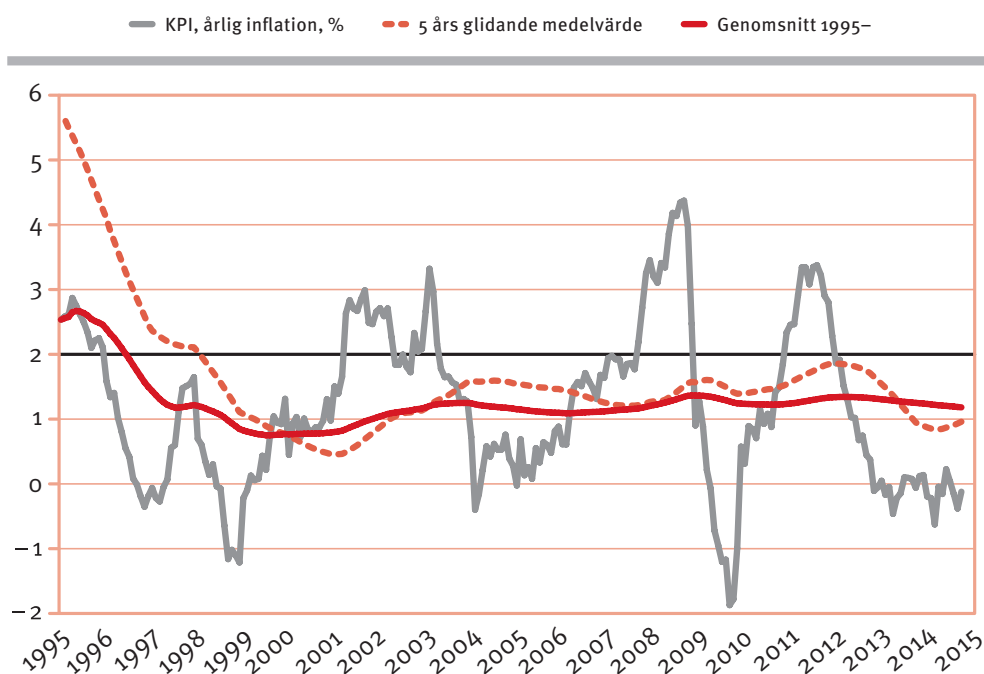
skulle betyda i praktiken och vilket kriterium som ska användas. Finansutskottet har inte heller klargjort detta. Som diskuteras i Svensson (2014b) resulterar en närmare granskning av uttryckets möjliga betydelse att det rimligtvis inte kan betyda något annat än att inflationsmålet ska uppfyllas i genomsnitt, det vill säga att genomsnittlig inflation under en längre period ska inom rimliga gränser överensstämma med inflationsmålet. Om genomsnittlig inflation under en längre period avviker från inflationsmålet kan man alltså säga att prisstabilitetsmålet åsidosatts.

Först och främst måste man påminna sig, att det inte är praktiskt möjligt att hålla inflationen exakt på 2 procent. Inflationen reagerar med viss fördröjning på penningpolitiska åtgärder. Det kan ta ett eller ett par år innan en ränteändring fått sitt huvudsakliga genomslag på inflationen, och under denna period inträffar normalt oförutsedda och ofta inte direkt observerbara 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.

Man skulle kanske kunna tänka sig att uttrycket skulle kunna tolkas som Riksbankens inflationsprognoser ska ligga på målet inom en rimlig horisont, till exempel 2–3 år. Utvärderingar av Riksbankens prognoser visar dock att dessa under senare år systematiskt överskattat inflationen (se till exempel Flam (2014), Konjunkturinstitutet (2013), Riksbanken (2014c) och en avslöjande intervju med Karolina Ekholm återgiven i Svensson (2014a)). En möjlig och till och med trolig orsak till denna överskattning är att direktionens majoritet frestats att överdriva inflationsriskerna för att bättre motivera en hög räntebana som egentligen motiverats oro för hushållens skuldsättning. Oavsett detta kan man hävda att möjligheten att manipulera inflationsprognosen för olika syften gör det olämpligt att använda inflationsprognosens överensstämmelse med målet som ett kriterium på huruvida prisstabilitetsmålet åsidosätts eller inte.

I stället, vad det rimligtvis kan och bör betyda är att ett *genomsnitt* av inflationen *under en längre period* ska ligga nära 2 procent. Man kan förstås undra hur lång denna längre period ska vara. Det borde preciseras, men man kan tänka sig en period på åtminstone fem, kanske tio

Diagram 3.1 KPI-inflation, 5 års glidande medeltal och genomsnitt från 1995



Källa: SCB.

eller femton år. Jag har valt att illustrera Riksbankens måluppfyllelse beträffande inflationsmålet i figurer med årlig KPI-inflation, femåriga glidande medeltal samt genomsnitt sedan 1995 då inflationsmålet började gälla (diagram 3.1).

