

Riksbanken, måluppfyllelsen och den demokratiska kontrollen

LARS E O SVENSSON

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

Penningpolitiken har i Sverige delegerats till en självständig centralbank med ett inflationsmål. Syftet med delegeringen är att bättre uppnå de i demokratisk ordning bestämda målen för penningpolitiken. Men de senaste åren har penningpolitiken lett till en inflation långt under målet och en arbetslöshet högt över en rimlig långsiktigt hållbar nivå. Varför har det inte fungerat? Hur har Riksbanken kommit att åsidosätta både inflationsmålet och den ekonomiska politikens viktigaste mål, full sysselsättning, i ett fåfängt försök att begränsa hushållens skuldsättning? Hur kan man framledes säkerställa att Riksbanken uppfyller målen för penningpolitiken? Detta är frågor jag försöker besvara i denna artikel.

Riksbanken har under de senaste åren fört en penningpolitik som har lett till en inflation långt under inflationsmålet. Därmed har den åsidosatt det lagstadgade prisstabilitetsmålet. Penningpolitiken har också lett till en arbetslöshet högt över en långsiktigt hållbar nivå. Därmed har Riksbanken också åsidosatt den ekonomiska politikens viktigaste mål, full sysselsättning. Detta trots att riksbankslagens förarbeten stadgar att Riksbanken, som myndighet under riksdagen, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, ska stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning.

Riksbanken har motiverat sin politik med att en lägre ränta skulle öka hushållens skuldsättning och därmed långsiktiga risker för en framtida kris med sämre makroekonomiskt utfall. Men enligt Riksbankens egna beräkningar har styrrentan en mycket liten och osäker effekt på skuldsättningen och därför en obetydlig effekt på sådana risker.

Penningpolitiken har i Sverige delegerats till en självständig centralbank med ett tydligt inflationsmål. Syftet med denna delegering har varit att bättre uppnå de i demokratisk ordning bestämda målen för penningpolitiken. Varför har det inte fungerat? Hur har Riksbanken kommit att åsidosätta både inflationsmålet och målet om full sysselsättning i ett fåfängt försök att försöka begränsa hushållens skuldsättning? Och hur kan man framledes säkerställa att Riksbanken uppfyller målen för penningpolitiken? Detta är frågor jag försöker besvara i denna artikel.

1. Riksbanken – en självständig myndighet under riksdagen

I Sverige har ansvaret för penningpolitiken delegerats till en självständig

Jag är tacksam för kommentarer från Karolina Ekholm, Harry Flam, Lars Hörngren och Assar Lindbeck.

centralbank med ett prisstabilitetsmål. Riksbanken, Sveriges centralbank, är en myndighet under riksdagen (i många andra länder är centralbanken en myndighet under regeringen). Enligt riksbankslagen är målet för Riksbankens verksamhet att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken ska också främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Riksbankens mandat preciseras ytterligare i riksbankslagens förarbeten (Regeringens proposition 1997/98:40, i fortsättningen kallad riksbankspropositionen).

Riksbanken har en för svenska myndigheter (förutom domstolsväsendet) unik självständighet, med ett unikt instruktionsförbud för penningpolitiken:

Ingen myndighet får bestämma hur Riksbanken skall besluta i frågor som rör penningpolitik. (9 kap 13 § regeringsformen)

Riksbankspropositionen betonar dock att

... instruktionsförbud[et] inte skall tolkas så att det exkluderar en dialog om den ekonomiska politiken mellan regeringen, riksdagen och Riksbanken eller mellan Riksbanken och andra externa organ eller personer. I stället syftar bestämmelsen till att ge de penningpolitiska beslutsfattarna en sådan integritet att de självständigt och utan påtryckningar utifrån kan fatta penningpolitiska beslut. (s 76)

Instruktionsförbudet ska således inte hindra en diskussion och debatt om penningpolitiken mellan regeringen, riksdagen, Riksbanken och andra externa organ eller personer. Framför allt ska det förstås inte hindra att Riksbanken kritiserar om den inte uppfyller målen för penningpolitiken. Instruktionsförbudet är ju till för att Riksbanken *bättre* ska uppfylla målen. Instruktionsförbudet kan inte innebära att riksdag och regering tyst ska tolerera att Riksbanken åsidosätter de demokratiskt bestämda målen.

2. Riksbankens mandat för penningpolitiken

Enligt riksbankslagen är således 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 roll. Förarbetena förklarar hur lagarna ska tolkas och tillämpas. I förarbetena till riksbankslagen ingår riksbankspropositionen som regeringen lämnade till riksdagen. Där står det i första stycket, efter omnämmandet av prisstabilitetsmålet och främjandet av ett säkert och effektivt betalningsväsende (min kursivering):

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

Riksbanken har preciserat hur den tolkar denna skrivning i riksbankspropositionen (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 2014a)

Under förutsättning att arbetskraftsdeltagandet kan betraktas som någorlunda oberoende av penningpolitiken innebär hållbar sysselsättning samma sak som *hållbar arbetslöshet*.

