

# Remissvar på rapporten Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010-2015 (2015/2016:RFR6)

Lars E.O. Svensson

April 18, 2016

## Sammanfattning

Jag instämmer i utredarnas kritik att majoriteten, av oro för hushållens skuldsättning, fört en förstramning penningpolitik efter 2011 och, genom att anta orealistiskt höga framtida utländska räntor, medvetet ha utnyttjat överoptimistiska inflationsprognoser för att motivera en högre ränta. Jag delar också utredarnas syn att majoritetens strategi var problematisk, därför att majoriteten inte angav någon klar och tydlig förklaring till den oro man kände över den finansiella stabiliteten, att strategin att ”att luta sig mot vinden” var svårförenlig med Riksbankens mandat om prisstabilitet samt att majoriteten inte lade fram några empiriska bevis för att nyttan översteg kostnaderna av en sådan strategi.

Jag avvisar utredarnas påstående att majoritetens stora penningpolitiska åtstramning 2010-2011 skulle varit rimlig i ljuset av tillgänglig information och återhämtningen efter krisen. Utredarna tycks här förväxla förändringstakt och nivåer. BNP och export hade visserligen börjat växa 2010, men nivåerna var mycket låga. Utredarna förklarar inte varför en stor åtstramning skulle vara motiverad när arbetslösheten nått en högsta nivå på omkring 9 procent. BNP-nivån låg dessutom långt under sin tidigare högsta nivå och ännu lägre under sin trend. Exporten låg ännu mycket lägre under sin tidigare högsta nivå. Riksbankens inflationsprognos låg under målet och dess arbetslöshetsprognos låg långt över en långsiktigt hållbar nivå för arbetslösheten. En åtstramning i ett sådant läge leder till en inflation ännu lägre än målet och en arbetslöshet ännu högre än en långsiktigt hållbar nivå. De problem med majoritetens strategi som utredarna uppmärksammar för perioden efter 2011 fanns i lika hög grad redan 2010-2011.

Jag avvisar också utredarnas påstående att minoriteten i det stora hela skulle ha godtagit åtstramningen, eftersom den vid varje möte röstade för en måttligt lägre ränta och räntebana. Detta missförstånd kan kanske förklaras av att utredningen saknar en diskussion av principer för en flexibel inflationsmålspolitik, vad som menas med en ”väl avvägd” penningpolitik samt vilka handlingsregler som resulterar i en väl avvägd penningpolitik. Utredarna nämner inte att minoriteten följde en enkel och robust handlingsregel, trots att denna tydligt framkommer i protokollen och i tal: Om inflationsprognosen ligger under inflationsmålet och arbetslöshetsprognosen ligger över en långsiktigt hållbar nivå är penningpolitiken inte väl avvägd, eftersom måluppfyllelsen för både inflationen och arbetslösheten kan förbättras genom att räntan och räntebanan sänkas. Den enkla och robusta handlingsregeln är att i denna situation sänka räntan och räntebanan, ett steg vid varje möte. Detta tills så småningom antingen inflationsprognosen ligger över målet eller arbetslöshetsprognosen ligger under en långsiktigt hållbar nivå och tillsammans representerar en god måluppfyllelse. Eftersom utgångsläget var så långt från en väl avvägd penningpolitik skulle flera steg krävas för att nå dit.

Minoritetens lägre ränta och räntebana vid varje penningpolitiskt möte var således bara det första steget, inte det enda steget, mot en väl avvägd penningpolitik. Denna enkla handlingsregel krävde

för övrigt inte någon större precision i inflations- och arbetslöshetsprognoserna, eftersom de så tydligt låg under målet respektive över en långsiktigt hållbar nivå, särskilt när de korrigerades med mer realistiska antaganden om utländska räntor.

Utredarnas rekommendationer kommenteras utförligare i mitt remissvar, men jag ser inte att deras rekommendationer skulle lösa problemen med den svenska penningpolitiken. Det stora problemet är att Riksbankens majoritet, för att begränsa hushållens skuldsättning, medvetet har fört en för stram penningpolitik som åsidosatt såväl prisstabilitetsmålet som den ekonomiska politikens viktigaste mål, full sysselsättning. Detta trots att Riksbankens förarbeten tydligt anger att Riksbanken, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, ska stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Denna politik har förts trots att en omfattande teoretisk och empirisk forskning redan 2010 hade visat att kostnaderna för en sådan politik av allt att döma med marginal översteg eventuell nytta. Styrrentan har empiriskt för liten effekt på hushållens skulder och risken för en kris för att eventuell nytta ska stå i proportion till kostnaden i form av för hög arbetslöshet och för låg inflation. Senare forskning har visat att kostnaderna överstiger eventuell nytta med ännu större marginal och, givet nuvarande kunskapsläge, kan bedömas i de flesta fall vara flera gånger större än nyttan.

För att lösa problemen med penningpolitiken och säkra en god måluppfyllelse bör finansutskottet förtydliga Riksbankens i Riksbankslagen och dess förarbeten formulerade mandat och lämpligen precisera det som prisstabilitet och full sysselsättning. Finansutskottet bör också skärpa den demokratiska kontrollen av Riksbanken genom att säkra att den faktiska beslutsmakten ligger hos en direktion med sex självständiga ledamöter och genom en grundligare årlig utvärdering av penningpolitiken, t.ex. genom att Finanspolitiska rådet ges ett utökat mandat att också utvärdera penningpolitiken.

Finansutskottet bör ytterligare klargöra ansvarsförhållandena inom nuvarande genomtänkta ansvarsfördelning inom politikområdet finansiell stabilitet och klargöra att Riksbankens uppdrag avseende finansiell stabilitet begränsas till likviditetsstöd, främst i samband med krishantering. Ett eventuellt behov att koordinera penningpolitiken och makrotillsynen hanteras bäst genom att Finansinspektionen, inte Riksbanken, ska bedöma om penningpolitikens inriktning skulle medföra ett tydligt hot mot den finansiella stabiliteten som Finansinspektionen inte kan hantera med de medel den har till förfogande och i förekommande fall varna om detta. I så fall kan Riksbanken avgöra om penningpolitiken behöver justeras eller inte, varvid Riksbankens oberoende upprätthålls. I frånvaro av en sådan varning från Finansinspektionen ska Riksbanken inte avvika från de penningpolitiska målen.