För att man ska säga att inflationsmålet inte har åsidosatts får inte genomsnittet ligga för långt ifrån 2 procent. Som framgår av diagram 3.1 har femårsgenomsnitten sedan 1998 aldrig överskridit 2 procent och genomsnittet från 1995 fram till oktober 2014 är 1,2 procent, långt under 2 procent. För att bedöma hur god måluppfyllelse som är möjlig och realistisk kan man jämföra med andra centralbanker med inflationsmål. Som visas i Svensson (2015) har andra centralbanker med oförändrat inflationsmål lika länge som Sverige en genomsnittlig inflation som avviker på sin höjd ett par tiondelar från målet. Riksbanken avviker alltså klart från andra centralbanker med inflationsmål.

Denna tolkning av "utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet" och

”inflationens målet är överordnat” är helt förenlig med formuleringen av Riksbankens mandat att stabilisera inflationen runt inflationens målet och stabilisera arbetslösheten runt den långsiktigt hållbara arbetslösheten. Att stabilisera inflation runt inflationens målet bör nämligen resultera i en genomsnittlig inflation nära målet och därmed medföra att prisstabilitetsmålet inte åsidosätts. Att stabilisera arbetslösheten runt den långsiktigt hållbara arbetslösheten bör också resultera i en genomsnittligt arbetslöshet nära den långsiktigt hållbara arbetslösheten (förutsatt att genomsnittliga inflationsförväntningar stämmer överens med genomsnittlig inflation).¹¹

Federal Reserves mandat

Som jag noterat i Svensson (2014b) innebär ovanstående tolkning av Riksbankens mandat att den har samma mandat som Federal Reserve. I Federal Reserve Act står det att Federal Reserve ska ”effektivt främja målen maximal sysselsättning och stabila priser” (min översättning). I ett centralt policydokument, ”Uttalande om långsiktiga mål och penningpolitisk strategi” (Federal Reserve 2014), har Federal Reserve preciserat hur de penningpolitiska målen ska tolkas. Dokumentet antogs första gången i januari 2012 och har sedan antagits på nytt i januari varje år.

I dokumentet slås fast att inflationen på längre sikt bestäms av penningpolitiken, och att det därför är lämpligt att ha ett mål för inflationen på längre sikt. Ett inflationsmål på 2 procent bedöms vara förenligt med Federal Reserve Act.

Dokumentet betonar också att den maximala sysselsättningen är bestämd av icke-monetära faktorer som påverkar arbetsmarknadens funktionssätt. Den kan förändras över tiden och är inte direkt observer- och mätbart. Därför är det inte lämpligt att ha ett fast numeriskt mål för den maximala sysselsättningen. Samtidigt nämner dokumentet i detta sammanhang att Federal Reserve (i januari 2014) bedömt att den långsiktigt ”normala” arbetslösheten ligger mellan 5,2 och 5,8 procent, alltså ett intervall med en mittpunkt på 5,5 procent. Den långsiktigt ”normala”

¹¹ Notera att, om inflationsmålet inte är trovärdigt på så sätt att inflationsförväntningarna ligger över målet och genomsnittlig inflation ligger på målet, kommer den genomsnittliga arbetslösheten att bli högre än den långsiktigt hållbara arbetslösheten (som ju avser arbetslösheten i ett steady state när inflationsförväntningarna har anpassats till faktisk inflation).

arbetslösheten är förstås samma sak som den långsiktigt hållbara arbetslösheten, och det innebär att den ”maximala sysselsättningen” förstås är samma sak som den långsiktigt hållbara sysselsättningen.

Federal Reserves mandat innebär således att Federal Reserve ska stabilisera såväl inflationen runt sitt inflationsmål på 2 procent som sysselsättning och arbetslöshet runt långsiktigt hållbara nivåer. Det betyder att Federal Reserve och Riksbanken i praktiken har samma mandat.

Dokumentet förtydligar ytterligare att Federal Reserve bedriver penningpolitiken i syfte att begränsa inflationens avvikelser från inflationsmålet och sysselsättningens avvikelser från Federal Reserves bedömning av dessa ”maximala nivå” (det vill säga dess bedömning av den långsiktigt hållbara nivån). Dokumentet påpekar att det ofta inte är någon konflikt mellan dessa syften, men att om det uppstår en konflikt mellan dem avser Federal Reserve följa ett ”balanserat” tillvägagångssätt när det gäller att uppfylla dem.

Federal Reserves balanserade tillvägagångssätt måste rimligtvis tolkas som att Federal Reserve lägger ungefär lika stor vikt vid att stabilisera inflationen runt inflationsmålet som att stabilisera sysselsättningen och arbetslösheten runt långsiktigt hållbara nivåer. Flera ledamöter i Federal Open Market Committee (FOMC), Federal Reserves penningpolitiska kommitté, har också uttryckt att de fäster lika vikt vid båda målen (se diskussion och referenser i Svensson 2014c).

Federal Reserve har genom detta centrala dokument blivit utomordentligt tydlig om sina penningpolitiska mål, inklusive att man fäster ungefär lika vikt vid att stabilisera inflationen och sysselsättningen. Riksbanken är inte lika tydlig på denna punkt.

I praktiken har således Federal Reserve och Riksbanken samma mandat för penningpolitiken. Men Riksbanken är inte lika tydlig om sitt mandat. Federal Reserves koncisa och välskrivna policydokument är en lämplig modell för hur Riksbankens mål för inflation, sysselsättning och arbetslöshet kan förtydligas.

