

Remissvar, Dnr Fi2019/04029/B

Riksbankskommitténs betänkande En ny riksbankslag (SOU 2019:46)

David Domeij, Tore Ellingsen och Lars E.O. Svensson

Handelshögskolan i Stockholm

16 april 2020

Sammanfattning

Att värna Riksbankens oberoende har varit en princip för kommitténs arbete. Vi stöder denna princip. Vi anser också att Riksbankskommitténs lagförslag vad gäller mål och uppdrag är i huvudsak väl avvägda.

Vi stöder att målet för penningpolitiken nu förtydligas och att Riksbanken ska upprätthålla ”varaktigt låg och stabil inflation”. Vi stöder också att målet explicit innefattar att Riksbanken ”utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet” också ska ”bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning”.

Vi delar dock inte kommitténs förslag till tolkning av termerna och begreppen ”varaktigt” och ”utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet”. Kommitténs tolkning av dessa innebär att ekonomiska aktörers *förväntningar* om inflationen ska ligga nära målet på medellång sikt. Men inflationsmålet avser den *faktiska* inflationen, inte förväntningarna om densamma. Vi hävdar istället att ”varaktigt” och ”utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet” bör tolkas som att den *genomsnittliga faktiska inflationen* under en längre period (t.ex. fem år) normalt ska ligga nära eller variera måttligt och någorlunda symmetriskt runt målet. Detta oavsett om inflationsförväntningar ligger nära eller avviker från målet på medellång sikt.

Under hela perioden sedan 1995 (när inflationsmålet började gälla) har genomsnittlig inflation legat tydligt under målet, såväl med KPI som med KPIX/KPIF. Men fram till 2014 låg trots detta femårsgenomsnitt av inflationsförväntningarna två och fem år framåt nära målet. Enligt kommitténs tolkning har således Riksbanken åtminstone fram till 2014 *inte* åsidosatt prisstabilitetsmålet, trots att genomsnittlig inflation legat betydligt *under* målet. Detta illustrerar orimligheten i kommitténs tolkning.

Beträffande Riksbankens mål och uppgifter avseende det finansiella systemet delar vi kommitténs bedömning att ”motverka finansiella obalanser” (eller motsvarande uttryck) inte bör vara ett underordnat mål inom penningpolitiken i den nya riksbankslagen. Hänsyn till finansiella obalanser ska i stället tas i den mån det sammantaget bedöms förbättra den förväntade utvecklingen av inflationen och realekonomin. Hänsyn till finansiella obalanser utöver effekter på inflationen och realekonomin ska därmed inte beaktas.

Men det finns formuleringar som gör gränserna mellan uppdragen penningpolitik och finansiell stabilitet otydliga. Kommittén föreslår att Riksbanken ska bedöma om det finansiella systemet är stabilt och effektivt och verka för att identifiera sårbarheter och risker i det finansiella systemet som kan leda till allvarliga störningar eller betydande effektivitetsförluster. Men dessa uppgifter ingår i makrotillsynen och tillhör Finansinspektionens ansvarsområde. Dessutom har Riksbanken har inga medel för krisförebyggande verksamhet utöver att säkra att betalningsväsendet är säkert och effektivt. De betydande resurser i personal och budget som Riksbanken förbrukar inom krisförebyggande bedömningar och utredningar bör tillföras Finansinspektionen.

Kommittén föreslår också att, om Riksbanken bedömer att åtgärder krävs från någon annan myndighet än Riksbanken för att minska risken för allvarliga finansiella störningar i den svenska ekonomin, ska Riksbanken uppmärksamma myndigheten och andra berörda på detta. Men detta innebär att Riksbanken kan få en överordnad och kontrollerande roll av andra myndigheter och får möjlighet att utöva påtryckningar om andra myndigheters verksamhet. Samtidigt finns inga mekanismer för att utkräva ansvar för sådana påtryckningar. En myndighet bör inte ha uppgifter som den inte kan ställas till ansvar för och som inkräktar på andra myndigheters ansvarsområden och kan försvåra deras verksamhet.