Som diskuteras i Svensson (2014a) är ett rimligt kriterium på huruvida Riksbanken uppfyllt eller åsidosatt prisstabilitetsmålet huruvida genomsnittlig KPI-inflation under en längre period ligger nära 2 procent eller inte.

Sammantaget medför detta att mandatet för Riksbankens penningpolitik består i att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och arbetslösheten runt en skattad lägsta långsiktigt hållbara nivå.¹ Under normala omständigheter bör då över tiden inflationen fluktuera runt 2 procent och arbetslösheten fluktuera runt en långsiktigt hållbar nivå. Den genomsnittliga inflationen under en längre period bör ligga nära 2 procent.

3. Riksbankens självständighet och demokratin

Hur kan denna långtgående delegering till Riksbanken av penningpolitiken, en mycket viktig del av den ekonomiska politiken, vara förenlig med ett demokratiskt styrelseskick?

För det första är det viktigt att komma ihåg att självständigheten inte har något egenvärde utan är ett *medel*. Syftet med självständigheten är den ska bidra till *bättre* uppfyllelse av de mål för penningpolitiken som riksdagen i demokratisk ordning fastställt. Åtskilliga decenniers vetenskap och beprövad erfarenhet tyder på att direkt regeringskontroll av penningpolitiken i många fall har lett till en hög och variabel inflation, med stora ekonomiska och sociala kostnader som följd. En delegering av penningpolitiken till självständiga centralbanker med prisstabilitetsmål har däremot i regel lett till låg och stabil inflation och i övrigt bidragit till en god ekonomisk utveckling. Mot bakgrund av detta har den institutionella ramen för penningpolitiken utvecklats i denna riktning i många länder de senaste decennierna. Men själva grunden till självständigheten är att den ska leda till en *bättre* måluppfyllelse av penningpolitiken.

För det andra är en delegering av penningpolitiken till en självständig

¹ I situationer när arbetskraftsdeltagandet inte kan betraktas som oberoende av penningpolitiken är det dock rimligt att i stället fokusera på att stabilisera sysselsättningen runt en långsiktigt hållbar utvecklingsbana. Notera att det är en viktig skillnad mellan inflationsmålet och den långsiktigt hållbara nivån för arbetslösheten. Med penningpolitik kan man (normalt och inom rimliga gränser) i genomsnitt uppnå vilken önskad inflationstakt som helst. Det innebär att man alltid i genomsnitt kan uppnå varje vald nivå på inflationsmålet. 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 ekonometriska metoder under betydande osäkerhet.

centralbank förenlig med ett demokratiskt styrelseskick bara om målet för centralbanken både är demokratiskt förankrat och tydligt. Detta betonas i riksbankspropositionen (s 52–53):

Enligt regeringens uppfattning bör en delegering av penningpolitiken till en självständig Riksbank inte ske utan att målet för verksamheten är tydligt. En självständig Riksbank måste därför ges ett demokratiskt förankrat mål för verksamheten. Om inget mål formuleras, skulle det ge utrymme för en godtycklig utformning av penningpolitiken.

...

[E]n långtgående delegering av penningpolitiken bör kombineras med uppföljning och kontroll. Riksdagen som Riksbankens huvudman måste därför ha möjlighet att utvärdera verksamheten utifrån ett mål som fastställts för verksamheten.

...

För att öka möjligheten till demokratisk kontroll av penningpolitiken bör Riksbanken precisera det i lag angivna målet så att det blir möjligt att på ett objektivt sätt utvärdera huruvida Riksbanken har uppnått målet för verksamheten eller ej. Denna precisering bör offentliggöras för att möjliggöra en offentlig debatt kring penningpolitiken.

Penningpolitiken måste således ha ett tydligt och preciserat mål, för att undvika en godtycklig politik och för att måluppfyllelsen objektivt ska kunna utvärderas. Detta är en förutsättning för riksdagens uppföljning och kontroll av penningpolitiken och en god offentlig debatt om penningpolitiken.

Hur ser det då ut med måluppfyllelsen och riksdagens uppföljning och kontroll?

4. Problem med Riksbankens verksamhet

Måluppfyllelsen för penningpolitiken

I Sverige befinner vi oss nu tyvärr långt ifrån en god måluppfyllelse för penningpolitiken. Sedan hösten 2012 har KPI-inflationen varit nära noll. För de senaste fem åren är genomsnittet 0,9 procent. Arbetslösheten har de senaste åren varit nära 8 procent, högt över en rimlig långsiktigt hållbar nivå (se Svensson 2014a för detaljer). Om inte Riksbanken hade börjat höja styrräntan sommaren 2010 hade, enligt en kontrafaktisk analys i Svensson (2014b), inflationen legat betydligt närmare målet och arbetslösheten varit kanske 1,2 procentenheter lägre.

