

Svar till Andersson och Jonung – de misstar sig på alla punkter

Lars E.O. Svensson

Web: larseosvensson.se

Reviderad 2014-04-29

Fredrik Andersson och Lars Jonung framför kritik mot min analys av och mina slutsatser om Riksbankens penningpolitik, dels i en artikel i *Ekonomisk Debatt* 3/2014 (Andersson och Jonung 2014), dels i en intervju av Jonung i *Dagens industri* (2014). Kritiken kan sammanfattas i tre punkter:

(1) I motsats till vad jag hävdade (t.ex. i Svensson 2014b), skulle Riksbanken ha uppfyllt inflationsmålet.

(2) Min skattning i Svensson (2013a), av hur mycket högre den genomsnittliga arbetslösheten under 1997-2011 blivit på grund av lägre inflation än målet, skulle inte vara robust. Den skulle bygga på en för enkel modell och bortse från att inflationsförväntningarna har varierat. Mina resultat skulle inte hålla om hänsyn tas till varierande inflationsförväntningar. Mina resultat skulle inte heller hålla om man jämför med andra skattningar av jämviktsarbetslösheten.

(3) Riksbanken har begränsad möjlighet att genom penningpolitiken påverka sysselsättning och arbetslöshet i en liten öppen ekonomi som den svenska. Riksbanken bör inte ha sysselsättning och arbetslöshet som mål.

Andersson och Jonung tycks dock missta sig på samtliga punkter.

Beträffande (1) utgår deras diskussion av måluppfyllelsen inte från det officiella målindexet, KPI, utan från ett annat prisindex som systematiskt överskattat KPI-inflationen. De missuppfattar också den roll som det 2010 avskaffade toleransintervallet hade.

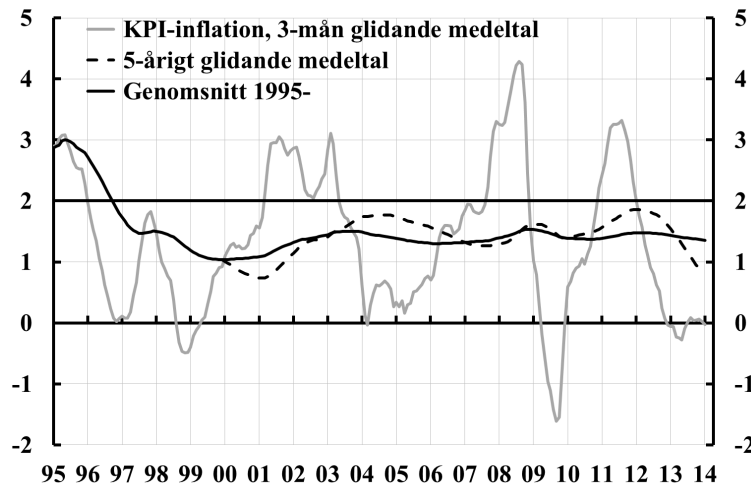
Beträffande (2) och att min ekonometriska modell skulle vara för enkel, missar de att en mycket komplicerad modell, Riksbankens standardmodell Ramses, ger samma resultat som min skattning. Beträffande att jag skulle bortse från varierande inflationsförväntningar, missar de obegripligt nog att jag i uppsatsen explicit inkluderar inflationsförväntningarna som förklaringsvariabler och att detta inte påverkar mitt resultat. Beträffande jämförelse med andra skattningar av jämviktsarbetslösheten missar de att alla skattningar, som bygger på genomsnittlig arbetslöshet, systematiskt överskattar jämviktsarbetslösheten, när genomsnittlig inflation understiger genomsnittliga inflationsförväntningar.

Beträffande (3) missar de att penningpolitiken normalt har större effekt på inflation och realekonomi i en liten öppen ekonomi än i en större och mer sluten ekonomi. Framförallt missar de att Riksbankens förarbeten lägger fast att ”såsom myndighet under riksdagen skall Riksbanken..., utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning”, samt att Riksbanken preciserat att den, förutom att uppfylla inflationsmålet, också ”strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor”. Finansutskottet har också tydligt ställt sig bakom detta.

Har Riksbanken uppfyllt inflationsmålet?

Riksbanken har ett inflationsmål på 2 procent för den årliga ökningen av konsumentprisindex. Figur 1 visar KPI-inflationen fram till januari 2014 (3-månaders glidande medeltal, 5-årigt glidande medeltal och genomsnittet från 1995 fram till varje tidpunkt). Genomsnittet från 1995 till januari 2014 är 1,4 procent. Femårs-genomsnitten ligger hela tiden under 2 procent och i januari 2014 på 0,9 procent. Denna figur ger onekligen intrycket att Riksbanken i praktiken snarast haft 1,4 procent som inflationsmål.

Figur 1. Genomsnittlig inflation betydligt under målet. Procent.