## 1. Inledning

I detta remissvar på Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010-2015 diskuterar jag i avsnitt 2 några frågor utredningen tar upp eller borde tagit upp, inklusive den penningpolitiska åtstramningen 2010-2011, vad som menas med ”väl avvägd” penningpolitik, den enkla och robusta handlingsregel som minoriteten (Karolina Ekholm och jag) tillämpade, påståendet att minoriteten i stort sett godtog majoritetens åtstramning, kostnad och nytta av ”att luta sig mot vinden” samt utredningens redovisning av minoritetens syn på att luta sig mot vinden. I avsnitt 3 kommenterar jag utredningens rekommendationer.

## 2. Utredningen och den svenska penningpolitiken

Utvärderingen av den svenska penningpolitiken 2010-2015 av Marvin Goodfriend och Mervyn King kommer med viss kritik mot den förda penningpolitiken. Kritiken är förvånansvärt mild med tanke på att Riksbankens majoritet av allt att döma medvetet förde en stramare penningpolitik än vad som var förenligt med att uppfylla inflationsmålet och stabilisera arbetslösheten runt lägsta långsiktigt hållbara nivå

Syftet med denna stramare penningpolitik, "att luta sig mot vinden", var att begränsa hushållens skuldsättning och mildra hot mot finansiell stabilitet. Detta skedde trots att en omfattande teoretisk och empirisk forskning redan 2010 hade visat att kostnaderna för en sådan politik med marginal kan väntas överstiga eventuell nytta. Styrrentan har empiriskt för liten effekt på hushållens skulder och risken för en kris för att eventuell nytta ska stå i proportion till kostnaden i form av för hög arbetslöshet och för låg inflation.

Visserligen kritiserar utredarna majoriteten för att ha sänkt räntan för långsamt efter 2011 och för att, genom att anta orealistiskt höga framtida utländska räntor, medvetet ha utnyttjat överoptimistiska inflationsprognoser för att motivera en högre ränta. Utredarna påpekar också att majoritetens strategi att av oro för skuldsättningen sätta räntan högre än vad som var förenligt med inflationsmålet var problematisk: "För det första gav man aldrig någon klar och tydlig förklaring till den oro man kände över den finansiella stabiliteten. För det andra var det inte lätt att förena målet att 'luta sig mot vinden' med Riksbankens mandat att uppnå prisstabilitet. För det tredje lade man inte fram några empiriska bevis för att storleken på kostnaderna respektive nyttan av en sådan strategi." (s. 94). Detta är allvarliga invändningar, men utredarnas kritik är ändå återhållsam.

### Den penningpolitiska åtstramningen 2010-2011

Exempelvis försvarar utredarna majoritetens kraftiga penningpolitiska åtstramning 2010-2011 med hänvisning till "den svenska ekonomins snabba återhämtning". Åtstramningen "förefaller inte ha varit orimlig i ljuset av den då tillgängliga informationen". Utredarna tycks här dock förväxla *förändringstakt* och *nivå*. BNP och export hade visserligen börjat växa våren 2010, men *nivåerna* var inte höga utan låga. Utredarna nämner inte att åtstramningen påbörjades i ett läge när enligt den då tillgängliga informationen arbetslösheten gått upp med nästan 3 procentenheter och nått en högsta nivå på 9 procent, BNP låg 5 procent under sin tidigare högsta nivå och 10 procent under sin trend samt exporten låg 13 procent under sin tidigare högsta nivå.<sup>1</sup>

Utredarna nämner inte heller att den tillgängliga informationen i juni 2010 resulterade i att Riksbankens inflationsprognos låg lägre än inflationsmålet och att dess arbetslöshetsprognos låg högt över Riksbankens bedömning av en långsiktigt hållbar nivå. En penningpolitisk åtstramning i en sådan situation skiftar ner inflationsprognosen längre ifrån målet och skiftar upp arbetslöshetsprognosen längre ifrån en långsiktigt hållbar nivå. Måluppfyllelsen för både inflationen och arbetslösheten försämras. Om istället i denna situation penningpolitiken lättas, dvs. räntebanan och räntan sänks, förbättras måluppfyllelsen för båda inflationen och arbetslösheten.

---

<sup>1</sup> Se Svensson (2016b) för en utförligare diskussion.

Det hade varit värdefullt att få ta del av utvärderarnas syn på denna problematik. Tyvärr är diskussionen på detta område mycket kortfattad och det är svårt att förstå på vilka grunder utvärderarna anser en åtstramning av penningpolitiken var motiverad.<sup>2</sup>

Saken blev värre genom att majoritetens låga inflationsprognos var en systematisk överskattning, och den höga arbetslöshetsprognosen var en systematisk underskattning. Denna snedvridning av prognoserna berodde på att prognoserna, trots minoritetens invändningar, baserades på ett antagande om orealistiskt höga utländska räntor. Allt annat lika resulterade detta antagande i en prognos om en svagare krona, med åtföljande överskattning av framtida inflation och exportefterfrågan och underskattning av framtida arbetslöshet.

Utredarna nämner denna systematiska snedvridning av prognoserna i sin diskussion av politiken efter 2011. Men samma orealistiska antagande om utländska räntor, med samma snedvridning av prognoserna, gjordes även 2010 och 2011, trots att de regelbundet påtalades och kritiserades av minoriteten från och med det penningpolitiska mötet i september 2010.

### **Brister i utvärderingens utgångspunkter**

Utvärderingen präglas således av bristande konsekvens i bedömningen av penningpolitiken 2010-2011 och penningpolitiken efter 2011. Utvärderingen har vid ett närmare studium ett antal brister som kan förklara denna bristande konsekvens. Den saknar en principiell diskussion av flexibel inflationsmålpolitik, inklusive hur dess måluppfyllelse kan mätas dels i realtid med hänsyn till den information som var tillgänglig vid beslutstillfället, dels i efterhand med facit i hand. Den saknar också en precisering av kriterierna för en ”väl avvägd” penningpolitik och vilken handlingsregel som bör följas för att uppnå en väl avvägd penningpolitik. Utvärderarna redovisar inte heller några resultat från den forskning som finns om nytta och kostnad av att luta sig mot vinden, inklusive den forskning som var tillgänglig 2010-2011. Utvärderarna ger dessutom enligt min mening ett missvisande och felaktigt intryck av modellberoende i beslutsprocessen. I det följande kommenterar jag dessa frågor och den syn som vägledde mina ställningstaganden om penningpolitiken.