5. Behövs ett explicit sysselsättnings- eller arbetslöshetsmål för penningpolitiken?

BEHÖVS ETT EXPLICIT sysselsättnings- eller arbetslöshetsmål i penningpolitiken? Enligt media sa Stefan Löfven i en intervju för Reuters i maj 2014 att Socialdemokraterna vid en valseger skulle överväga att lägga till ett mål för arbetslösheten i Riksbankens målformulering. ”Jag tycker att man med tiden borde överväga att lägga till ett tydligare mål för arbetslösheten”, ska Löfven ha sagt, med hänvisning till att Federal Reserve har ett sådant mål (Dagens Industri 2014). Vänsterpartiets Ulla Andersson och Jonas Sjöstedt föreslog 2012 att Riksbanken skulle få ett mål för sysselsättningsgraden (Andersson och Sjöstedt 2012). Som nämnts har den nya regeringen i regeringsförklaringen infört ett sysselsättningsmål för den ekonomiska politiken enligt vilket Sverige ska nå ”lägst arbetslöshet i EU år 2020” (Sveriges regering 2014).

Som jag diskuterat ovan finns sysselsättningen redan i dag i Riksbankens mandat, som detta beskrivs i riksbankslagens förarbeten (riksbankspropositionen) och även i Riksbankens egen tolkning av sitt mandat. Min uppfattning är att nuvarande skrivningar i Riksbankslagen och dess förarbeten är tillräckliga och inte behöver ändras. Däremot behöver nuvarande skrivningar förklaras bättre och förtydligas, så att sysselsättningen och arbetslösheten ges större vikt. Det bör klart och tydligt sägas att målet för penningpolitiken är att både stabilisera inflationen runt inflationsmålet och sysselsättningen runt en långsiktigt hållbar nivå, och att detta normalt innebär att arbetslöshetsstalet ska stabiliseras runt en långsiktigt hållbart nivå. Federal Reserves centrala policydokument, ”Uttalande om långsiktiga mål och penningpolitisk strategi”, är en lämplig modell för ett sådant förtydligande.

Som jag betonat tidigare och som betonas i Federal Reserves centrala policydokument är det inte lämpligt att ha ett fast numeriskt mål för den långsiktigt hållbara arbetslösheten, eftersom den bestäms av reala faktorer som påverkar arbetsmarknadens och lönebildningens funktionssätt, kan variera över tiden, inte är direkt observer- och mätbar och därför måste beräknas med olika ekonometriska metoder under

betydande osäkerhet. Det är i det sammanhanget lätt att se problem med att Riksbanken ensam skulle beräkna den långsiktigt hållbara arbetslösheten och till exempel i efterhand kunna förbättra måluppfyllelsen genom att revidera sin bedömning av den långsiktiga arbetslösheten i riktning mot den realiserade arbetslösheten. En möjlighet är att en myndighet som Konjunkturinstitutet eller Finanspolitiska rådet skulle få i uppgift att, under stor öppenhet om metoder och data och under allmän debatt och granskning av experter och intresserade, göra sådana beräkningar. En annan möjlighet vore att tillsätta en särskild kommitté av experter att göra en sådan beräkning. Här är det givetvis en stor fördel att arbetsmarknadsforskning är ett stort och väletablerat område med hög kompetens i Sverige.

Det behöver också förtydligas vilken relativ vikt stabilisering av sysselsättning och arbetslösheten har relativt stabilisering av inflationen, enligt förebild från Federal Reserve. Som nämnts kan Federal Reserves uttalande om ett "balanserat tillvägagångssätt" när det gäller att begränsa inflationens avvikelser från målet och sysselsättningens avvikelser från en långsiktigt hållbar nivå tolkas som att lika vikt ska tillämpas, och flera ledamöter i FOMC har uttalat sig i enlighet med detta. Enligt min mening är lika vikt rimlig, i synnerhet som sysselsättningen har så stor vikt i den allmänna ekonomiska politiken.

Eftersom Riksbanken är en myndighet under Riksdagen är det lämpligt att Riksdagens finansutskott gör ett förtydligande av Riksbankens mandat för penningpolitiken, med Federal Reserves centrala policydokument som mall. Utskottet har tidigare ställt sig bakom en flexibel inflationsmålspolitik och att det innebär att penningpolitiken har två mål.¹² Utskottet kan också beställa en beräkning av det långsiktigt hållbara arbetslöshetsstalet av Konjunkturinstitutet eller Finanspolitiska rå-

12 I sitt betänkande 2012 skrev utskottet (Finansutskottet 2012, s. 35):

Utskottet ställer sig bakom Riksbankens flexibla inflationsmålspolitik. Som utskottet har framfört tidigare innebär emellertid den flexibla penningpolitiken att såväl den penningpolitiska beslutsprocessen som utvärderingen av politiken blir mer komplicerad. Till skillnad från tidigare styrs penningpolitiken numera av två mål, även om målen inte har samma tyngd.