Måluppfyllelsen på längre sikt är också dålig. Genomsnittet för KPI-inflationen sedan 1995, när inflationsmålet började gälla, är 1,4 procent, betydligt under målet. Inflationsförväntningarna har trots detta varit väl förankrade vid målet. Men lägre genomsnittlig inflation än målet har då fått långsiktiga effekter på arbetslösheten. Enligt Svensson (2014c) har den genomsnittliga arbetslösheten blivit 0,8 procentenheter högre

under 1997–2011, jämfört med om inflationen i genomsnitt hade legat på målet.²

Avvikelsen från inflationsmålet är så stor, i synnerhet under senare år, att Riksbanken måste sägas ha åsidosatt prisstabilitetsmålet. Genom att samtidigt skapa onödigt hög arbetslöshet måste Riksbanken också sägas ha motarbetat den ekonomiska politikens främsta mål, full sysselsättning.³

En politik inriktad på att försöka begränsa hushållens skuldsättning

Den bristande måluppfyllelsen de senaste åren är resultatet av en medveten politik. Riksbanken har använt sin självständighet till att bedriva en politik som har inriktats på att bromsa bostadspriser och skuldsättning hos hushållen för att därigenom försöka minska den långsiktiga risken för en framtida kris och sämre makroekonomisk utveckling (Riksbanken 2013). Men detta har gjorts utan att dessförinnan påvisa stöd från vetenskap och beprövad erfarenhet för en sådan politik.

Vid en framtida kris kan inflationen bli låg och arbetslösheten hög. Det är således viktigt att begränsa både sannolikheten för en kris och konsekvenserna av en kris. Men den springande punkten här är huruvida just penningpolitiken och styrräntan verkligen kan begränsa sannolikheten för och konsekvenserna av en kris. De teoretiska och empiriska resultat som finns, inklusive Riksbankens nyligen publicerade beräkningar, tyder på att styrräntan har en så liten och osäker effekt på såväl reala skulder som hushållens skuldkvot att penningpolitiken rimligtvis inte har några märkbara effekter på eventuella risker.⁴ På längre sikt har styrräntan enligt Riksbankens egna beräkningar – och normalt synsätt – *ingen* effekt på reala skulder eller skuldkvoten. Märkligt nog underlåter Riksbanken och dess företrädare, t ex Jansson och Skingsley (2014), att explicit nämna detta.⁵

² Företrädare för Riksbanken brukar framhålla att måluppfyllelsen är bättre för andra prisindex än det index, KPI, som målet är preciserat i. Men för det första är det rimligt att mäta måluppfyllelsen med det angivna indexet för att bedöma hur bra måluppfyllelsen har varit. Finns det brister i det indexet bör det bytas ut på förhand och inte när utfallet har blivit känt. För det andra, som visas i Svensson (2014a, 2014d), ser måluppfyllelsen inte bättre ut för prisindexen KPIF och KPIX. (Dessa prisindex är dessutom missvisande, i och med att de bortser från långsiktiga trender i bolåneräntorna och därmed boendekostnaderna.)

³ Full sysselsättning är både regeringens och oppositionens främsta mål för den ekonomiska politiken: "Regeringens främsta mål för den ekonomiska politiken är full sysselsättning" (Regeringens proposition 2013/14:1, s 18); "[D]et övergripande målet för vår ekonomiska politik [är] att nå full sysselsättning" (Socialdemokraterna 2013, s 3).

⁴ Se Riksbanken (2014b) och Svensson (2014c). En högre styrränta bromsar nämligen både täljaren (nominella skulder) och nämnaren (prinsnivån respektive nominell disponibel inkomst), vilket sammantaget medför små kortsiktiga effekter på reala skulder respektive skuldkvot. Eftersom en högre styrränta under realistiska antaganden normalt bromsar nominell disponibel inkomst *mer* än den bromsar skulderna, är det fullt möjligt att skuldkvoten under normala förhållanden *tom stiger* i stället för faller (Svensson 2013).

⁵ Vad blir effekten av en lägre styrränta på sannolikheten för en kris? Enligt Riksbanken (2014b, diagram A20) och Schularick och Taylor (2012, Table 3, Sum of lag coefficients, Columns 1–3) följer att 1 procentenhet högre styrränta under 4 kvartal skulle öka sannolikheten för en framtida kris med 0,02 procentenheter. Detta är förstas en obetydlig ökning av risken. Samtidig medför 1 procentenhet lägre styrränta i 4 kvartal att arbetslösheten blir 0,5

En separat och betydande effekt på hushållens skuldsättning uppstår dock i och med att inflationen och prisnivån har blivit lägre än förväntat. Då blir nämligen reala skulder större än förväntat och hushållens belåningsgrad (skuldernas värde i förhållande till bostadens värde) högre än förväntat, jämfört med om inflationen hade varit 2 procent.⁶

Om hushållens skuldsättning är ett problem, har Riksbanken om något förvärrat detta problem.

Riksbankens ansvar för den finansiella stabiliteten

Centralbanker har ett naturligt ansvar för krishantering och finansiell stabilitet vid finansiella kriser, därför att centralbanken kan lämna obegränsat likviditetsstöd till finansiella institut om så erfordras – centralbanken är *lender of last resort*. Men Riksbanken har påtagit sig ett mycket större ansvar för den finansiella stabiliteten, genom att göra en bred tolkning av målet att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende till att omfatta ett ansvar för det *förebyggande* arbetet för finansiell stabilitet. Samtidigt har Riksbanken inga direkta krisförebyggande medel i form av reglering och tillsyn för att främja den finansiella stabiliteten. Detta uppdrag – och därtill kopplade medel – har riksdagen och regeringen gett till Finansinspektionen.

