

## **REMISSVAR på Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010-2015 (Dnr 1168-2015/16)**

### **Inledning**

Saco har beretts tillfälle att lämna synpunkter på rapporten ”Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010-2015” författad av Marvin Goodfriend och Mervin King. I rapporten utvärderas också delvis organisationen kring ansvaret för den finansiella stabiliteten.

Saco lämnar synpunkter på valda delar av dels de bedömningar Goodfriend och King gjort av hur lyckosam penningpolitiken varit under den aktuella perioden, dels de rekommendationer författarna ger för en bättre fungerande penningpolitik och finansiell stabilitet.

Saco tar också upp ett antal aspekter som vi anser Goodfriend och King borde ha ägnat mer uppmärksamhet kring med avseende på riskerna med den senaste tidens mycket expansiva penningpolitik.

### **Sacos synpunkter rörande penningpolitikens måluppfyllelse**

Saco delar Goodfriends och Kings bedömning att den nya penningpolitiska regimen med inflationsmål *sett över en längre tidsperiod* i allt väsentligt varit lyckosam. Inflationen har hållits låg och stabil vilket tillsammans med en ansvarsfull lönebildning av parterna bidragit till en lång period med reallöneökningar. Riksdagens uppdrag till Riksbanken att värna prisstabilitet är centralt att hålla fast vid och bör inte ifrågasättas.

Goodfriend och King föreslår att riksdagen ska besluta om den exakta nivån på inflationsmålet och att den nivån sedan bör omprövas vart tionde år. Sacos bedömning är att en sådan nyordning riskerar att leda till en situation där det politiska systemet frestas att ändra på målet till följd av andra överväganden än att hålla inflationen låg och stabil. Saco avråder därför från en sådan förändring. Riksdagens uppdrag till Riksbanken att värna prisstabilitet är ändamålsenlig. Däremot är det viktigt att Riksbanken för riksdagen noga motiverar den valda målnivån och själva – kanske vart tionde år – prövar om den valda målnivån är välavvägd sett till målet att värna prisstabilitet.

Saco delar Goodfriends och Kings bedömning att det ibland förefaller finnas en övertro på med vilken precision Riksbanken kan styra inflationen mot 2 procent sett till den kritik relativt små avvikelser från målet har föranlett. Kritiken framförs dessutom ofta med facit i hand. De penningpolitiska besluten ska granskas utifrån om de var rimliga sett till den information som fanns om det ekonomiska läget när besluten togs. Den kritik Riksbanken fått med avseende på att det periodvisa underskridandet av inflationsmålet skulle ha föranlett en kraftigt ökad arbetslöshet menar Saco därför är överdriven.

Saco delar samtidigt Goodfriends och Kings bedömning att Riksbanken själva verkar ha haft en övertro på trovärdigheten kring den räntebana Riksbanken

prognosticerat sett till att de finansiella marknaderna under lång tid uppenbart har gjort helt andra bedömningar än Riksbanken. Saco delar därför Goodfriends och Kings rekommendation att Riksbanken rutinmässigt bör presentera en analys i sina penningpolitiska rapporter av varför det finns en skillnad mellan dess publicerade reporäntebana och marknadens förväntade reporäntebana samt vilka implikationer denna skillnad har för utformningen av penningpolitiken.

När inflationen under en så lång tid legat under inflationsmålet och även de långa inflationsförväntningarna legat väsentligt under inflationsmålet, är det anmärkningsvärt att Riksbanken i princip varit den enda aktör som trots att inflationsmålet hela tiden ska nås inom ett till två år. Riksbankens agerande kan bara tolkas som om att den resonerat som att "om vi inte själva tror att inflationsmålet kan nås inom ett till två år så kan vi heller inte påverka marknadens aktörer att tro det, och därmed kommer det att bidra till att inflationsmålet inte nås".

Problemet med denna strategi är att den försämrar trovärdigheten för penningpolitiken i ett läge där det uppenbart finns faktorer som mer varaktigt håller tillbaka inflationen som penningpolitiken har svårt att motverka; det gäller bland annat global prispress, ökad handel över internet, fallande råvarupriser och fallande priser på importerad elektronik.

Men ett annat viktigt skäl till att Riksbanken *till synes* haft mer optimistiska bedömningar av möjligheten att nå inflationsmålet är att den under en period la stor vikt vid riskerna för hushållens skuldsättning. Riksbanken åsidosatte inflationsmålet på kort sikt för att minska riskerna med hushållens skulder men utan att tydligt kommunicera detta i samband med räntebesluten eller genom den räntebana Riksbanken publicerade.