### **En väl avvägd penningpolitik och en enkel och robust handlingsregel**

En utvärdering av om penningpolitiken uppfyllt sina mål och varit ”väl avvägd” kräver en precisering av såväl måluppfyllelse som vad som menas ”väl avvägd”. Min utgångspunkt som penningpolitisk beslutsfattare var att för att penningpolitiken inom ramen för en flexibel inflationsmålpolitik ska vara väl avvägd måste det finnas en avvägning mellan måluppfyllelsen för inflationen och måluppfyllelsen för arbetslösheten. Det ska inte vara möjligt att med en justering av penningpolitiken förbättra måluppfyllelsen för både inflationen och arbetslösheten. Med måluppfyllelse avses här hur nära prognosticerad inflation och arbetslöshet ligger inflationsmålet respektive en långsiktigt hållbar arbetslöshetsnivå. För att penningpolitiken ska vara väl avvägd måste antingen både inflationsprognosen och arbetslöshetsprognosen ligga över inflationsmålet respektive en långsiktigt hållbar nivå eller måste båda ligga under inflationsmålet respektive en långsiktigt hållbar nivå. Detta är en version av vad som kallas Qvigstads kriterium för en väl avvägd penningpolitik (efter förre norske vice centralbankschefen Jan Qvigstad).<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> Som framgår av Svensson (2011) såg Riksbankens och Federal Reserves inflations- och arbetslöshetsprognoser mycket lika ut i juni 2010. I denna situation, med för låg inflationsprognos och för hög arbetslöshetsprognos, valde Federal Reserve att hålla räntan på lägsta nivå och planera för ytterligare penningpolitisk expansions genom att förbereda nästa omgång kvantitativa lättnader, QE2.

<sup>3</sup> Se Qvigstad (2005).

Under hela perioden från 2010 tills jag lämnade Riksbanken 2013 och även senare var situationen sådan att inflationsprognosen låg under målet och prognosen för arbetslösheten låg över en långsiktigt hållbar nivå. Penningpolitiken var således inte väl avvägd och Qvigstads kriterium var inte uppfyllt.

För denna situation finns en enkel och logisk handlingsregel. Om inflationsprognosen ligger under målet och arbetslöshetsprognosen ligger över sin långsiktigt hållbara nivå ska räntan och räntebanan sänkas. Då skiftar nämligen inflationsprognosen upp närmare inflationsmålet och arbetslöshetsprognosen skiftar ner närmare sin långsiktigt hållbara nivå. Då blir måluppfyllelsen bättre för både inflationen och arbetslösheten.

Den enkla handlingsregeln är en naturlig utveckling av den handlingsregel Riksbanken använd tidigare, för att göra penningpolitiken transparent och enkel att utvärdera.<sup>4</sup> Detta är också handlingsregel jag tillämpade i mina ställningstaganden.

För denna enkla handlingsregel spelar det i sig ingen roll om prognoserna är resultatet av modellberäkningar eller bedömningar eller båda. Det naturliga är att göra prognoserna med hjälp av *all* relevant information, inklusive modeller och bedömningar. Eftersom det i praktiken var så tydligt att inflationsprognosen låg under målet och arbetslöshetsprognosen långt över en långsiktigt hållbar nivå var handlingsregeln i den situation som rådde inte alls beroende av någon särskilt precision i prognoserna. Om utgångsläget, som var fallet 2010-2014, är långt från en situation där penningpolitiken är väl avvägd krävs det normalt flera steg och flera penningpolitiska möten av sänkningar av styrräntan och räntebanan för att nå en situation där penningpolitiken är väl avvägd. I teorin skulle man kunna beräkna en stor sänkning av ränta och räntebana för att i ett enda stort steg komma till en situation med en väl avvägd penningpolitik, men i praktiken var detta inte möjligt utan det säkra var att ta flera måttliga steg.

### **”Godtogs i det stora hela av alla ledamöter”?**

Utredarna ger i detta sammanhang en missvisande bild av minoritetens ställningstaganden. De påstår ”räntehöjningarna godtogs i det stora hela av alla ledamöter”, trots att det tydligt framgår av citaten från protokollen att minoriteten och majoriteten hade mycket olika uppfattningar om inriktningen på penningpolitiken.<sup>5</sup>

Som stöd för sitt påstående säger utredarna att ”[d]e ledamöter i direktionen som hade en avvikande mening röstade aldrig för en reporänta som var mer än en kvarts procentenhet lägre än den nivå som majoriteten faktiskt fattade beslut om” samt att ”[e]ftersom ledamöterna röstar om en reporäntenivå måste de ledamöter som anser att politiken på något sätt är inne på fel spår göra detta klart genom att rösta för vad de anser är en lämplig räntenivå. Att en ledamot har röstat för en obetydligt lägre ränta än den som antas av majoriteten kan inte senare anföras som bevis för att den berörda ledamoten ansåg att reporäntan borde ha varit en helt annan.”

---

<sup>4</sup> Heikensten (2003, s. 1-2): ”Riksbanken strävar efter att bedriva en penningpolitik som är tydlig och trovärdig och allmänt accepterad såväl av allmänheten i Sverige som av aktörerna på de finansiella marknaderna. Därför har vi deklarerat ett explicit mål för den årliga inflationstakten och förklarat att vi under normala omständigheter försöker hålla oss till en enkel handlingsregel; om prognoserna för inflationen på ett till två års sikt överstiger inflationsmålet höjer vi räntan, och vice versa om prognoserna understiger målet. Denna tydliga tankeram gör det lättare att påverka förväntningarna i samhället om penningpolitiken och att utvärdera politiken i efterhand. Både vi själva och utomstående bedömare kan ta ställning till om politiken är vettigt upplagd i förhållande till målet, om prognoserna vi gör är rimliga, och om vi följer de principer vi själva deklarerat för hur inflationsmålet ska nås.”