Riksbanken har i stället valt att använda styrräntan som ett medel för finansiell stabilitet och genom att försöka begränsa hushållens skuldsättning minska riskerna för den finansiella stabiliteten.^{7,8} Detta har skett trots att det saknats stöd för att styrräntan skulle ha en ekonomiskt signifikant

procentenheter lägre de närmaste åren (Riksbanken 2014a, kap 2). Kostnaden i form av ökad sannolikhet för en framtida kris är obetydlig i förhållande till intäkten i form av lägre arbetslöshet de närmaste åren (Svensson 2014h). Vad blir effekten av en lägre styrränta på konsekvenserna av en kris? Enligt Riksbanken (2014b, diagram A22) och Flodén (2014a) skulle 1 procentenhet lägre styrränta under 4 kvartal kunna leda till att ökningen i arbetslösheten vid en kris skulle kunna bli 0,028 eller 0,009 procentenheter större, beroende på om krisen inträffar efter 1 år eller efter 5 år. Om krisen skulle inträffa med exempelvis sannolikheten 10 procent, blir den förväntade större uppgången i krisen bara en tiondel av detta. Kostnaden i form av större förväntad uppgång i arbetslösheten vid en kris är obetydlig i jämförelse med vinsten i form av lägre arbetslöshet de närmaste åren (Svensson 2014f, 2014h).

⁶ De senaste två åren har prisnivån varit oförändrad, i stället för att öka med sammanlagt 4 procent om inflationen hade varit i linje med målet. Det betyder att de reala skulderna har blivit 4 procent högre på två år, jämfört med om inflationen hade legat på målet. Detta kan också förstås som att den reala låneräntan blivit högre än förväntat, när inflationen har blivit lägre än förväntat. Ökningen av realräntan läggs då till lånet, som ökar i realt värde (Svensson 2014a).

⁷ Räntehöjningarna hösten 2010, som påbörjades trots att inflationsprognosen låg under inflationsmålet och arbetslöshetsprognosen låg långt över en skattad långsiktig hållbar nivå, motiverades som en signal till hushållen om högre framtida räntor. ”Ingves menade vidare att en räntehöjning också var en signal om att undvika att nya finansiella obalanser byggs upp och att hushållens skuldsättning inte bör stiga alltför mycket” (Riksbanken 2010, s 17).

⁸ Riksbanken (2013, 2014b) har framfört att hushållens ränteförväntningar kan vara realistiskt låga, utan att kunna visa några övertygande bevis eller indikationer på att så skulle vara fallet. Vid ett närmare studium visar det sig att hushållen inte har lägre utan om något högre boränteförväntningar än bolåneinstitutet (Svensson 2014g). Se även Flam (2014) och Flodén (2014b, bild 29). Man kan tycka att om problemet är att hushållens ränteförväntningar skulle vara för låga, finns det bättre medel än en hög räntebana, t ex en informationskampanj eller krav från Finansinspektionen om att bolåneinstitutet ska informera bolånetagarna om rimliga framtida räntenivåer samt använda tillräckligt hög kalkylräntor vid kreditprövningen.

effekt på skuldkvoten – och trots att det har varit klart att en sådan politik leder till lägre inflation och högre arbetslöshet och således sämre måluppfyllelse.

Det saknas också stöd i riksbankspropositionen för en sådan politik (s 54, kursivering tillagd):

Riksbanken skall också främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Detta är en grundläggande uppgift för Riksbanken och är *inget egentligt mål för verksamheten*. . . . Det skulle kunna hävdas att denna uppgift kan komma i konflikt med Riksbankens mål om ett fast penningvärde eftersom Riksbanken i vissa situationer skulle kunna använda styrräntan för att undvika en kris i banksystemet. *De penningpolitiska instrumenten skall dock, enligt regeringens förslag, endast användas för att upprätthålla ett fast penningvärde*. Riksbanken förfogar dock över andra instrument för att hantera sådana situationer, exempelvis möjlighet att bevilja nödkrediter (*lender of last resort*).

I augusti 2013 klargjorde regeringen på basis av en överenskommelse med stöd av sju av partierna i riksdagen att Finansinspektionen har huvudansvaret för den finansiella stabiliteten i Sverige. Finansinspektionen kommer också att få kontroll över alla instrumenten inom makrotillsynen, inklusive den uppmärksammade kontracykliska kapitalbufferten.⁹

Riksbanken tycks dock inte acceptera att Finansinspektionen har detta huvudansvar utan förbehåller sig rätten att överpröva Finansinspektionens bedömningar. Fortsätter Riksbanken att föra en penningpolitik med stora samhällsekonomiska kostnader, för att därigenom, med ett explicit eller implicit hot om en fortsatt sådan politik, tvinga fram av Riksbanken önskade åtgärder mot skuldsättningen från regeringen och Finansinspektionen? Riksbanken hävdar ständigt att den måste hålla en högre ränta, därför att regeringen och Finansinspektionen enligt Riksbankens mening inte gör tillräckligt. Har vi hamnat i den märkliga situationen, att en svensk myndighet försöka tvinga fram åtgärder, som den anser önskvärda, från andra myndigheter på områden där den inte har i uppdrag att agera?