... Från utskottets synvinkel är det viktigt att man tydligt kan utvärdera den flexibla inflationsmålpolitiken ur politikens båda dimensioner, det vill säga att både stabilisera inflationen och den realekonomiska utvecklingen.

det, eller tillsätta en särskild expertkommitté för en sådan beräkning. Slutligen kan utskottet också förtydliga vilken relativ vikt som ska läggas på arbetslöshetsstabilisering i förhållande till inflationsstabilisering.

6. Behöver inflationsmålet höjas?

BEHÖVER INFLATIONSMÅLET HÖJAS? Under senare år har det diskuterats både internationellt och i Sverige om inflationsmålet borde höjas. I detta sammanhang har Krugman (2014) nyligen presenterat både gamla och nya argument för en höjning av inflationsmålet från nuvarande vanliga 2 procent till exempelvis 4 procent. För det första menar Krugman att erfarenheterna från den globala finanskrisen tyder på att risken för att styrräntans nedre gräns begränsar penningpolitiken i utvecklade ekonomier i större utsträckning än vad man trodde tidigare. Kostnaden av denna begränsning i form av ett sämre makroekonomiskt utfall verkar också vara större än vad man trodde tidigare. Dessutom innebär risken för så kallad "secular stagnation" och/eller en nedåtgående trend i den neutrala ("naturliga") räntan att risken för en bindande nedre gräns kan öka över tiden. För det andra menar Krugman att restriktionen att nominella löner inte kan falla rimligtvis är mjukare än styrräntans nedre gräns, men det finns dock empiriskt stöd för att fallande nominallöner äger rum bara under svåra förhållanden. Detta medför att real- och relativanpassningen av lönerna blir betydligt svårare vid låg inflation. Samtidigt tycks kraven på stora relativlöneförändringar kunna uppstå oftare än man trott, till exempel i det ofullständigt integrerade euroområdet med gemensam valuta. För det tredje hävdar Krugman att det finns ökande tecken på att ekonomier som hamnar i en djup recession med låg inflation också kan hamna i en både ekonomisk och politisk fälla, där recession och låg inflation ömsesidigt förstärker varandra. Med politisk fälla avser Krugman här en situation när bättre politik i form av en mer expansiv penning- och finanspolitik tekniskt sett är möjlig men centralbank, regering och parlament/kongress är på grund av olika låsningar oförmögna att leverera den ekonomisk politik som krävs för att komma ur fällan. Ett högre inflationsmål kan då ses som en slags försäkring mot att hamna i en situation när ovanstående problem uppstår.

Jag anser Krugmans argument är värda att ta på allvar, inklusive svårigheterna för det ekonomisk-politiska systemet att leverera både rätt

penningpolitik och rätt finanspolitik i till exempel Japan, eurozonen och USA. Jag är dock inte övertygad om argumenten gäller den svenska ekonomin och det svenska ekonomisk-politiska systemet i lika hög grad. För det första har penningpolitiken av allt att döma större verkan i en liten mycket öppen ekonomi som den svenska. En rörlig växelkurs ökar penningpolitikens effekt på exportefterfrågan och inflationen för importerade varor och tjänster. Bolån med en hög andel rörlig ränta ökar också penningpolitikens effekt på hushållens konsumtion och efterfrågan. För det andra, den nuvarande situationen i Sverige med en recession i form av hög arbetslöshet och låg efterfrågan samt mycket låg inflation i kombination med en bindande nedre gräns för styrräntan är visserligen mycket oroande.¹³ Man kan knappast helt utesluta att det finns en risk för att hamna i en allvarlig fälla, möjligtvis till och med den ekonomisk-politiska fälla som Krugman särskilt varnar för.¹⁴ Men samtidigt är det tydligt att nuvarande situation inte var oundviklig utan en följd av en felaktig och alltför stram penningpolitik från Riksbankens sida. Förhoppningsvis var detta en engångsföreteelse, i synnerhet om den demokratiska kontrollen av Riksbanken skärps och en bättre koordinering av penningpolitiken och makrotillsynens införs, som föreslås nedan.

För Sveriges del tycker jag därför att det som närmast ligger till hands är en omläggning av penningpolitiken så att den verkligen kraftfullt använder alla till buds stående medel för att stabilisera såväl inflationen runt inflationsmålet på 2 procent som arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå.¹⁵ Här är det viktigt att ett uppfyllande av inflationsmålet innebär att genomsnittlig inflation under en längre period ska vara nära 2 procent. Det är således inget problem, och i nuvarande situation i själva verket lämpligt, att om möjligt låta inflationen skjuta över målet under en tid, för att snabbare driva ner arbetslösheten mot en långsiktigt hållbar nivå.

13 Som diskuteras ovan är dock den nedre gränsen inte noll utan något negativ.

14 För Sveriges del skulle en sådan ekonomisk-politisk fälla kunna innefatta både en ovilja från Riksbankens sida att göra allt som krävs för att uppnå inflationsmålet och en långsiktigt hållbar arbetslöshet samt en oförmåga från regerings och riksdags sida att leverera en tillräckligt expansiv finanspolitik.