Saco anser att Riksbanken har gjort en viktig insats i samhällsdebatten som tydligt uppmärksammat riskerna med hushållens skuldsättning. Saco anser samtidigt att bristen på en tydlig kommunikation kring hur Riksbanken vägde in dessa risker i räntebesluten och hur det påverkade den publicerade räntebanan sannolikt har bidragit till att försämma trovärdigheten för inflationsmålspolitiken. Det är förmodligen också en förklaring till varför de långa inflationsförväntningarna under en längre tid legat under inflationsmålet. Detta har sannolikt också varit en bidragande orsak till att precisionen i Riksbankens inflationsprognoser (mätt med KPI) varit sämst bland de stora prognosmakarna de senaste åren (vilket Riksbankens egna utvärderingar visar). Visserligen har precisionen i Riksbankens prognoser över KPIF (KPI rensat för effekterna av den ändrade räntan) varit bättre, men det visar i så fall att andra prognosmakare har varit bättre på att förutse den framtida reporäntan än den myndigheten som beslutar om den.

Det hävdas ibland i debatten – inte sällan från arbetstagarhåll – att det är avgörande för lönebildningen att arbetsmarknadens parter faktiskt utgår från att inflationen blir just 2 procent inför de kommande löneförhandlingarna oavsett om parterna på arbetsgivarsidan eller arbetstagersidan förväntar sig en inflation i linje med målet sett till inflationsförväntningarna. Sett ur det perspektivet skulle Riksbankens kommunikation att den alltid tror på att den kan nå inflationsmålet inom ett till två år kanske verka rimlig. Ett annat argument – som inte sällan

framförs från arbetsgivarhåll (åtminstone när inflationen är mycket låg) – är istället att man bör utgå från den faktiskt uppmätta inflationen idag. Det viktiga för arbetsmarknadens parter och för en god samhällsekonomisk utveckling, när man väger in både effekten på reallöner och arbetslösheten, borde istället vara att man utgår från en *realistisk prognos* över inflationen från Riksbanken.

Om Riksbanken bedömer att det råder så exceptionella omständigheter att det kan bli svårt att nå inflationsmålet på 2 procent inom ett till två år, bör Riksbanken tydligt förklara detta. Det gäller oavsett om inflationen på ett till två års sikt väntas ligga under eller över inflationsmålet. Det gäller också om Riksbanken tillfälligt åsidosätter inflationsmålet för att den lägger stor vikt vid riskerna med hushållens skulder. Med en sådan mer tydlig kommunikation från Riksbankens sida vet också arbetsmarknadens parter bättre vad de ska förhålla sig till i löneförhandlingarna.

### **Sacos synpunkter på den mycket expansiva penningpolitiken**

Både nationellt och internationellt förs nu en debatt om huruvida den mycket expansiva penningpolitiken i många länder är ändamålsenlig sett till hur effektiv politiken är i förhållande till de risker den föder. Här finns två läger; ett som menar att den expansiva penningpolitiken är effektiv och helt central för att lyfta efterfrågan i världsekonomin i kölvattnet av finanskrisen; ett annat som istället menar att den expansiva penningpolitiken bara utgör konstgjord andning på en ekonomi som kräver helt andra åtgärder och som bäddar för en ny finanskris om några år. Goodfriend och King utelämnar i princip den frågan helt i sin utvärdering vilket är anmärkningsvärt då Sverige är det land som för närvarande har den mest expansiva penningpolitiken, åtminstone mätt utifrån skillnaden mellan den nominella BNP-tillväxttakten och styrräntan (i Sverige reporäntan).

Den mycket expansiva penningpolitiken i många länder är till viss del föranledd av mycket utdragna ekonomiska problem i kölvattnet av den finanskris som bröt ut 2008/2009. Sett ur det perspektivet har den kraftigt expansiva penningpolitiken i Sverige och flera andra länder bidragit till att hålla uppe den allmänna efterfrågan både nationellt och globalt. Samtidigt saknar den mycket expansiva penningpolitiken historiskt motstycke och det är därför viktigt att diskutera de risker den förda politiken är förknippad med.

Finansinspektionen och regeringen måste, precis som Riksbanken många gånger lyft fram, använda de verktyg som de har till förfogande för att minska riskerna i det finansiella systemet (se vidare nästa avsnitt). Men Riksbanken kan för den skull inte avstå från att pröva om det sätt den valt att tillämpa prisstabilitetsmålet på är ändamålsenligt i nuvarande ekonomiska miljö. I början av 1990-talet höll Riksbanken fast vid den fasta växelkursen in absurdum. Frågan är om Riksbanken nu riskerar att göra om samma misstag när den till varje pris försvarar ett strikt inflationsmål på 2 procent.

Inflationen har, trots historiskt låga räntor, legat under inflationsmålet en längre tid. Vi har också haft mycket låga inflationsförväntningar. Marknadsaktörerna har inte trott att Riksbanken når upp till inflationsmålet ens på fem års sikt. Det kan

tolkas som att vi har en förtroendeproblematik kring inflationsmålet. Sett *enbart* utifrån det perspektivet är Riksbankens förda penningpolitik fullt logisk. Riksbanken vill återupprätta förtroendet för inflationsmålet och dessutom till varje pris undvika deflation. Deflation är allvarligt om det får till följd att hushåll börjar skjuta upp sin konsumtion för att vänta in lägre priser och företagen avstår nya investeringar då de får mindre och mindre betalt för de produkter de säljer.