<sup>5</sup> Detta diskuteras utförligare i Svensson (2016b).

Men en röst för en något lägre ränta än den som antas av majoriteten kan *inte* senare anföras som bevis för att den berörda ledamoten *inte* ansåg att den penningpolitiska inriktningen borde varit en helt annan.

För det första är det inte rätt att betrakta det penningpolitiska beslutet som enbart ett val av en "lämplig räntenivå". Det penningpolitiska beslutet består i Riksbanken av ett val av både nuvarande räntenivå och räntebana. Nuvarande korta styrränta har liten eller ingen effekt på ekonomin. Penningpolitiken verkare istället genom de förväntningar om framtida räntor och de räntor med längre löptider som dessa förväntningar ger upphov till. Det är dessa längre räntor, med flera års löptid som påverkar ekonomin. Hur expansivt ett visst beslut är ges därför i första hand inte av nuvarande styrränta utan av den räntebana som väljs. Räntebanans genomsnittliga räntor är ett bättre mått på det penningpolitiska beslutet. Minoriteten röstade för räntebanor med betydligt lägre genomsnitt än majoriteten.<sup>6</sup>

För det andra, enligt den enkla och robusta handlingsregel jag följde, nämligen att när inflationsprognosen ligger under målet och arbetslöshetsprognosen ligger över en långsiktigt hållbar nivå, ska räntan och räntebanan sänkas, *ett steg i taget vid varje möte*, tills penningpolitiken så småningom blir väl avvägd. Den ränta och räntebana jag röstade för bara var *bara första steget* i rätt riktning mot en väl avvägd penningpolitik, inte det *enda steget*. Det framgår tydligt i protokoll och tal hur jag resonerade.

## Modellberoende

Utvärderarna hävdar att Riksbankens direktion skulle vara för beroende av modeller. Detta är en missuppfattning. Riksbankens prognoser är, liksom de flesta centralbanksprognoser, resultatet av både modellberäkningar och bedömningar. Bedömningar har en mycket stor roll. De prognosrevideringar som till slut skedde under 2014 gjordes just för att det visade sig att det stora inslaget av bedömningar tenderade att leda till överskattningar av inflationen, medan rena modellprognoser hade mindre av en sådan systematisk snedvridning. Detta framgår av protokollet från det penningpolitiska mötet i september 2014, där Karolina Ekholm säger (s. 4): "I juli bestämde sig direktionen för att låta rena modellkörningar väga tyngre än bedömningar i inflationsprognosen, eftersom modellkörningarna visat sig göra förhållandevis bra prognoser enligt prognosutvärderingar gjorda på avdelningen för penningpolitik. Denna förändring har kanske eliminerat den tendens till systematiska överskattningar av framtida inflation som prognosen uppvisat en tid."

## Kostnad och nytta av att luta sig mot vinden

Som utvärderarna noterar var skälet till att majoriteten ville höja räntan trots att inflationen var låg och arbetslösheten hög en oro för hushållens skuldsättning. För att det ska vara motiverat att bedriva en sådan politik bör nyttan vara större än kostnaden. Utvärderarna nämner dock inte att en omfattande empirisk forskning redan 2010 visat, liksom en intern utredning i Riksbanken 2011, att kostnaden av allt att döma var betydligt större än den eventuella nyttan. Senare teoretisk och empirisk forskning har bekräftat detta att styrräntan har alltför liten effekt på skulder eller risker för att nyttan ska stå i någon proportion till kostnaderna i form av för låg inflation, för hög arbetslöshet, och ökad real skuldbörda på grund av en inflation lägre än förväntat.<sup>7</sup> Det är anmärkningsvärt att utvärderarna inte diskuterar resultaten från denna forskning när den har så

---

<sup>6</sup> Detta diskuteras utförligare i Svensson (2016c), där det visas att minoritetens penningpolitiska ställningstagande i september 2011 jämfört med majoritetens kan översättas till en reporänta som är 1,5 procentenheter lägre de närmaste fyra kvartalen.

<sup>7</sup> Se t.ex. International Monetary Fund (2015) och Svensson (2016a).

stor bäring på bedömningen av huruvida svensk penningpolitik under utvärderingsperioden kan sägas ha varit välmotiverad eller inte. Deras notering om att majoriteten inte redovisade empiriskt stöd för sitt agerande hade motiverat en mer ingående sådan diskussion och tydligare kritik.

### **En oftare återkommande utvärdering av penningpolitiken behövs**

Att den enda externa utvärdering av penningpolitiken som görs under en femårsperiod uppvisar så stora brister när det gäller precision i angreppssätt och utvärderingskriterier är problematiskt. Att utredarna inte ger en rättvisande bild av mitt eget agerande gör mig i och för sig upprörd, men det är inte det viktigaste problemet. Penningpolitiken är det enda politikområdet som delegerats till en självständig myndighet och behöver därför utvärderas grundligt för att ansvar ska kunna utkrävas och verksamhetens demokratiska legitimitet garanteras. Min uppfattning är att en noggrannare och mer insiktsfull granskning av penningpolitiken bäst kan göras med ett utvidgat mandat att utreda penningpolitiken för Finanspolitiska rådet, inklusive utvidgade resurser och ledamöter. Penningpolitiken förtjänar och behöver den noggranna årliga granskning som finanspolitiken utsätts för.

## **3. Utredningens rekommendationer**

### **Penningpolitik:**

1. *Riksdagen bör, på finansministerns rekommendation, både definiera och siffersätta inflationsmålet, samt ge mandat till Riksbankens direktion att uppnå detta mål. I dagens läge rekommenderar vi ett mål på 2 procent mätt i KPIF. Målet bör ses över vart tionde år, såvida inte riksdagen lagstiftar om en ändring av målet före nästa tillfälle när målet ska ses över.*

Problemen med Riksbankens penningpolitik skulle inte lösas med att Riksbanken siffersätter inflationsmålet. Dessutom är rekommendationen oförenlig med ECB-stadgan (Storbritannien har undantag från ECB-stadgan). Att riksdagen siffersätter inflationsmålet skulle också kunna ha vissa oönskade konsekvenser. Det finns t.ex. en risk att inflationsmålet kan bli en valfråga med populistiska inslag, något som tidigare hänt i Nya Zeeland.