15 Alla till buds stående medel inkluderar okonventionella metoder som en något negativ styrränta samt obligationsköp och valutaförsvagning med ett växelkursgolv, som diskuterats tidigare. Ett temporärt prisnivåmål i enlighet med den "idiotsäkra" metoden bör inte heller uteslutas (Svensson 2014f).

I Sverige gör de i sammanhanget starka statsfinanserna och låga statskulden att det också är möjligt med en under några år betydligt mer expansiv finanspolitik om penningpolitiken inte räcker till.

Om det i framtiden skulle visa sig att en sådan penningpolitik trots allt begränsas av styrräntans nedre gräns i sådan utsträckning att den inte förmår uppfylla inflationsmålet och hålla arbetslösheten nära en långsiktigt hållbar nivå kan det då bli aktuellt att överväga att höja inflationsmålet. Men enligt min mening bör Riksbanken först med en omlagd och vitaliserad penningpolitik göra ett allvarligt försök att förbättra måluppfyllelsen. Men det kräver en betydligt skärpt demokratisk kontroll av Riksbanken, som diskuteras i Svensson (2014d), liksom en bättre koordinering av penningpolitiken och makrotillsynen.

7. Den demokratiska kontrollen av Riksbanken

PENNINGPOLITIKEN I SVERIGE har delegerats till en självständig centralbank. Syftet är att bättre uppnå de i demokratisk ordning bestämda målen för penningpolitiken. Jag har själv förespråkat den styrmodellen. Men Riksbankens penningpolitik har som bekant under de senaste åren lett till en inflation långt under målet och en arbetslöshet högt över en långsiktigt hållbar nivå. Riksbanken har inte bara åsidosatt inflationsmålet utan också den ekonomiska politikens viktigaste mål, full sysselsättning. Detta trots att riksbankslagens förarbeten anger att Riksbanken, utan att åsidosätta inflationsmålet, ska stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning.

Riksbanken har försvarat sig med att en lägre ränta skulle öka hushållens skuldsättning och öka risken för en framtida kris och ännu högre arbetslöshet. Men enligt de beräkningar som Riksbanken publicerade i februari 2014 har styrräntan mycket små och ej statistiskt signifikanta effekter på hushållens skuldkvot och reala skulder (Riksbanken 2014a). Man kan med utgångspunkt från dessa beräkningar lätt visa att de samhällsekonomiska kostnaderna för denna politik har varit mångdubbelt större än eventuella intäkter (Svensson 2014e).¹⁶

Varför har det inte fungerat som jag och många andra trodde och hoppades? Hur kan man framledes säkerställa att Riksbanken bättre uppfyller målen? Och hur kan man vid behov koordinera penningpolitiken och politiken för finansiell stabilitet, den så kallade makrotillsynen?

För Riksbanken finns ett unikt så kallat instruktionsförbud. Ingen annan myndighet får bestämma hur Riksbanken beslutar om penning-

¹⁶ Svensson (2014e) visar hur man, med användande av siffror från Riksbanken om effekterna av styrräntan på arbetslösheten och skuldsättningen samt siffror från Schularick och Taylor (2012) och Flodén (2014) om effekten av skuldsättningen på sannolikheten respektive för respektive djupet av en kris, kan beräkna samhällsekonomiska kostnader och intäkter av Riksbankens högre styrränta. En sådan beräkning visar sig att kostnaderna, i form av högre arbetslöshet de närmaste åren, är ungefär 250 gånger större än intäkten, lägre förväntad arbetslöshet i framtiden. Kostnaderna borde förstås vara mindre än intäkten för att Riksbankens räntepolitik skulle vara motiverad. Eftersom inflationen och prisnivån blivit lägre än vad hushållen förväntat sig har den reala skuldbördan till och med ökat betydligt, varvid om något riskerna med skuldsättningen ökat.

politiken. Det är en viktig del av självständigheten. Men instruktionsförbudet ska förstås inte få hindra att Riksbanken kritiseras om den inte uppfyller målen för penningpolitiken. Förbudet är ju till för att Riksbanken *bättre* ska uppfylla målen. Det kan inte innebära att riksdag och regering tyst ska tolerera att Riksbanken åsidosätter målen.

Vad beror då bristerna i penningpolitiken på? Som jag diskuterar utförligare i Svensson (2014d) vill jag hävda att det beror på att två kontrollmekanismer inte fungerat. Den ena kontrollmekanismen är den ursprungliga idén med Riksbankens direktion, att sex självständiga direktionsledamöter ska fatta bättre beslut än en ensam riksbankschef. Den kontrollmekanismen har satts ur spel genom att riksbankschefen fått för stor makt. Enligt Riksbankslagen har direktionen all beslutsmyndighet och riksbankschefen har ingen särskild makt utom att han eller hon har utslagsröst vid lika röstetal i direktionen. I praktiken har mycket mer makt koncentrerats hos riksbankschefen.