Riksbankens ledning

Det dåliga resultatet av de senaste årens penningpolitik gör att man kan fråga sig, hur det kan vara möjligt, att en omläggning av politiken och beslut med så stora konsekvenser fattas med så bristande förberedelser och underlag.

En möjlig bidragande orsak kan vara att den ursprungliga tanken med direktionen har åsidosatts. Tanken med en penningpolitisk kommitté, såsom Riksbankens direktion, är att sex självständiga personer tillsammans ska fatta bättre beslut än en person. Att överlåta besluten på en person är nämligen alltför riskfyllt. Det gör besluten beroende av denna persons personliga egenskaper, inklusive eventuella förutfattade meningar och personliga brister, och det leder i regel till sämre beslut. Såvitt jag kan se har

⁹ Undantaget är det likviditetsstöd i krissituationer som Riksbanken kan ge, som *lender of last resort*.

denna ursprungliga tanke med direktionen nu blivit förfelad. Problemet är att riksbankschefen har fått för stor makt.

Ett viktigt steg i utvecklingen mot en sådan maktkoncentration togs vid utnämningen av två nya ledamöter som skulle tillträda i januari 2012. Inför denna utnämning uttalade nämligen riksbanksfullmäktiges ordförande (*Dagens Industri* 2011):

De nya ledamöterna bör också stödja den penningpolitiska åsikten som den tidigare majoriteten i kommittén har. Det uppger Johan Gernandt, ordförande i riksbanksfullmäktige, i en kommentar till Dow Jones Newswires.

...

Gernandt uppger att han mycket väl kan fråga kandidaterna i rekryteringsprocessen om deras syn på penningpolitiken då han personligen skulle vilja behålla den nuvarande balansen och då han letar efter någon som ansluter sig till den officiella räntebanan.

Detta innebar i praktiken att de nya ledamöterna skulle stödja riksbankschefen. Med stöd från två ledamöter och utslagsrösten har då riksbankschefen majoritet i direktionen. Ett sådant förfarande vid utnämningen av nya ledamöter förfelar idén med att direktionen ska bestå av sex självständiga ledamöter. Det strider också indirekt mot instruktionsförbudet i och med att fullmäktige, som inte har rätt att påverka de penningpolitiska besluten, utser ledamöter efter deras syn på det rådande penningpolitiska läget. Utnämningpolitiken har också mött stark kritik i media (*Dagens Nyheter* 2013; Söderström 2012a, b; Wolodarski 2012).¹⁰

Riksdagens uppföljning och kontroll av Riksbanken

Ytterligare en bidragande orsak till den bristfälliga penningpolitiken är rimligtvis att riksdagens uppföljning och kontroll av Riksbankens verksamhet inte har fungerat. Denna uppföljning och kontroll består av flera moment.

Finansutskottet ordnar regelbundna utfrågningar av riksbankschefen. Sedan hösten 2012 har även ytterligare en av direktionsledamöterna utfrågats vid dessa tillfällen. Dessa utfrågningar följer dock en begränsande rutin och utskottets ledamöter har inte tillräcklig tid och möjlighet till följdfrågor vid otillfredsställande svar.¹¹

Finansutskottet gör också en årlig utvärdering som publiceras i ett betänkande. Detta betänkande har med åren blivit mer kritiskt till den förda penningpolitiken.¹² Men betänkandet har knappast varit tillräckligt kritiskt för att märkbart påverka den förda penningpolitiken i riktning mot bättre målpuppfyllelse.

Finansutskottet har också med ett antal års mellanrum beställt två utred-

¹⁰ Fullmäktiges ordförande och vice ordförande har trots kritik inte tagit avstånd från denna utnämningpolitik (Gernandt och Österberg 2012; Söderström 2012b).

¹¹ Det finns exempel på seriösa frågor från ledamöter som mötts av mycket otillfredsställande svar från riksbankschefen Stefan Ingves (Svensson 2014i).

¹² Till exempel redovisade betänkandet i juni 2013 (Finansutskottet 2013) ganska utförligt min kritiska reservation till Riksbankens redogörelse till för penningpolitiken 2012.

ningar av utländska experter och avser att fortsätta med detta. Den senaste utredningen (Goodhart och Rochet 2011) fokuserade dock huvudsakligen på Riksbankens krishantering och arbete för finansiell stabilitet under krisen. Den var otydlig i sin utvärdering av penningpolitiken. Protokollen från de penningpolitiska mötena ger ju oanade möjligheter att bedöma kvaliteten på argumentation och beslut och utkräva ansvar av såväl direktionen som helhet som enskilda ledamöter. Detta särskilt när direktionen är oenig, som den var beträffande räntehöjningarna hösten 2010, då olika argument för och emot presenterades. Men om detta säger Goodhart och Rochet något förvånande (s 70):

Det är inte vår sak att ta ställning till de olika argument som majoriteten hänvisade till, i synnerhet i direktionens utförliga protokoll under 2010.