När det gäller lämpligt prisindex för inflationsmålet har KPI den stora fördelen att det är det prisindex som spelar mest roll för och är mest känt av allmänheten. Allmänhetens beslut och lönebildningen underlättas om KPI-inflationen stabiliseras och i genomsnitt ligger på målet. De olika mått på inflationsförväntningar som är viktiga för penningpolitiken avser också KPI. Att boendekostnaderna ingår i KPI och påverkas av bolåneräntor och därmed av Riksbankens styrränta innebär att KPI får större variabilitet. Men detta är på sin höjd ett pedagogiskt problem och hindrar inte att genomsnittet under en längre period kan ligga på målet. Eftersom boendekostnaderna är en betydande del av hushållens budget är ett prisindex som inkluderar boendekostnaderna mest relevant för hushåll och löntagare. Att genomsnittet för KPI-inflationen under 1995-2015 är 1,2 procent istället för 2 procent är ett tecken på att penningpolitiken i genomsnitt varit för stram under denna tid. Att KPI inflationen föll till noll och negativa tal i slutet av 2012 är i betydande utsträckning en konsekvens av den stora åtstramningen 2010-2011 och för stram penningpolitik fram till omläggningen sommaren 2014.

Om man ska ta ett annat index än KPI är det EU-harmoniserade prisindexet HIKP att föredra framför KPIF. HIKP möjliggör internationella jämförelser och exkluderar boendekostnaderna för egenhem och därmed påverkan av bolåneräntor och styrränta. KPIF har problemet att det utesluter förändringar i boendekostnaden som beror på bolåneräntorna men behåller förändringar i boendekostnaden som beror på bostadspriserna. Med stigande bostadspriser och fallande

bolåneräntor blir då KPIF-inflationen systematiskt en överskattning av KPI-inflationen. Ett mål på 2 procent för KPIF innebär då ett lägre mål än 2 procent för KPI. KPIF är inte heller framtaget för att vara en målvariabel utan bara ett komplement till KPI.<sup>8</sup>

- I det uppdrag som riksdagen ska ålägga Riksbanken bör fastställas att Riksbankens penningpolitiska mål ska vara att upprätthålla prisstabilitet, så som detta definieras genom inflationsmålet, med hänsyn tagen till den långsiktiga hållbarheten hos banan för produktionens nivå och sammansättning, samt dess implikationer för inflationen. Om det enligt direktionens uppfattning är lämpligt att under en tid avvika från att uppnå inflationsmålet cirka två år framåt i tiden ska Riksbanken redogöra för sina skäl och försvara dem inför riksdagens finansutskott.*

Det stora problemet med penningpolitiken är att Riksbanken åsidosatt såväl prisstabilitetsmålet som den allmänna ekonomiska politikens viktigaste mål, full sysselsättning. För att förbättra måluppfyllelsen för penningpolitiken behöver Riksbankens mandat förtydligas och den demokratiska kontrollen av Riksbanken skärpas.

Finansutskottet bör förtydliga att enligt Riksbankslagen och dess förarbeten Riksbankens mandat, lämpligen kallat "prisstabilitet och full sysselsättning", innebär att stabilisera såväl inflationen runt inflationsmålet som sysselsättningen runt en (högsta) långsiktigt hållbar nivå. Normalt innebär detta att arbetslösheten ska stabiliseras runt en (lägsta) långsiktigt hållbar nivå. Här måste beaktas av att denna långsiktigt hållbara nivå huvudsakligen bestäms av icke-monetära faktorer som påverkar arbetsmarknadens funktionssätt, inte är direkt observerbara och kan förändras över tiden. Ett fast siffersatt mål för arbetslösheten är därför inte lämpligt. Istället måste den långsiktigt hållbara nivån skattas med olika metoder och indikatorer och vid behov revideras. Genomsnittlig inflation under en längre period bör inte avvika från inflationsmålet. Därmed gör man inte avkall på att inflationsmålet är överordnat, och inflationsmålet blir mer långsiktigt.<sup>9</sup>

Det finns inget skäl till att en flexibel inflationsmålspolitik skulle innebära att inflationen normalt skulle nå målet inom två år och således inget skäl till att fokusera på en horisont på två. Hur snabbt inflation och arbetslöshet närmar sig inflationsmålet respektive långsiktigt hållbar nivå beror på utgångsläge och störningar och den lämpliga kompromissen mellan att stabilisera inflationen runt målet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå.

- Riksbanken bör ompröva sina metoder för att ta fram prognoser för både världsekonomin och räntorna i omvärlden, så att direktionen kan fokusera på de stora frågorna i samband med prognoserna. De antaganden som görs om tillväxten och räntorna i omvärlden bör förklaras mer ingående i den penningpolitiska rapporten.*

Som nämnts ovan gjorde majoriteten medvetet antaganden om orealistiskt höga utländska framtida räntor, vilket fick till följd att majoritetens inflationsprognoser var en systematisk överskattning och motsvarande arbetslöshetsprognos en systematisk underskattning. Den lämpliga lösningen är att prognoser för utländska räntor i första hand bör utgå från faktiska utländska marknadsräntor och marknadsförväntningar enligt implicita terminräntor. Andra räntebanor för utländska centralbanker bör endast antas om det finns särskilda och tydliga skäl för detta.<sup>10</sup>

---

<sup>8</sup> Se Apel, Armelius och Claussen (2016) för diskussion av egenskaperna för KPI, KPIF och HIKP.

<sup>9</sup> Federal Reserves skrift "Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy", kan tjäna som förebild hur Riksbankens mandat kan förtydligas (Federal Reserve 2016). Se också Svensson (2015b).

<sup>10</sup> Detta är den lösning på problemet som förespråkas i Svensson (2010).