Ett viktigt steg mot en sådan maktkoncentration togs före tillsättningen av två nya ledamöter med tillträde i januari 2012. Då framförde nämligen riksbanksfullmäktiges dåvarande ordförande, Johan Gernandt, att de nya ledamöterna borde följa den tidigare majoritetslinjen, vilket i praktiken innebar att de skulle stödja riksbankschefen. Ett sådant förfarande förfelar idén med sex självständiga ledamöter. Genom att styra penningpolitiken synes det också strida mot instruktionsförbudet. Ansvarsfördelningen och beslutsordningen inom Riksbanken har dessutom utvecklats till att ge riksbankschefen en ställning som inte motsvarar att denne bara är en av sex likvärdiga direktionsmedlemmar. Riksbankens avdelningschefer har till exempel i praktiken kommit att rapportera till riksbankschefen i stället för till hela direktionen. Riksbankschefen har också kommit att dominera och styra över Riksbankens kommunikation, till exempel genom att alltid vara den som leder presskonferenser i stället för att detta roterar bland direktionsledamöterna. "Personifieringen" av Riksbanken, att Riksbanken ska identifieras med riksbankschefen Stefan Ingves, har i själva verket varit en mycket medveten strategi i det kommunikationsarbete som Riksbankens informationssekretariat bedrivit (Meyersson och Petrelius Karlberg 2012).

Den andra kontrollmekanism som inte fungerat är riksdagens uppföljning och kontroll av Riksbanken. Finansutskottet ordnar utfrågningar av

riksbankschefen och övriga direktionsledamöter, men de följer en begränsande rutin, utan tid och möjlighet till följdfrågor. Finansutskottet beställer varje valperiod en utvärdering av penningpolitiken av utländska experter. Den senaste utredningen med utländska experter fokuserade huvudsakligen på krishanteringen under krisen och var otydlig om penningpolitiken. Utredarna ansåg inte ens att det var deras sak att ta ställning till de olika argument som framförts av direktionsledamöterna och utförligt redovisats i protokollen från de penningpolitiska mötena. Detta trots att protokollet rimligtvis ger den bästa informationen om ledamöternas individuella ställningstaganden och kvaliteten på deras resonemang och således borde vara en viktig källa vid utkrävande av varje ledamots individuella ansvar.

Bättre utnämningpolitik och skärpt kontroll

För att i framtiden undvika brister i penningpolitiken och Riksbankens ledning behöver fullmäktiges utnämningpolitik förbättras och den demokratiska kontrollen av Riksbanken skärpas.

Riksdagen och fullmäktige bör säkerställa att riksbankens ledning fungerar på avsett sätt, att maktbalansen inom direktionen upprätthålls och att tanken med en direktion med självständiga ledamöter inte förfeblas. Detta kan också kräva reformer av ansvarsfördelning, beslutsordning och kommunikationspolicy i Riksbanken. Avgörande här är förstas att riksdagen till att börja med klargör när den utser ledamöter i fullmäktige att i deras uppdrag ingår att värna och stödja såväl ledamöternas självständighet som Riksbankens mandat.

Den demokratiska uppföljningen och kontrollen av Riksbanken kan skärpas på flera sätt. Finanspolitiska rådets noggranna granskning av finanspolitiken är en förebild. Rådet kan, som föreslagits tidigare, få ökade resurser och ett utökat mandat att också granska penningpolitiken och avge en årlig rapport om penningpolitiken till riksdagen. Rådet skulle också kunna få riksdagen som huvudman. Parallellt kan Konjunkturinstitutet, som redan behandlar penningpolitiken i sina rapporter, få ett mer explicit uppdrag att i en årlig rapport utvärdera penningpolitiken. En skärpt kontroll bör också säkerställa att Riksbanken även stödjer målet om full sysselsättning. Finansutskottet kan även utnyttja mer experthjälp vid utfrågningar av direktionen samt ordna utfrågningar av externa experter och en återkommande konferens om penningpolitiken.

8. Bättre koordinering av penningpolitiken och makrotillsynen

RIKSBANKEN HAR ALLTSÅ på grund av oro för hushållens skuldsättning med en högre styrränta fört en politik som åsidosatt inflationsmålet och medfört mycket för hög arbetslöshet. Detta dock utan att Riksbanken kunnat påvisa något teoretiskt eller empiriskt stöd för att styrräntan skulle kunna påverka hushållens skuldkvot och minska eventuella risker i någon meningsfull utsträckning. Men detta hindrar i och för sig inte att det skulle kunna uppstå situationer när penningpolitiken skulle kunna utgöra ett hot mot den finansiella stabiliteten och behöva justeras med hänsyn till denna. Detta ställer frågan hur penningpolitik och åtgärder för att bevara den finansiella stabiliteten vid behov kan koordineras? Vem ska bedöma om penningpolitiken i något läge behöver justeras för att inte utgöra eller för att motverka ett hot mot den finansiella stabiliteten? De svenska erfarenheterna pekar på riskerna med att Riksbanken gör denna bedömning.