Vi delar också helt och hållet de synpunkter och förslag till ändringar som framförts i ett särskilt yttrande av kommitténs sakkunniga Peter Englund, Lars Hörngren och Per Krusell. Som yttrandet framhåller och som redan nämnts finns tyvärr formuleringar i kommitténs lagförslag som gör gränserna mellan uppdragen penningpolitik och finansiell stabilitet otydliga. Dessutom vill kommittén ge Riksbanken befogenheter som är olämpliga för en oberoende centralbank och som riskerar att underminera legitimiteten för Riksbankens oberoende. Kommitténs förslag angående lån till valutareserven är särskilt problematiskt. Dels ger det Riksbanken obegränsad rätt att förfoga över statliga medel, vilket försvagar riksdagens kontroll över finansmakten. Dels ger det legitimitet till den förtida förstärkning av valutareserven som Riksbanken redan har genomfört, till en räntekostnad på i storleksordning 500 miljoner kronor per år, motsvarande mer än hälften av Riksbankens årliga driftskostnader.

2 kap. Penningpolitik

I 2 kap. 1 § anges målet för penningpolitiken enligt följande:

1 § Riksbankens huvudmål är att upprätthålla prisstabilitet genom varaktigt låg och stabil inflation (prisstabilitetsmålet). Riksbanken beslutar om utformningen av prisstabilitetsmålet. Ytterligare bestämmelser om sådana beslut finns i tilläggsbestämmelse 9.17.4 andra stycket och 11 kap. 18 a § riksdagsordningen.

Utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet ska Riksbanken också bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning (ta realekonomisk hänsyn). (s. 89)¹

Vi stöder att målet för penningpolitiken nu förtydligas och explicit innefattar att bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning. Vi delar dock inte kommitténs förslag till tolkning av termerna och begreppen ”varaktigt” och ”utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet”.

Enligt kommittén bör termen ”varaktigt” ingå i målformuleringen i syfte att betona att penningpolitiken ska bedrivas på ett sådant sätt att *”inflationmålet är trovärdigt på medellång sikt. Inflationförväntningar från ekonomiska aktörer är i detta sammanhang en central indikator”* (s. 626, kursivering tillagd).

Termen ”varaktigt” ska alltså enligt kommittén betyda att ekonomiska aktörers inflationsförväntningar ska vara nära inflationsmålet på medellång sikt.

Uttrycket ”utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet” förekommer i EUF-fördraget, artikel 282.2:

Huvudmålet för ECBS [European System of Central Banks] ska vara att upprätthålla prisstabilitet. Utan att åsidosätta detta mål ska det stödja den allmänna ekonomiska politiken inom unionen för att bidra till att förverkliga unionens mål.

Men, som kommittén noterar, vad ”utan att åsidosätta” i praktiken innebär framgår inte av EUF-fördraget och det går inte heller att finna några utförliga förklaringar i ECB:s penningpolitiska strategi.

¹ Sidhänvisningar avser Riksbankskommittén (2019).

ECB har bara framhållit att dess mål är att uppnå prisstabilitet på medellång sikt och att trovärdighet för prisstabilitetsmålet är centralt för penningpolitikens effektivitet (s. 686).

Utifrån denna bristfälliga information gör kommittén tolkningen att ”ECB kan ta hänsyn till den allmänna ekonomiska politiken i den mån prisstabilitetsmålet trovärdigt kan upprätthållas på medellång sikt. En viktig indikator på trovärdighet i praktiken är aktörernas inflationsförväntningar inom den tidshorisonten” (s. 686).