4. *Riksbanken bör genomföra och offentliggöra 1) en utvärdering av sina erfarenheter av publiceringen av en framtida reporäntebana och 2) en analys av de stora avvikelserna mellan marknadens förväntningar och Riksbankens publicerade prognoser under den period som omfattas av denna utvärdering.*
5. *Riksbanken bör rutinemässigt presentera en analys i sina penningpolitiska rapporter av varför det enligt Riksbankens uppfattning finns en skillnad mellan dess publicerade reporäntebana och marknadens förväntade reporäntebana, samt vilka implikationer Riksbanken tror att denna skillnad har för utformningen av penningpolitiken.*

Utredarna noterar i sin diskussion av penningpolitiken efter 2011 att majoritetens räntebana inte var trovärdig utan låg långt över marknadens förväntningar om framtida räntor. Detta betydde att majoritetens *avsedda* penningpolitik, de finansiella förhållanden som skulle vara förenliga med att majoritetens räntebana skulle varit trovärdig, var betydligt mer kontraktiv än den *faktiska* penningpolitiken, de faktiska finansiella förhållanden som gavs av marknadens faktiska förväntningar om framtida räntor. Om majoritetens räntebana hade blivit trovärdig skulle detta ha medfört en mycket kraftig faktisk åtstramning av penningpolitiken, med en stor ökning av långa marknadsräntor och en stor kronförstärkning. Den rimliga förklaringen till den bristande trovärdigheten var att marknaden insåg att majoritetens höga räntebana var helt orealistisk och skulle ha medfört en så stark krona och en så låg inflation och hög arbetslöshet att majoriteteten skulle ha tvingats anpassa sin penningpolitik i expansiv riktning. Så skedde också i verkligheten.

Utredarna för själva ingen ordentlig diskussion om hur Riksbanken skulle kunna undvika problemet med en icke trovärdig räntebana. En lösning på en bristande trovärdighet av räntebanan är att börja beslutsprocessen med att beräkna inflations- och arbetslöshetsprognosen och motsvarande måluppfyllelsen betingad på marknadens ränteförväntningar (dvs. de faktiska finansiella förhållandena). Då kan man avgöra om måluppfyllelsen är tillräckligt god eller om marknadsförväntningar och finansiella förhållanden behöver skifta i expansiv eller kontraktiv riktning för att förbättra måluppfyllelsen. En publicerad räntebana som visar var marknadsförväntningarna bör ligga för bättre måluppfyllelse kan då i samband med övrig kommunikation i samband med det penningpolitiska beslutet bidra till att marknadsförväntningar och finansiella förhållanden skifta i önskad riktning.<sup>11</sup>

6. *Riksbankslagen bör ändras för att göra klart att valet av växelkursregim är en fråga för regeringen och att uppdraget att uppnå inflationsmålet gäller med förbehåll för att regeringen beslutar att växelkursen bör flyta fritt.*

Denna rekommendation vittnar om bristande kunskap om svenska förhållanden. Regeringen har enligt 9 kap. 12 § regeringsformen ansvaret för övergripande valutapolitiska frågor och ska enligt 2 § lagen om valutapolitik besluta om det växelkurssystem som ska gälla för att fastställa kronans värde i förhållande till utländska valutor. Enligt Riksbankslagen 7 kap. § 1 ska Riksbanken besluta om tillämpningen av det växelkurssystem som regeringen beslutat om.

Denna ordning är föredömlig, bättre än den i många andra länder och bör inte ändras. I många länder bestämmer regeringen om både växelkurssystem och dess tillämpning, inklusive eventuella valutainterventioner. Detta har problemet att det kan medföra ett dubbelkommando över penningpolitiken, eftersom räntor och växelkurs inte är oberoende. Den svenska ordningen infördes för att just undvika detta problem.

---

<sup>11</sup> Detta är den lösning på problemet som förespråkas i Svensson (2010).

Såvitt jag kan se tillåter lagstiftningen att Riksbanken vid behov göra valutainterventioner och t.ex. inför ett temporärt växelkursgolv för att uppnå de penningpolitiska målen.

### **Finansiell stabilitet:**

- 7. Regeringen bör utan vidare dröjsmål se till att Finansinspektionen får de rättsliga befogenheter och makrotillsynsverktyg som är lämpliga för dess uppdrag att främja finansiell stabilitet.*

Finansinspektionen bör snarast få rättsliga befogenheter och makrotillsynsverktyg som är lämpliga för dess uppdrag att främja finansiell stabilitet och motverka risker för finansiella obalanser. Det förslag till ramverk för makrotillsynen som FI presenterat i Finansutskottet är en lämplig utgångspunkt, enligt vilket FI ska ha ansvar för analyser av behovet av åtgärder och genomförandet. Vissa tänkbara makrotillsynsåtgärder har dock så stora konsekvenser för hushåll, företag och samhällsekonomi att regeringens godkännande är rimligt för demokratisk legitimitet av åtgärderna.

- 8. Riksbanken och Finansinspektionen bör inrätta en gemensam kommitté för makrotillsyn som träffas en gång i kvartalet för att diskutera användandet av de viktigaste makrotillsynsverktygen. Den gemensamma kommittén för makrotillsyn bör emellanåt utfärda rekommendationer till riksdagen om huruvida den uppsättning verktyg som har delegerats till Finansinspektionen bör utökas eller minskas. Den gemensamma kommittén för makro- tillsyn bör vara den primära källan till rapporter om den finansiella stabiliteten och delta i en utfrågning i finansutskottet minst en gång om året.*

Jag ser inget skäl att ändra att den nuvarande ordningen med det Finansiella stabilitetsrådet skulle behöva ändras och utredningen anger inte några övertygande skäl.

Utredarna tycks inte vara medvetna om att nuvarande ansvarsfördelning inom politikområdet finansiell stabilitet bygger på en genomtänkt analys och är resultatet av en bred politisk överenskommelse. Ansvarsfördelningen tar också hänsyn till om det rör sig om krisförebyggande åtgärder eller krishantering. Ansvar inom politikområdet är fördelat mellan i första hand FI, Riksbanken och Riksgälden. Finansinspektionen svarar för förebyggande och korrigerande åtgärder inom mikro- och makrotillsynen, dvs. krisförebyggande verksamhet. Riksbankens huvuduppgift är likviditetsförsörjning, ”lending of last resort”, främst i krislägen, dvs. krishantering. Riksgälden är resolutions- och insättningsgarantimyndighet och har huvudansvaret för hantering av banker i kris, dvs. krishantering. Som huvudman för Finansinspektionen och Riksgälden och som ansvarig för lagstiftningsinitiativ har regeringen genom Finansdepartementet en viktig roll, både för krisförebyggande åtgärder och vid krishantering.