En noggrannare och utförligare granskning av penningpolitiken med åtföljande kritik hade kanske bidragit till en penningpolitik med ett bättre utfall i dag.

5. Lösningar

Vilka möjliga lösningar finns det då på dessa problem?

Ta inflationsmålet på allvar och stöd målet om full sysselsättning

I grunden borde det vara enkelt. Det räcker att Riksbanken på nytt börjar ta inflationsmålet på allvar samt också stöder den ekonomiska politikens främsta mål, full sysselsättning. Det betyder att penningpolitiken inriktas på att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå, i stället för att fåfängt försöka begränsa hushållens skuldsättning. Men om Riksbanken inte gör detta av egen kraft utan framhärdar med nuvarande politik, hur kan en lösning hittas?

Fullmäktiges utnämningsspolitik

Riksdagen och fullmäktige bör säkerställa att Riksbankens ledning fungerar på avsett sätt och att tanken med en direktion med självständiga ledamöter inte förfelas. Avgörande här är förstås att riksdagen till att börja med utser ledamöter i fullmäktige, i synnerhet ordförande och vice ordförande, som värnar och stöder ledamöternas självständighet.

Den demokratiska uppföljningen och kontrollen

Den demokratiska uppföljningen och kontrollen av Riksbanken kan skärpas på flera sätt.

Ett utökat mandat för Finanspolitiska rådet. För en bättre utvärdering av penningpolitiken kan, som föreslås av den socialdemokratiska forskningskommissionen (Holmlund m fl 2014), Finanspolitiska rådet tjäna som förebild. Detta råd ska följa hur finanspolitiken förhåller sig till de grundläggande långsiktiga ekonomisk-politiska målen och till konjunkturutveck-

lingen. Rådet överlämnar en rapport till regeringen en gång per år som kan användas som underlag för riksdagens granskning av regeringens politik. Finanspolitiska rådet skulle kunna utökas och ombildas till ett råd med uppgift att bevaka måluppfyllelsen för både finans- och penningpolitiken (det skulle kunna kallas Finans- och penningpolitiska rådet, eller Ekonomiska rådet). Förutom en rapport till regeringen om finanspolitiken skulle det kunna överlämna en rapport till riksdagen som denna kan använda som ett underlag för sin granskning av penningpolitiken.

Det kan också vara lämpligt att rådet överförs till riksdagen och får denne som huvudman i stället för regeringen. (Att rådet skulle ha riksdagen som huvudman i stället för regeringen kan i och för sig motiveras redan i nuläget, när mandatet gäller att bara granska finanspolitiken.)

Konjunkturinstitutet. Konjunkturinstitutet har redan i nuläget tagit på sig en viktig uppgift, nämligen att i konjunkturrapporter och fördjupningar behandla penningpolitiken, dess måluppfyllelse och dess betydelse för konjunkturutvecklingen. Konjunkturinstitutet har också i fördjupningar granskat t ex om hushållens skuldsättning är ett problem samt om Riksbankens prognoser systematiskt har överskattat inflationen. Konjunkturinstitutet kan få ett mer explicit uppdrag och att löpande och i en årlig rapport göra en oberoende utvärdering av penningpolitiken.¹³

Finansutskottet. Finansutskottets utfrågningar av direktionen kan få större grad av experthjälp, från fristående experter, men även från ledamöter i det nya Finans- och penningpolitiska rådet. En del av utfrågningen skulle kunna skötas av experter, med bättre förutsättningar att ställa följdfrågor och ifrågasätta direktionsledamöterna. Utfrågningarna kan ske av två direktionsledamöter i taget, utan att riksbankschefen utfrågas varje gång, och i högre grad betona ledamöternas individuella ansvar. Finansutskottet skulle också kunna ordna utfrågningar av experter på penningpolitik, inklusive utfrågningar där både externa experter och företrädare för Riksbanken deltar. Finansutskottet skulle kunna ordna en återkommande konferens, där penningpolitiken diskuteras av såväl inhemska och utländska experter som företrädare för Riksbanken.

Målet om full sysselsättning. Det är lättare att utvärdera om inflationsmålet uppfylls än om Riksbanken stöder den ekonomiska politikens främsta mål, full sysselsättning. För att säkerställa att Riksbanken stöder målet om full sysselsättning, kan uppmärksamheten på och kontrollen av Riksbankens måluppfyllelse i detta avseende skärpas. ”Full sysselsättning” och den långsiktigt hållbara arbetslöshetsnivån skiljer sig som sagt från ett inflationsmål genom att det inte kan väljas fritt utan måste skattas och beräknas med ekonomiska metoder under betydande osäkerhet. Det är lätt att se problem med att Riksbanken ensam skulle göra sådana beräkningar. Man kan tänka sig att det nya Finans- och penningpolitiska råd som föreslås ovan, en extern kommitté av experter, Konjunkturinstitutet eller Institutet

¹³ Inför Finansutskottets utvärdering 2002 fick Konjunkturinstitutet ett uppdrag att skriva en sådan rapport om penningpolitiken 1999–2001 (Konjunkturinstitutet 2002).

för arbetsmarknads- och utbildningspolitisk utvärdering (IFAU) får i uppgift att regelbundet göra beräkningar och bedömningar av den långsiktigt hållbara nivån på arbetslösheten. Sådana bedömningar skulle vara av stor vikt i debatten om och utvärderingen av penningpolitiken. Finansutskottet skulle också kunna precisera att Riksbankens måluppfyllelse beträffande målet om full sysselsättning ska utvärderas utifrån bedömningen av någon av dessa myndigheter.