Kommitténs klargör sin bedömning av vad ”utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet” ska betyda ytterligare i denna paragraf:

En tolkning av ECB:s syn när det gäller vilken grad av hänsyn som kan tas till den allmänna ekonomiska politiken är att denna hänsyn inte negativt påverkar förtroendet för prisstabilitetsmålet på medellång sikt. En viktig indikator på det sistnämnda är aktörernas inflationsförväntningar. En tolkning av att prisstabilitetsmålet är överordnat realekonomisk hänsyn är att om det uppstår en förväntad motsättning mellan den realekonomiska utvecklingen och bibehållet förtroende för prisstabilitetsmålet på medellång sikt så ska centralbanken välja att uppfylla prisstabilitetsmålet. Kommittén tycker det är ett rimligt sätt att beskriva hur prisstabilitetsmålet är överordnat den reala hänsynen. (s. 702)

”Utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet” ska alltså – liksom termen ”varaktigt” – enligt kommittén betyda att ekonomiska aktörers inflationsförväntningar ska vara nära inflationsmålet på medellång sikt.

Vi anser att denna kommitténs tolkning av termerna och begreppen är olämplig. Prisstabilitetsmålet avser *den faktiska inflationen*, inte *aktörernas förväntningar* om inflationen. Därför, om den faktiska inflationen och inflationsförväntningarna skiljer sig åt är det den faktiska inflationen som ska räknas och ska stå i fokus.

Vi hävdar istället att ”varaktigt” och ”utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet” bör tolkas som att den *genomsnittliga faktiska inflationen under en längre period (t.ex. fem år)* normalt ska ligga nära eller variera måttligt och någorlunda symmetriskt runt målet. Detta oavsett om inflationsförväntningar ligger nära eller avviker från målet på medellång sikt.²

Kommitténs tolkningsförslag innebär att även om den faktiska inflationen i genomsnitt under en längre period avviker från inflationsmålet innebär detta ingalunda att inflationsmålet åsidosätts, så länge som inflationsförväntningarna på medellång sikt ligger nära målet.

Kommitténs förslag innebär att prisstabilitetsmålet ingalunda är ett mål för den faktiska *inflationen*. Istället blir det i praktiken ett mål för *förväntningarna* om inflationen: Så länge förväntningarna ligger nära inflationsmålet åsidosätts detta inte, oavsett hur mycket den faktiska inflationen avviker från målet.

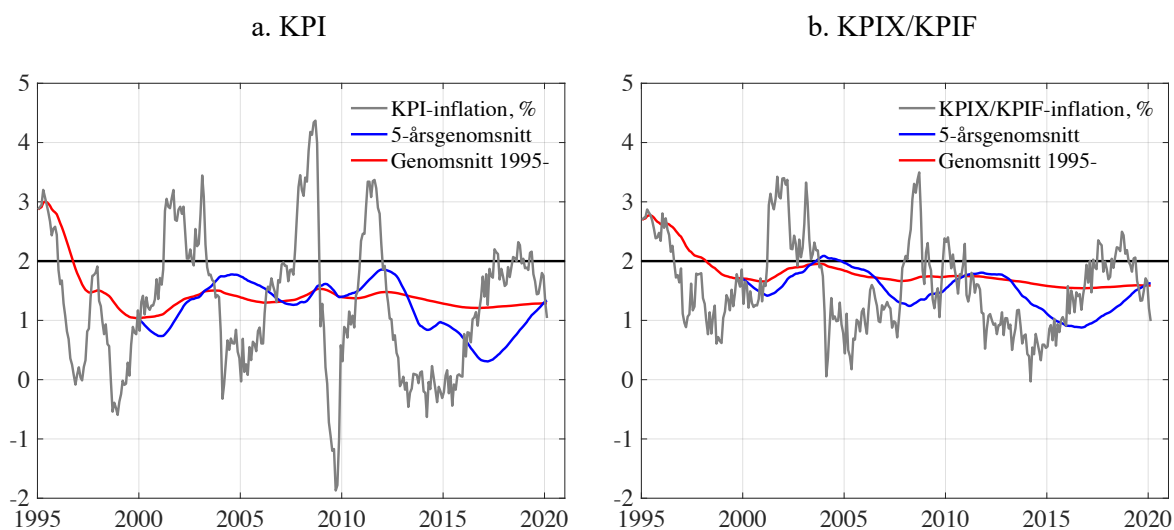
En motsättning mellan faktisk inflation och inflationsförväntningarna är inte bara en teoretisk möjlighet. Det har varit en praktisk realitet för Riksbankens penningpolitik sedan mitten av 1990-talet.