Som visas i Svensson (2014b, tabell 1) avviker Riksbanken när det gäller måluppfyllelsen tydligt från de centralbanker som haft ett fast inflationsmål lika länge som Sverige, nämligen centralbankerna i Kanada, Storbritannien och Australien. Dessa har klart bättre måluppfyllelse.¹

Andersson och Jonung hävdar dock att Riksbanken uppfyllt inflationsmålet, med hänvisning till måluppfyllelsen är bättre för ett annat index än KPI, nämligen KPIF, KPI beräknade med oförändrade bolåneräntor. KPIF-inflationen har i genomsnitt blivit 1,8 procent, 0,4 procentenheter högre än KPI-inflationen och bara 0,2 procentenheter under målet.

Men den fördjupning i Riksbankens penningpolitiska rapport 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”, är det onekligen rimligt att mäta måluppfyllelsen med det angivna målindexet. Finns det brister i indexet bör det bytas ut i förväg och inte när utfallet blivit känt.

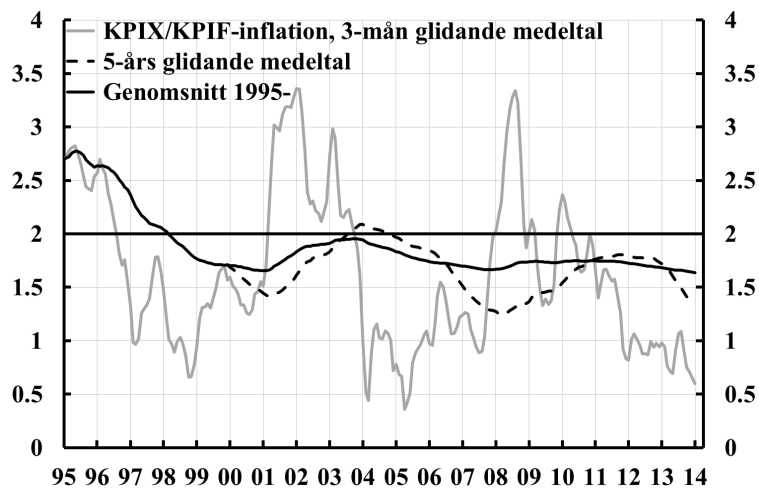
KPIF skapades 2008 och skiljer sig från KPI genom att boendekostnaderna beräknas med oförändrad bolåneränta. Det betyder att KPIF missar den långsiktiga globala trend i realräntan i världsekonomin och därmed reala bolåneräntorna i Sverige som vi haft sedan 1990-talet, en

¹ Som jämförelse visar Svensson (2014b) också hur figur 1 ser ut för Kanada.

trend som beror av fundamentala reala faktorer. Ibland framställs det som om skillnaden mellan KPI och KPIF beror på Riksbankens egna räntesänkningar, men detta är missvisande. Penningpolitiken kan inte göra något åt en global trend i räntorna utan måste följa med trenden. Styrräntan 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 annat index för underliggande inflation, KPIX (tidigare kallat UNDI_X). Det bortser från boendekostnaderna och får också en bias gentemot KPI. Figur 2 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. Riksbankens måluppfyllelse ser således knappast bättre ut med KPIX/KPIF-inflationen.

Figur 2. Genomsnittlig KPIX/KPIF-inflation också under målet. Procent.



Andersson och Jonung hänvisar också till det 2010 avskaffade toleransintervallet på plus/minus 1 procentenhet och tycks mena att det räcker med att genomsnittlig inflation faller inom intervallet. Men toleransintervallet syftade främst till att betona att Riksbanken inte kunde hindra kortsiktiga svängningar i inflationen. Eftersom detta numera är välkänt finns det inte längre behov av det. Det har aldrig inneburit att det räcker med att genomsnittlig inflation ligger mellan 1 och 3 procent. (Sveriges riksbank 2010.)

Mätt med KPI, det index som inflationsmålet är uttryckt i, står det således klart att Riksbanken tydligt avvikit från inflationsmålet på 2 procent, i motsättning till vad Andersson och Jonung hävdar.

Är min skattning av hur mycket högre genomsnittlig arbetslöshet som för låg inflation orsakat robust?

Andersson och Jonung hävdar att den ekonometriska modell jag använder är för enkel. Själv anser jag att en enkel modell, som bygger på få antaganden och är väl förenlig med data, mycket väl kan ha ett större och mer robust förklaringsvärde än en mer komplicerad modell som bygger på ett stort antal antaganden.