Penningpolitiken och den finansiella stabiliteten

Hur bör penningpolitik och politik för finansiell stabilitet, makrotillsyn, koordineras, nu när Finansinspektionen har fått huvudansvaret för den finansiella stabiliteten? Särskilt viktigt: Vem ska bedöma om penningpolitiken i något visst läge skulle hota den finansiella stabiliteten?

Som jag har framhållit i Svensson (2014a) ger Storbritannien ett bra exempel på hur detta kan lösas. Bank of England har två beslutande kommittéer. Monetary Policy Committee bestämmer om penningpolitiken, medan Financial Policy Committee bestämmer om makrotillsynen och förfogar över tillhörande instrument: tillsyn och reglering. I det penningpolitiska beslut som MPC fattade i augusti 2013 ingick s k *forward guidance*, i form av ett löfte om att inte höja styrräntan så länge arbetslösheten överstiger 7 procent (Bank of England 2013). MPC preciserade tre undantag, s k *knockouts*, som skulle bryta löftet. Ett av undantagen är om FPC skulle bedöma att penningpolitiken medför ett tydligt hot mot den finansiella stabiliteten och att FPC inte kan hantera detta hot med de instrument som FPC har till sitt förfogande.

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

Men, i frånvaro av en sådan varning från Finansinspektionen, skulle Riksbanken inte ha någon ursäkt för att åsidosätta inflationsmålet och den allmänna ekonomiska politikens mål om full sysselsättning. I stället skulle penningpolitiken som vanligt inriktas på att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå. Detta skulle klargöra ansvarsförhållandena för både den finansiella stabiliteten och penningpolitiken och det skulle göra det möjligt att bättre utkräva ansvar av de berörda myndigheterna.

Med en sådan ordning som föreslås här skulle den stora åtstramning av

penningpolitiken som vidtogs från sommaren 2010 inte gärna ha kunnat ske, såvida inte Finansinspektionen då hade bedömt att penningpolitiken hotade den finansiella stabiliteten och att Finansinspektionen inte kunde hantera hotet med tillgängliga medel, inklusive bolånetaket som introducerades hösten 2010.

6. Slutsatser

De stora problem med penningpolitiken som jag har redogjort för borde rimligtvis kunna avhjälpas genom en i flera avseenden betydligt skärpt kontroll och utvärdering av Riksbanken och dess penningpolitik, en utnämningsspolitik som betonar självständigheten hos direktionsledamöterna, en ökad betoning och precisering av målet om full sysselsättning samt en mer tydlig ansvarsfördelning och koordinering av penningpolitiken och politiken för finansiell stabilitet. I en sådan ansvarsfördelning är det viktigt att det är Finansinspektionen, den myndighet som har huvudansvaret för den finansiella stabiliteten, som bedömer om penningpolitiken i en viss situation kan behöva ta hänsyn till hot mot den finansiella stabiliteten.

Kostnaderna för att inte avhjälpas dessa problem, i form av för låg inflation och för hög arbetslöshet, är mycket stora. Det finns också stigande kostnader i form av bristande förtroende för penningpolitiken och för inflationsmålet. Förtroendet för Riksbanken påverkas också.

I förlängningen kan det leda till en motreaktion som leder till begränsningar av den självständighet som Riksbanken – av goda skäl – har getts inom penningpolitiken för att bevara prisstabiliteten. Då kan vi komma att få andra slags problem med måluppfyllelsen för penningpolitiken. Även när det gäller att långsiktigt värna Riksbankens ställning vilar ett tungt ansvar på direktionen och på riksbanksfullmäktige.

Bank of England (2013), "Monetary Policy Trade-Offs and Forward Guidance", rapport, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/inflationreport/2013/ir13augforwardguidance.pdf> (2014-03-20).

Dagens Industri (2011), "Riksbanken: Nya ledamöter bör stödja majoritetens syn – Gernandt", webbupplagan, 21 juli 2011, <http://www.di.se> (2011-07-22).

Dagens Nyheter (2013), "Rör inte Svensson", ledare, 27 januari 2013.

Finansutskottet (2013), "Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2010–2012", Finansutskottets betänkande 2012/2013: FiU24, Sveriges riksdag, Stockholm.

Flam, H (2014), "Finns det en prisbubbla på bostadsmarknaden?", blogginlägg på Ekonomistas, 14 januari 2014, <http://ekonomistas.se/2014/01/14/finns-det-en-prisbubbla-pa-bostadsmarknaden/> (2014-01-20).