I Sverige har Finansinspektionen ansvaret för den finansiella stabiliteten och alla makrotillsynsverktyg. Därmed är det rimligt att Finansinspektionen, inte Riksbanken, bedömer om det skulle uppstå ett läge där penningpolitiken medför ett hot mot den finansiella stabiliteten som Finansinspektionen inte kan hantera med sina verktyg och där penningpolitiken därför kan behöva inriktas på att motverka hot mot den finansiella stabiliteten. Finansinspektionen kan i så fall framföra en varning om detta i det nya Finansiella stabilitetsrådet. Efter en sådan varning skulle det vara upp till Riksbanken att besluta om hur detta skulle påverka penningpolitiken. Därigenom överträds inte instruktionsförbudet. I frånvaro av en sådan varning från Finansinspektionen skulle dock Riksbanken inte ha någon ursäkt för att åsidosätta de penningpolitiska målen.¹⁷

¹⁷ Detta påminner om den ordning som tillämpas i Storbritannien, till exempel beträffande den så kallade "financial stability knockout" som diskuteras i Bank of England (2013). Enligt denna ska Financial Policy Committee, som har ansvar för politiken för finansiell stabilitet och som kontrollerar makrotillsynsverktygen, meddela Monetary Policy Committee, som har ansvar för penningpolitiken och kontrollerar styrräntan, om penningpolitiken skulle utgöra ett tydligt hot mot den finansiella stabiliteten som Financial Policy Committee inte kan hantera med sina tillgängliga medel.

En sådan ordning för penningpolitiken och den finansiella stabiliteten skulle klargöra ansvarsförhållandena och göra det möjligt att bättre utkräva ansvar av de berörda myndigheterna. Det skulle i sin tur rimligtvis bidra till bättre måluppfyllelse inom både penningpolitiken och makrotillsynen.

Referenser

- Andersson, Ulla, och Jonas Sjöstedt (2012), "Ge Riksbanken ett sysselsättningsmål", *Svenska Dagbladet*, 2012-09-06, www.svd.se.
- Bank of England (2013), *Monetary Policy Trade-offs and Forward Guidance*, www.bankofengland.co.uk.
- Blanchard, Olivier, and Jordi Galí (2010), "Labor Markets and Monetary Policy: A New Keynesian Model with Unemployment", *American Economic Journal: Macroeconomics* 2, 1–30.
- Dagens Industri (2014), "Löfven vill ändra Riksbankens mål", 2014-05-07, www.di.se.
- Erceg, Christopher J., och Andrew T. Levin (2013), "Labor Force Participation and Monetary Policy in the Wake of the Great Recession," IMF Working Paper WP/13/245, www.imf.org.
- Federal Reserve (2014), *Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy*, Federal Open Market Committee, www.federalreserve.gov.
- Finansutskottet (2012), *Utvärdering av penningpolitiken 2009–2011*, Finansutskottets betänkande 2011/2012:FiU24, www.riksdagen.se.
- Flam, Harry (2014), "Den svarta lådan vid Brunkebergstorg", Ekonomistas-inlägg 2014-11-19, ekonomistas.se.
- Flodén, Martin (2014), "Did Household Debt Matter in the Great Recession", www.martinfloden.net.
- Franta, Michael, Tomáš Holub, Petr Král, Ivana Kubicová, Kateřina Šmídková och Bořek Vašíček (2014), "The Exchange Rate as an Instrument at Zero Interest Rates: The Case of the Czech Republic", Research and Policy Notes No. 3/2014, Czech National Bank, www.cnb.cz.
- Konjunkturinstitutet (2013), "Riksbanken har systematiskt överskattat inflationen", fördjupning i *Konjunkturläget augusti 2013*, 105–109, www.konj.se.
- Konjunkturinstitutet (2014), *Konjunkturläget augusti 2014*, www.konj.se.
- Krugman, Paul (2014), "Inflation Targets Reconsidered," ECB Forum on Central Banking, Sintra, www.ecb.int.
- Meyersson, Pernilla, och Pernilla Petrelius Karlberg (2012), *En resa i kommunikation. Fallet Sveriges riksbank*, SNS förlag.

- Regeringens proposition (1997/98:40), *Riksbankens ställning*, www.regeringen.se.
- Regeringens proposition (2013/14:1), *Budgetpropositionen för 2014*, www.regeringen.se.
- Riksbanken (2010), *Penningpolitiken i Sverige*, www.riksbank.se.
- Riksbanken (2011), "Penningpolitiskt protokoll nr 3, 2011-07-04", www.riksbank.se.
- Riksbanken (2014a), "Penningpolitikens effekt på hushållens skuldsättning", fördjupning i *Penningpolitiks rapport februari 2014*, www.riksbank.se.
- Riksbanken (2014b), *Penningpolitisk rapport juli 2014*, www.riksbank.se.
- Riksbanken (2014c), *Redogörelse för penningpolitiken 2013*, www.riksbank.se.
- Rudebusch, Glenn D., och John C. Williams (2014), "A Wedge in the Dual Mandate: Monetary Policy and Long-Term Unemployment", Working Paper 2014-14, Federal Reserve Bank of San Francisco, www.frbsf.org.
- Schularick, Moritz och Alan M Taylor (2012), "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870–2008", *American Economic Review* (102), 1029–1061.
- Socialdemokraterna (2013), "Framtidskontraktet – politiska prioriteringar", politiskt dokument, www.socialdemokraterna.se.
- Svensson, Lars E.O. (1999), "Inflation Targeting: Some Extensions", *Scandinavian Journal of Economics* 101, 337–361.
- Svensson, Lars E.O. (2010), "Monetary Policy and Financial Markets at the Effective Lower Bound," *Journal of Money, Credit and Banking* 42 (Supplement), 229–242.
- Svensson, Lars E.O. (2011), "Practical Monetary Policy: Examples from Sweden and the United States", *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2011, 289–332.
- Svensson, Lars E.O. (2012a), "Korrigerig av Riksbankens skattning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten", appendix 2 till *Penningpolitiskt protokoll juli 2012*, larseosvensson.se.
- Svensson, Lars E.O. (2012b), "Unemployment Gaps: Notes on Blanchard and Galí (2010)", not, juli 2012, larseosvensson.se.
- Svensson, Lars E.O. (2014a), "Avslöjande intervju med Karolina Ekholm om Riksbankens inflationsprognoser", Ekonomistas-inlägg 2014-09-24, Ekonomistas.se.