Figur 1a och b visar att den faktiska inflationen i genomsnitt sedan 1995 legat tydligt under målet, såväl för femårsgenomsnitt som för genomsnittet från 1995. Detta gäller för inflationen mätt med såväl KPI som KPIX/KPIF. Men figur 2 visar att trots detta låg femårsgenomsnitt av inflationsförväntningarna två och fem år framåt nära målet fram till 2014.

² Se Svensson (2018, avsnitt 2.1) för ett sådant förslag för ECB och varför det är helt förenligt med nuvarande skrivningar på ECB: s hemsida.

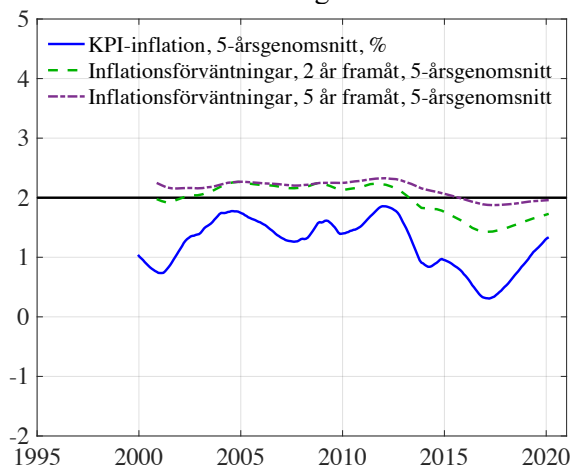
Enligt kommitténs tolkning har således Riksbanken åtminstone fram till 2014 inte åsidosatt prisstabilitetsmålet, trots att genomsnittlig inflation legat betydligt under målet.³ Detta illustrerar orimligheten i kommitténs tolkning.

Figur 1. Inflation, femårsgenomsnitt och genomsnitt från 1995



Källa och not: SCB. Riksbankens mål avsåg först KPI men byttes till KPIF i september 2017. Riksbanken betonade först KPIX som operativt mål men bytte till KPIF i juli 2008. Figur 1b visar KPIX fram till och med juni 2008 och därefter KPIF.

Figur 2. Fem-årsgenomsnitt av inflationsförväntningar två och fem år framåt samt KPI-inflationen