Flodén, M (2014a), "Did Household Debt Matter in the Great Recession?", supplement, http://martinfloden.net/files/hhdebt_supplement_2014.pdf (2014-03-02).

Flodén, M (2014b), "Penningpolitik och makrotillsyn", presentation vid LO, 27 mars 2014.

Gernandt, J och S-E Österberg (2012), "Vi ställer självklart frågor om direktionens kandidaternas inställning till penningpolitiken", *Dagens Nyheter*, 4 oktober 2012.

Goodhart, C och J-C Rochet (2011), "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010", rapporter från riksdagen 2010/11:RFR5, Finansutskottet, Stockholm.

Holmlund, B, E Mörk, M Palme och R Östling (2014), "Arbetsmarknadsreformer för jobb och välfärd", rapport från Socialdemokraternas forskningskommission, <http://>

REFERENSER

www.forskningskommissionen.se (2014-03-20).

Jansson, P och C Skingsley (2014), "Felsyn att Riksbanken bara fokuserar på bostadsbubbla", *Dagens Nyheter*, 16 mars 2014.

Konjunkturinstitutet (2002), "Penningpolitiken 1999-2001", specialstudie nr 1, Konjunkturinstitutet, Stockholm.

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

Regeringens proposition (2013/14:1), *Budgetpropositionen för 2014*, Stockholm.

Riksbanken (2010), "Penningpolitiskt protokoll nr 3, 2010-06-30", Riksbanken, Stockholm.

Riksbanken (2013), "Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen", *Penningpolitisk rapport juli 2013*, Riksbanken, Stockholm.

Riksbanken (2014a), *Penningpolitisk rapport februari 2014*, Riksbanken, Stockholm.

Riksbanken (2014b), "Penningpolitikens effekt på hushållens skuldsättning", *Penningpolitisk rapport februari 2014*, Riksbanken, Stockholm.

Schularick, M och A M Taylor (2012), "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008", *American Economic Review*, vol 102, s 1029-1061.

Socialdemokraterna (2013), "Framtidskontraktet - politiska prioriteringar", politiskt dokument, <http://www.socialdemokraterna.se/upload/Central/dokument/Framtidskontraktet/Framtidskontraktet.pdf> (2014-03-01).

Svensson, L E O (2013), "'Leaning against the Wind' Leads to Higher (Not Lower) Household Debt-to-GDP Ratio", manuskript, <http://www.larseosvensson.se> (2014-03-20).

Svensson, L E O (2014a), "De senaste årens penningpolitik - 'leaning against the wind'", *Ekonomisk Debatt*, årg 42, nr 3, s 6-24.

Svensson, L E O (2014b), "Arbetslösheten och penningpolitiken - uppdatering för helåret 2013", blogginlägg på Ekonomistas, 6 februari 2014, <http://ekonomistas.se/2014/02/06/arbetslosheten-och-penningpolitiken-uppdatering-for-helaret-2013/> (2014-02-06).

Svensson, L E O (2014c), "The Possible Unemployment Cost of Average Inflation below a Credible Target", under utgivning i *American Economic Journal: Macroeconomics*.

Svensson, L E O (2014d), "Riksbankens måluppfyllelse ser inte bättre ut med KPIF- och KPIX-inflationen", inlägg på Ekonomistas, 3 mars 2014, <http://ekonomistas.se/2014/03/03/riksbankens-maluppfyllelsen-ser-inte-battre-ut-med-kpif-och-kpix-inflationen> (2014-03-03).

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

Svensson, L E O (2014f), "Slutet för Riksbankens 'leaning against the wind'?", blogginlägg på Ekonomistas, 21 februari 2014, <http://ekonomistas.se/2014/03/03/riksbankens-maluppfyllelsen-ser-inte-battre-ut-med-kpif-och-kpix-inflationen/> (2014-02-21).

Svensson, L E O (2014g), "Är hushållens boränteförväntningar för låga?", blogginlägg på Ekonomistas, 7 januari 2014, <http://ekonomistas.se/2014/01/07/ar-hushallens-boranteforvantningar-for-laga/>.

Svensson, L E O (2014h), "Tendentiös redogörelse från Riksbanken - döljer att Riksbankens egna beräkningar ger minoriteten rätt", blogginlägg på Ekonomistas, 31 mars 2014, <http://ekonomistas.se/2014/03/31/missledande-redogorelse-for-penningpolitiken-fran-riksbanken/> (2014-03-31).

Svensson, L E O (2014i), "Ingves ger svar på tal om styrräntans effekt på skuldkvoten", blogginlägg på Ekonomistas, 10 mars 2014, <http://ekonomistas.se/2014/03/10/ingves-ger-svar-pa-tal-om-styrrantans-effekt-pa-skuldsattningen/> (2014-03-10).

Söderström, H T (2012a), "Ompröva reglerna som styr finans- och penningpolitiken", *Dagens Nyheter*, 29 september 2012.

Söderström, H T (2012b), "Ett grovt övertramp av Gernandt", *Dagens Nyheter*, 10 oktober 2012.

Wolodarski, P (2012), "Moderat räntetricksande", *Dagens Nyheter*, 9 oktober 2012.