- Svensson, Lars E.O. (2014b), "De senaste årens penningpolitik – 'leaning against the wind'", *Ekonomisk Debatt* 3/2014, 6–24.
- Svensson, Lars E.O. (2014c), "How to Weigh Unemployment Relative to Inflation in Monetary Policy", *Journal of Money, Credit and Banking* 46(S2), 183–188.
- Svensson, Lars E.O. (2014d), "Riksbanken, måluppfyllelsen och den demokratiska kontrollen", *Ekonomisk Debatt* nr 4 2014 årgång 42, 54–66.
- Svensson, Lars E.O. (2014e), "Why Leaning Against the Wind Is the Wrong Monetary Policy for Sweden", larseosvensson.se.
- Svensson, Lars E.O. (2014f), "Växelkursdepreciering när styrräntans nedre gräns binder", Ekonomistas-inlägg 2014-12-08, Ekonomistas.se.
- Svensson, Lars E.O. (2015), "The Possible Unemployment Cost of Average Inflation below a Credible Target", publiceras i *American Economic Journal: Macroeconomics* 7(1).
- Sveriges regering (2014), *Regeringsförklaringen den 3 oktober 2014*, www.regeringen.se.
- Yellen, Janet L. (2014), "Labor Market Dynamics and Monetary Policy", tal vid Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming.

Rapporter i serien

1. Sverige behöver ett bättre banksystem
ISBN 978-91-566-2967-9
2. Hundra år av ojämlikhet – löner och löneutveckling efter klass och kön
ISBN 978-91-566-2968-6
3. Bör sänkt lägstalön ingå i en svensk sysselsättningsstrategi?
ISBN 978-91-566-2982-2
4. Hur många har erfarenhet av arbetslöshet?
ISBN 978-91-566-2983-9
5. Den ”nya” strukturomvandlingen?
Jobbpolariseringen och konkurrensen om jobben
ISBN 978-91-566-2985-3
6. Vilja, få och förmå – Synpunkter på en sysselsättningspolitik byggd på ekonomiska incitament
ISBN 978-91-566-2997-6
7. Skolan sviker – hur, varför och vad vi kan göra åt det?
ISBN 978-91-566-2999-0
8. Inflation – allt du behöver veta men aldrig vågat fråga om
ISBN 978-91-566-3001-9
9. Investeringar och sysselsättning i Sverige
ISBN 978-91-566-3002-6
10. Bostadsbrist och arbetsmarknad
– hur får vi en bostadsmarknad i balans?
ISBN 978-91-566-3004-0
11. Samhällsekonomi i koma – kan höjda löner återuppliva den?
ISBN 978-91-566-3008-8
12. Modellen som klev ut genom ett fönster
– om globaliseringen och den svenska modellens framtid
ISBN 978-91-566-3009-5
13. Penningpolitik och full sysselsättning
ISBN 978-91-566-3010-1



Sveriges Riksbank har ett mycket viktigt uppdrag – att stabilisera prisutvecklingen i ekonomin och att stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken. Den samlade bilden bland politiker och ekonomer i Sverige är att uppdraget att minimera svängningarna bäst sköts i huvudsak av en oberoende Riksbank. Men de senaste åren har diskussionsvågorna gått höga kring hur Riksbanken sköter detta uppdrag. En stor grupp kritiker menar att penningpolitiken inte har varit anpassad för den efterfrågesituation som ekonomin har befunnit sig i. Det har dessutom uppstått en diskussion om vilka mål penningpolitiken egentligen ska styra mot.

Lars E.O. Svensson, tidigare vice riksbankschef och numera gästprofessor vid Handelshögskolan i Stockholm, har länge deltagit i diskussionen om Riksbankens måluppfyllelse, såväl i sin roll som vice riksbankschef som i rollen som en av världens ledande forskare på det penningpolitiska området. I denna rapport till projektet *Full sysselsättning och solidarisk lönepolitik* tar han denna diskussion vidare för att analysera vilken betydelse penningpolitiken har när det gäller att bidra till full sysselsättning.

December 2014

ISBN 978-91-566-3010-1

www.lo.se