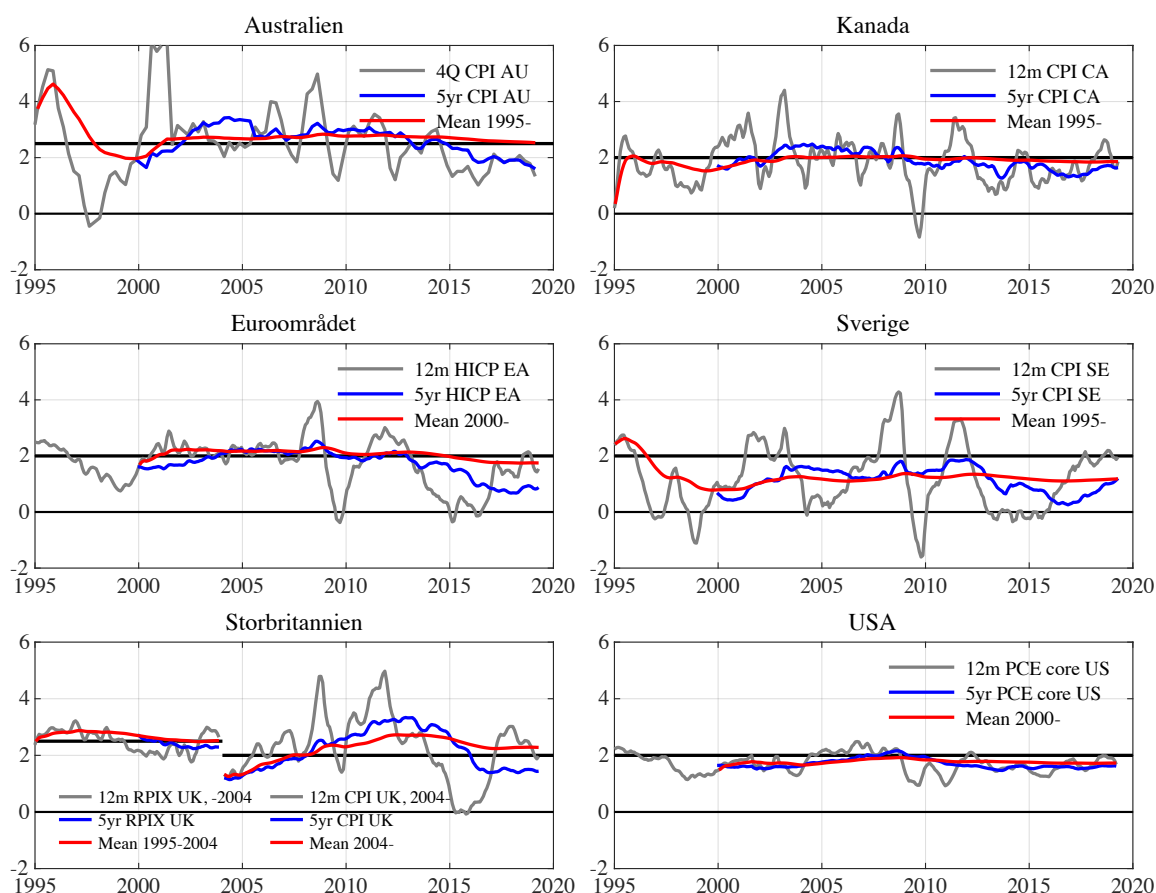
Källa och not: Kantar Sifo Prospera och SCB. Inflationsförväntningarna avser samtliga intervjuade.

Genomsnittlig inflation har alltså fallit betydligt under målet i Sverige sedan inflationsmålet introducerades 1995. I detta avseende avviker Sverige tydlig från andra avancerade ekonomier med inflationsmål. I motsats till Riksbanken har centralbankerna i Australien, Kanada, euroområdet, Storbritannien och USA nämligen fört en penningpolitik som hållit genomsnittlig inflation i dessa länder nära sina inflationsmål fram till några år efter finanskrisen. Detta framgår av figur 3. Den

³ En situation när faktisk inflation systematisk understiger inflationsförväntningarna har också negativa reala konsekvenser i form av systematiskt högre arbetslöshet (Svensson, 2015).

tolkning av ”varaktigt” och ”utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet” som vi föreslår kan bidra till att inflationsmålet uppfylls bättre i Sverige i framtiden.

Figur 3. Inflation, femårsgenomsnitt och genomsnitt i några avancerade ekonomier med inflationsmål



Källa och not: Thomson Reuters Datastream. Se Svensson (2020) för detaljer.

3 kap. Det finansiella systemet

Beträffande Riksbankens mål och uppgifter avseende det finansiella systemet delar vi kommitténs bedömning att ”motverka finansiella obalanser” (eller motsvarande uttryck) inte bör vara ett underordnat mål inom penningpolitiken i den nya riksbankslagen. Hänsyn till finansiella obalanser ska i stället tas i den mån det sammantaget bedöms förbättra den förväntade utvecklingen av inflationen och realekonomin samtidigt som en varaktigt tillfredsställande trovärdighet för prisstabilitetsmålet upprätthålls. Hänsyn till finansiella obalanser utöver effekter på inflationen och realekonomin ska därmed inte beaktas.