Effektivitetsskäl och möjlighet till ansvarutkrävande motiverar att ansvaret för makrotillsynen och alla makrotillsynsverktyg läggs i en myndighet. Att dela upp ansvar och verktyg på flera myndigheter försvårar ansvarsutkrävande och kan minska effektiviteten av åtgärderna.

Penningpolitik och makrotillsyn är olika sorts politik, med skilda mål, skilda lämpliga instrument och i många länder skilda ansvariga myndigheter. Detta hindrar inte att makrotillsynen kan påverka förhållanden för penningpolitiken och penningpolitiken förhållanden för makrotillsynen. I detta avseende är sambandet mellan penningpolitik och makrotillsyn liknande det mellan penningpolitik och finanspolitik. Penningpolitiken är mycket mer effektiv i att uppnå de penningpolitiska målen, prisstabilitet och full sysselsättning, och makrotillsynen är mycket mer effektiv i att uppnå finansiell stabilitet. Därför bör normalt dessa två slags politik normalt bedrivas oberoende, men med varje politik väl informerad om hur den andra bedrivs. Detta betyder att de bäst bedrivs med separata beslutsenheter, antingen som i Sverige med två separata myndigheter, Finansinspektionen med makrotillsynen och Riksbanken med penningpolitiken,

eller som i Storbritannien med två separata beslutskommittéer inom Bank of England, FPC med makrotillsyn och MPC med penningpolitik. Detta gör det möjligt att hålla varje beslutsenhet ansvarig för att uppnå sina mål. Även i detta avseende är förhållandet för penningpolitik och makrotillsyn liknande det för penningpolitik och finanspolitik.<sup>12</sup>

Det finns ingen anledning att nu ändra på denna genomtänkta ansvars- och verktygsfördelning.

- 9. Riksbankslagen bör ändras för att förtydliga Riksbankens roll när det gäller att värna finansiell stabilitet, det vill säga om den ska vara begränsad till deltagande i den föreslagna gemensamma kommittén för makrotillsyn (se ovan) eller utökas genom att Riksbanken tilldelas makrotillsynsbefogenheter. Riksbankens uppdrag bör även omfatta finansiell stabilitet, och Riksbanken måste ha vissa formella befogenheter för att kunna uppnå sitt mål.*

Riksbankens huvuduppgift när det gäller finansiell stabilitet är likviditetsförsörjning, ”lending of last resort”, främst i krislägen, dvs. krishantering. Riksbanken saknar makrotillsynsverktyg för krisförebyggande åtgärder.

Riksbankens uppdrag och mål för likviditetsförsörjning vid krishantering bör preciseras. Däremot bör Riksbanken inte ges något mål för finansiell stabilitet när det gäller krisförebyggande verksamhet. Eftersom Riksbanken inte har några makrotillsynsinstrument för krisförebyggande verksamhet kan inte Riksbanken hållas ansvarig för den finansiella stabilitet och därmed bör den inte ha något mål för finansiell stabilitet annat än inom ramen för krishantering.

Det kan dock inte uteslutas att det i framtiden kan uppstå situationer när penningpolitiken kan medföra ett hot mot den finansiella stabiliteten och ett behov av en mer explicit koordinering av penningpolitiken och makrotillsynen uppstår. Finansutskottet bör precisera hur denna koordination vid behov ska gå till, nämligen att Finansinspektionen, inte Riksbanken, ska bedöma om penningpolitikens inriktning skulle medföra ett tydligt hot mot den finansiella stabiliteten som Finansinspektionen inte kan hantera med de medel den har till förfogande och i förekommande fall varna om detta i Finansiella stabilitetsrådet. Riksbanken kan sedan avgöra om penningpolitiken behöver justeras. Därigenom upprätthålls Riksbankens oberoende. I frånvaro av en sådan varning från Finansinspektionen ska Riksbanken inte avvika från de penningpolitiska målen.

- 10. År 2020 bör regeringen ge en mindre grupp experter i uppdrag att granska ansvarsfördelningen när det gäller makrotillsynen mellan Finansinspektionen och Riksbanken.*

Det finns ingen anledning att nu bestämma om en granskning så snart. Nuvarande ramverk bör först prövas ett antal år innan det utvärderas.

### **Riksbankens redovisningsansvar:**

- 11. Riksdagens finansutskott bör hålla tre utfrågningar om året med Riksbankens direktion efter publiceringen av de penningpolitiska rapporterna. Utöver riksbankschefen (som alltid ska delta) bör tre vice riksbankschefer delta, vilket innebär att varje ledamot av direktionen ska delta minst två gånger under varje tolv månadersperiod för att förklara och försvara hur han/hon har röstat om penningpolitiska beslut.*

Jag välkomnar att Finansutskottet håller fler utfrågningar varje år med såväl riksbankschef som vice riksbankschefer. Men den demokratiska kontrollen av Riksbanken bör skärpas ytterligare på flera sätt. Finanspolitiska rådets noggranna granskning av finanspolitiken är en förebild. Rådet kan få ökade resurser och ett utökat mandat att också granska penningpolitiken. Rådet skulle

---

<sup>12</sup> Detta utvecklas vidare i Svensson (2015a).

också kunna få riksdagen som huvudman. Alternativt, eller parallellt, kan Konjunkturinstitutet, som redan behandlar penningpolitiken i sina rapporter, få ett mer explicit uppdrag att i en årlig rapport utvärdera penningpolitiken.<sup>13</sup>

*12. Ambitionen bör vara att det penningpolitiska protokollet ska redogöra för de olika ståndpunkter som har förts fram under mötet och inte för respektive ledamots formella presentationer. De enskilda ledamöterna bör förmedla mer utförliga analyser till allmänheten genom tal.*

Utredarna anmärker på att protokollen blivit för långa och främst behandlat ståndpunkterna hos minoriteten. De föredrar tydligen kortare och mer sammanfattande protokoll, som vid Bank of England. Men en viktig princip är att protokollen ska korrekt redovisa vad som förevarit och vem som sagt vad vid de penningpolitiska mötena. Detta krävs för att ge tillräcklig och transparent information om mötet och för att det ska vara möjligt att utkräva ett individuellt ansvar av direktionsledamöterna.