Men faktum är att en mycket mer komplicerad modell, nämligen Riksbankens huvudmodell, Ramses, bekräftar mina resultat, som jag har påpekat i Svensson (2013b), en kommentar till

Söderström och Vredin (2013). Mitt resultat är ju att 0,6 procentenheter lägre KPI-inflation än målet under 1997-2011 har lett till 0,8 procentenheter högre genomsnittlig arbetslöshet.²

Söderström och Vredin (2013) använder Ramses och visar att en penningpolitik som ger 0,2 procentenheter lägre genomsnittlig KPIF-inflation under 1997-2011 medför 0,25 procentenheter högre genomsnittlig arbetslöshet under denna period. De tolkar detta som att min skattning på 0,8 procentenheter högre arbetslöshet är överdriven och ungefär tre gånger för stor. Men de nämner märkligt nog inte att 0,2 procentenheter lägre genomsnittlig KPIF-inflation under denna period också medför 0,2 procentenheter lägre genomsnittlig KPI-inflation under samma period. Den nedåtgående trenden i reala bolåneräntor, som förklarar nivåskillnaden mellan KPI- och KPIF-inflationen ändras ju inte i detta experiment, så det betyder att genomsnittlig KPI- och KPIF-inflation ändras lika mycket.

Söderström och Vredin visar alltså att 0,2 procentenheter lägre genomsnittlig KPI-inflation än målet leder till 0,25 procentenheter högre genomsnittlig arbetslöshet. Men KPI-inflationen under 1997-2011 blev 0,6 procentenheter under målet. För att jämföra med min skattning och beräkna hur mycket högre den genomsnittliga arbetslösheten då blir måste de således multiplicera sina resultat med 3. Då ger $3 \cdot 0,2 = 0,6$ procentenheter lägre genomsnittlig KPI- och KPIF-inflation upphov till $3 \cdot 0,25 = 0,75$ procentenheter högre genomsnittlig arbetslöshet. Detta är mycket nära min skattning på 0,8 procentenheter högre arbetslöshet. Ramses, en mycket komplicerad modell, bekräftar således mitt resultat. Märkligt nog nämner Söderström och Vredin inte detta i sin kommentar.

Andersson och Jonung hävdar också att jag antar att inflationsförväntningarna är konstanta och att jag inte skulle ta hänsyn till varierande inflationsförväntningar. Detta är ett mycket märkligt påstående. Det verkar som Andersson och Jonung inte läst uppsatsen. I uppsatsen testar jag nämligen robustheten i mina resultat genom att också använda inflationsförväntningarna som förklaringsvariabler (Svensson 2013a, tabell 2, kolumn 2 och 3, samt tabell 3, kolumn 2).

Det visar sig då i motsvarande regressioner att koefficienterna för inflationsförväntningarna inte är signifikant skilda från noll. Dessutom skiljer sig lutningen på den långsiktiga Phillipskurvan inte signifikant från den i mitt standardfall. Det betyder att mitt resultat håller även om hänsyn tas till varierande inflationsförväntningar. Den kritik som Andersson och Jonung framför är således inte bara felaktig, den är snarast obegriplig.

Andersson och Jonung jämför också genomsnittlig arbetslöshet med skattningar av jämviktsarbetslösheten från Konjunkturinstitutet, OECD och Riksbanken. De visar att det genomsnittliga arbetslöshetsgap man då får är mycket mindre än de 0,8 procentenheter jag kommer fram till. Men dessa skattningar av jämviktsarbetslösheten bygger på historiska genomsnitt av arbetslösheten. Andersson och Jonung missar, att om genomsnittlig inflation underskrider genomsnittliga inflationsförväntningar, så blir det historiska genomsnittet en systematisk överskattning av jämviktsarbetslösheten. I uppsatsen (sid. 18-19, figur 14 och 15) visas att Riksbankens tidigare skattning av jämviktsarbetslösheten av allt att döma är en systematisk överskattning på ungefär 0,75 procentenheter. I Svensson (2012) kommer jag också fram till att en korrigering på 0,75 procentenheter av Riksbankens nya skattning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten. Det är obegripligt att Andersson och Jonung missar och således inte diskuterar denna systematiska överskattning.

Robustheten i mina resultat diskuteras ytterligare i Svensson (2014a).

² 0,8 procentenheter högre genomsnittlig arbetslöshet under 1997-2011 motsvarar 38 000 fler arbetslösa. Ett 95-procentigt konfidensintervall ges av [0,55, 1,5], vilket ger ett intervall mellan 26 000 och 70 000 fler arbetslösa (Svensson 2013a, 2014b).

Kan Riksbanken påverka sysselsättning och arbetslöshet och ska Riksbanken ha dem som mål?

Andersson och Jonung hänvisar till att sysselsättning och arbetslöshet påverkas av olika störningar och ifrågasätter hur mycket penningpolitiken kan påverka arbetslösheten i en liten öppen ekonomi som den svenska. Mot detta kan påpekas att penningpolitiken i en liten öppen ekonomi normalt anses mer kraftfull än i en stor sluten ekonomi, främst för att växelkurskanalen i transmissionsmekanismen får en betydelsefull och kraftfull roll.