Men vi är kritiska till 3 kap. 4 §, under rubriken *Övervakning av det finansiella systemet i allmänhet*:

4 § Riksbanken ska bedöma om det finansiella systemet är stabilt och effektivt och verka för att identifiera sårbarheter och risker i det finansiella systemet som kan leda till allvarliga störningar eller betydande effektivitetsförluster. Om Riksbanken bedömer att åtgärder krävs från någon annan myndighet än Riksbanken för att minska risken för allvarliga finansiella störningar i den svenska ekonomin, ska Riksbanken uppmärksamma myndigheten och andra berörda på detta. (s. 93)

Vi anser att denna paragraf bör strykas. Uppgifterna i den första meningen ingår i makrotillsynen och tillhör Finansinspektionens ansvarsområde. Riksbanken har inga medel för krisförebyggande verksamhet utöver att säkra att betalningsväsendet är säkert och effektivt. De betydande resurser i personal och budget som Riksbanken förbrukar inom krisförebyggande bedömningar och utredningar bör tillföras Finansinspektionen.

Den andra meningen i 4 § innebär att Riksbanken kan få en överordnad och kontrollerande roll av andra myndigheter och får möjlighet att utöva påtryckningar om andra myndigheters verksamhet. Samtidigt finns inga mekanismer för att utkräva ansvar för sådana påtryckningar. Men en myndighet bör inte ha uppgifter som den inte kan ställas till ansvar för och som inkräktar på andra myndigheters ansvarsområden och kan försvåra deras verksamhet.

10 kap. Valutareserven och valutaåterköpsavtal

Vi delar helt och hållet de synpunkter och förslag till ändringar som framförts i ett särskilt yttrande av kommitténs sakkunniga Peter Englund, Lars Hörngren och Per Krusell. Som yttrandet framhåller finns tyvärr formuleringar i kommitténs lagförslag som gör gränserna mellan uppdragen penningpolitik och finansiell stabilitet ottydliga. Dessutom vill kommittén ge Riksbanken befogenheter som är olämpliga för en oberoende centralbank och som riskerar att underminera legitimiteten för Riksbankens oberoende.

I enlighet med yttrandet anser vi att:

- Gränsen mellan uppdragen och befogenheterna inom penningpolitik respektive finansiell stabilitet bör förtydligas.
- Riksbanken bör inte ha rätt att köpa privata värdepapper i penningpolitiskt syfte.
- Riksbanken bör inte ha rätt att fritt bestämma hur stora lån som ska tas upp från Riksgäldskontoret för att förfinansiera valutareserven.

I enlighet med yttrandet anser vi också att kommitténs förslag angående lån till valutareserven är särskilt problematiskt. Dels ger det Riksbanken obegränsad rätt att förfoga över statliga medel, vilket försvagar riksdagens kontroll över finansmakten. Dels ger det legitimitet till den förtida förstärkning av valutareserven som Riksbanken redan har genomfört, till en räntekostnad på i storleksordning 500 miljoner kronor per år, motsvarande mer än hälften av Riksbankens årliga driftskostnader.

Referenser

Riksbankskommittén (2019), *En ny riksbankslag*, SOU 2019:46.

Englund, Peter, Lars Hörngren och Per Krusell (2019), ”Särskilt yttrande av kommitténs sakkunniga Peter Englund, Lars Hörngren och Per Krusell”, *En ny riksbankslag*, SOU 2019:46, s. 1879–1894.

Svensson, Lars E.O. (2015), ”The Possible Unemployment Cost of Average Inflation below a Credible Target,” *American Economic Journal: Macroeconomics* 7(1), 258–296.

Svensson, Lars E.O. (2018), ”The future of monetary policy and macroprudential policy”, in *The future of central banking: Festschrift in honour of Vítor Constâncio*, Frankfurt: European Central Bank, 69–123.

Svensson, Lars E.O. (2020), ”Monetary Policy Strategies for the Federal Reserve,” *International Journal of Central Banking* 16 (February 2020), 133-193.