Under normala förhållanden, när Riksbankens mål tydliggjorts och direktionsledamöterna är överens om dem och tillsammans strävar för att uppnå dem bör mötena och protokollen rimligtvis bli kortare. Men det överordnade måste enligt min mening vara att protokollen korrekt redovisar vad som förevarit vid mötet.

*13. Riksbanken bör komplettera det nuvarande penningpolitiska protokollet med protokoll från möten där huvudscenariot beslutas – det vill säga från det första eller andra stora penningpolitiska beredningsgruppsmötet och även från direktionens prognosmöte. Samtliga protokoll kan sedan offentliggöras två veckor efter det penningpolitiska mötet.*

Förutsatt att Riksbanken redovisar konsekvenserna av alternativa räntebanor för inflations- och arbetslöshetsprognosen och därigenom visar att den valda räntebanan ger bäst måluppfyllelse är det knappast nödvändigt med protokoll från möten som föregått det penningpolitiska mötet.

### **Riksbankens organisation:**

*14. Direktionen bör stöpas om till ett penningpolitiskt råd och bestå av tre verkställande ledamöter av Riksbanken, riksbankschefen och två vice riksbankschefer med ansvar för penningpolitik respektive finansiell stabilitet, samt tre icke verkställande ledamöter.*

En viktig mekanism för att främja väl avvägda beslut är en direktion med flera självständiga ledamöter, vilka kan antas fatta bättre beslut än en enda beslutsfattare. Denna ordning kan stärkas.

Riksbankschefen ska enligt riksbankslagen inte ha någon särskild makt utöver att han eller hon har utslagsröst vid lika röstetal. Ansvarsfördelningen och beslutsordningen inom Riksbanken har dock utvecklats till att ge riksbankschefen en ställning – internt och i den externa kommunikationen – som inte motsvarar att denne bara är en av sex likvärdiga direktionsmedlemmar. Därigenom har riksbankschefen fått för stor makt. Det är inte klart att en omstöpning av direktionen till ett penningpolitiskt råd enligt utredarnas förslag hanterar detta problem. En annan möjlighet kan vara att återgå till den tidigare organisationen, där en av direktionsledamöterna var beredningsansvarig för penningpolitiken och en annan var beredningsansvarig för området finansiell stabilitet.

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 att

---

<sup>13</sup> Detta diskuteras utförligare i Svensson (2014).

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.

15. *Riksdagens finansutskott bör ge riksbanksfullmäktige i uppdrag att lägga fram rekommendationer om ändringar i riksbankslagen.*

Det är olämpligt att riksbanksfullmäktige ska svara för en översyn av riksbankslagen, bland annat för att avsaknaden av kansli och utredningsresurser i praktiken skulle innebära att Riksbankens ledning och stab får ett inflytande på översynen.

## Referenser

Apel, Mikael, Hanna Armelius och Carl Andreas Claussen (2016), "Prisindex för inflationsmålet", *Ekonomisk kommentar* nr 2 2016, Sveriges Riksbank, [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se).

Federal Reserve (2016), "Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy", Federal Open Market Committee, [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).

Heikensten, Lars (2003), "Inledning om penningpolitiken", tal i Finansutskottet, 18 mars, [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se).

International Monetary Fund (2015), "Monetary Policy and Financial Stability," IMF Staff Paper, September 2015, [www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/082815a.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/082815a.pdf).

Qvigstad, Jan F. (2005), "When Does and Interest Rate Path 'Look Good'?", Norges Bank Staff Memo No. 2005/6, [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no).

Svensson, Lars E.O. (2010), "Några problem i den svenska penningpolitiken och möjliga lösningar", tal i Stockholm, 24 november 2010, [www.larseosvensson.se](http://www.larseosvensson.se).

Svensson, Lars E.O. (2011), "Practical Monetary Policy: Examples from Sweden and the United States," *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2011, 289-332, [www.larseosvensson.se](http://www.larseosvensson.se)

Svensson, Lars E.O. (2014), "Riksbanken, måluppfyllelsen och den demokratiska kontrollen", *Ekonomisk Debatt* 4/2014, 54-66, [www.larseosvensson.se](http://www.larseosvensson.se).

Svensson, Lars E.O. (2015a), "Monetary Policy and Macroprudential Policy: Different and Separate," *Canadian Journal of Economics*, forthcoming, [www.larseosvensson.se](http://www.larseosvensson.se).

Svensson, Lars E.O. (2015b), "Penningpolitik och full sysselsättning", rapport till LO, [www.larseosvensson.se](http://www.larseosvensson.se).

Svensson, Lars E.O. (2016a), "Cost-Benefit Analysis of Leaning Against the Wind: Are Costs Always Larger Than Benefits, and Even More So with a Less Effective Macroprudential Policy?" IMF Working Paper WP/16/3, [www.larseosvensson.se](http://www.larseosvensson.se).

Svensson, Lars E.O. (2016b), "Two serious mistakes in the Goodfriend and King review of Riksbank monetary policy", blogginlägg 22 januari, [larseosvensson.se/2016/01/22/two-serious-mistakes-in-the-goodfriend-and-king-review-of-riksbank-monetary-policy/](http://larseosvensson.se/2016/01/22/two-serious-mistakes-in-the-goodfriend-and-king-review-of-riksbank-monetary-policy/)

Svensson, Lars E.O. (2016c), "Goodfriend and King misreport the monetary policy stance of the minority", blogginlägg, 25 januari, [larseosvensson.se/2016/01/25/goodfriend-and-king-misreport-the-monetary-policy-stance-of-the-minority/](http://larseosvensson.se/2016/01/25/goodfriend-and-king-misreport-the-monetary-policy-stance-of-the-minority/)