I Riksbankens huvudmodell, Ramses, har också penningpolitiken en betydande effekt på sysselsättning och arbetslöshet. Som jag redan nämnt ger också Ramses upphov till samma långsiktiga Phillipskurva som min ekonometriska modell, och samma ökning i genomsnittlig arbetslöshet på grund av för låg inflation, som Söderström och Vredin (2013) (indirekt) visat. Hur mycket penningpolitiken enligt Ramses påverkat arbetslösheten och inflationen de senaste åren visas också av det kontrafaktiska experiment som jag redovisat i Svensson (2014b).

När det gäller sysselsättningen och arbetslöshetens ställning i Riksbankens penningpolitik, nämner Andersson och Jonung märkligt nog inte att förarbetet till riksbankslagen, regeringens proposition 1997/98:40, skriver (min kursivering):

Såsom myndighet under riksdagen skall Riksbanken..., utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och *hög sysselsättning*. (Sveriges regering 1997, s. 1.)

Andersson och Jonung nämner inte heller att 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.³

Det är dock 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.

³ I regeringens proposition finns uttrycket ”utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet”, och i Riksbankens precisering finns uttrycket ”inflationsmålet är överordnat”. Svensson (2014b) diskuterar utförligt hur dessa uttryck skall tolkas. (Detta är också relevant för tolkningen av Finansutskottets uttalande nedan, ”även om målen inte har samma tyngd”). Slutsatsen är att uttrycken innebär att ett genomsnittlig KPI-inflation under en längre period ska ligga nära inflationsmålet, annars åsidosätts inflationsmålet.

I sin utvärdering av penningpolitiken 2009-2011 ställer sig Finansutskottet bakom principerna för en flexibel inflationsmålpolitik och att detta innebär att penningpolitiken numera har två mål:

Utskottet ställer sig bakom Riksbankens flexibla inflationsmålpolitik. Som utskottet har framfört tidigare innebär emellertid den flexibla penning- politiken 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, dvs. att både stabilisera inflationen och den realekonomiska utvecklingen.* (Finansutskottet 2012, s. 35, min kursivering.)

Sammanfattning

Sammantaget tycks alltså Andersson och Jonung missta sig på samtliga punkter. För det först, mätt med Riksbankens målindex, KPI, har Riksbanken avvikit från inflationsmålet. För det andra, min skattning, av hur mycket högre den genomsnittliga arbetslösheten har blivit under 1997-2011 på grund av lägre inflation än målet, är robust och håller, även om hänsyn tas till varierande inflationsförväntningar. Den håller också om man jämför med andra skattningar av jämviktsarbetslösheten, eftersom dessa skattningar systematiskt överskattar jämviktsarbetslösheten, när inflationen i genomsnitt underskrider inflationsförväntningarna. För det tredje, enligt Riksbankslagets förarbeten ska Riksbanken stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Riksbanken säger i linje med detta att den utom att uppfylla inflationsmålet också strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara inflationsbanor. Finansutskottet har också tydligt ställt sig bakom detta.

Referenser

Andersson, Fredrik N.G., och Lars Jonung (2014), ”Riksbanken och inflationen 1995-2012 – missar Svensson målet?”, *Ekonomisk Debatt* 2014/3, s. 36-48.

Dagens Industri (2014), ”Har lyckats med inflationsmålet”, 2014-04-17.

Finansutskottet (2012), Utvärdering av penningpolitiken 2009-2011, Finansutskottets betänkande 2011/2012:FiU24, www.riksdagen.se.

Svensson, Lars E.O. (2012), ”Korrigerig av Riksbankens skattning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten”, appendix 2 till protokollet från det penningpolitiska mötet i juli 2012, larseosvensson.se.

Svensson, Lars E.O. (2013a), ”The possible unemployment cost of average inflation below a credible target”, publiceras i *American Economic Journal: Macroeconomics*, larseosvensson.se.

Svensson, Lars E.O. (2013b), ”A commentary by Söderström and Vredin confirms my estimate”, larseosvensson.se.

Svensson, Lars E.O. (2014a), ”Hur robust är beräkningen av den högre arbetslösheten?” inlägg på Ekonomistas 2014-05-05, ekonomistas.se.

Svensson, Lars E.O. (2014b), ”De senaste årens penningpolitik – ’leaning against the wind’”, *Ekonomisk Debatt* 2014/3, s. 6-24, larseosvensson.se.

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

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

Sveriges riksbank (2010), "Riksbanken tar bort toleransintervall vid preciseringen av målet för penningpolitiken", beslutsunderlag 2010-05-31, www.riksbank.se.

Söderström, Ulf, and Anders Vredin (2013), "Inflation, arbetslöshet och penningpolitik", Ekonomisk kommentar nr 1, 2013, www.riksbank.se.