Riksbanken hoppas att de låga marknadsräntorna ska hålla tillbaka kronkursen och på så vis öka exporten och samtidigt inflationen på importerade varor och tjänster. Riksbanken hoppas också att det ska bidra till ökade investeringar i näringslivet, minskat hushållssparande och ökad privat konsumtion och att det i sin tur ska påverka inflationsförväntningarna i positiv riktning.

I normala fall verkar penningpolitiken just genom de här kanalerna. Problemet är att vi inte har en normal situation idag. Erfarenheten av hur negativa räntor verkar i ekonomin är obefintlig. Vill det sig illa skickar de låga räntorna en signal om att det är så illa ställt med svensk ekonomi att det istället ökar hushållens försiktighetssparande och minskar företagens investeringar.

Sanningen är också att vi inte vet de långsiktiga konsekvenserna av den penningpolitik som nu förs. En viss del av den låga inflationen beror på låga globala priser på bland annat olja och hemelektronik. Att på kort sikt genom en inhemsk konstlad låg räntenivå försöka motverka den globala prisutvecklingen med försvagad svensk krona är svårt. Det kan dessutom ifrågasättas utifrån mer ekonomiskt-fundamentala grunder. Vi har under en mycket lång period haft bytesbalansöverskott som tyder på att kronan redan är undervärderad i utgångsläget.

Dessutom riskerar vi att fastna i en ond spiral där centralbanker i det närmaste tävlar om att hålla nere värdet på sina respektive valutor. Det är ju inte bara Riksbanken som har svårt att nå upp till inflationsmålet utan det gäller också för många andra centralbanker världen runt. Sänker Europeiska centralbanken räntan måste Riksbanken genast följa efter för att undvika en förstärkning av kronkursen. Den penningpolitik som på kort sikt kan verka rimlig och logisk i respektive land är inte nödvändigtvis sund när man beaktar globala effekter och de risker politiken bygger upp nationellt även om man beaktar att syftet är att hålla uppe den allmänna efterfrågan och höja inflationen.

För det första bidrar centralbankerna till ett "race to the bottom" och i praktiken till ett globalt valutakrig. Vill det sig illa kan det i förlängningen leda till ökade protektionistiska åtgärder världen runt som inte skulle gagna ett starkt exportberoende land som Sverige. För det andra leder de extremt låga räntorna till ett överdrivet risktagande när finansmarknadens aktörer jagar avkastning. Risken för en bubbla på aktiemarknaden är uppenbar. För det tredje riskerar de låga räntorna att leda till att direkt dåliga investeringar görs i näringslivet som hade varit olönsamma i en mer normal räntemiljö. För det fjärde ökar riskerna i ekonomin till följd av ännu högre bostadspriser och ökad skuldsättning hos hushållen.

Kraftigt stigande bostadspriser var ju en central faktor bakom den senaste finanskrisen i många länder. Trots det inför vi nu i Sverige en politik som kraftigt föder ytterligare höjningar av bostadspriserna i ett läge där de redan har skenat i många år.

Hänvisningen till att den här typen av penningpolitik har varit lyckosam i bland annat Storbritannien och USA är inte helt övertygande. I dessa länder infördes den expansiva penningpolitiken efter kraftiga fall i de reala bostadspriserna. I Sverige infördes politiken i ett läge när bostadspriserna istället är "all time high." I ett läge där den förda penningpolitiken inte verkar bita fullt ut på grund av ett antal faktorer som mer varaktigt verkar hålla tillbaka inflationen, måste större vikt läggas vid riskerna för den finansiella stabiliteten.

Ett enkelt sätt att göra det på, samtidigt som inflationsmålet i praktiken behålls på nuvarande nivå, är att Riksbanken tydligt säger att det under en längre tid ser ut att bli svårt att nå upp till inflationsmålet på 2 procent och förklarar varför. För att tydliggöra det kan också det toleransintervall som Riksbanken tidigare tillämpade kring inflationsmålet införas som t.ex. professor Lars Jonung nyligen föreslagit och utvidgas från dåvarande +/- 1 procentenheter till +/-2 procentenheter. Då skulle inflationen kunna röra sig mellan 0 och fyra procent men kring ett långsiktigt genomsnitt på 2 procent. Nuvarande definition av målet skapar sken av en exakthet som uppenbart inte går att upprätthålla i praktiken.

Värt att fundera på är om inte målvariabeln också bör exkludera effekten på bolåneräntorna av den förändrade reporäntan som Goodfriend och King rekommenderar och som även Saco föreslagit tidigare. I ett läge när sänkt reporänta har begränsad effekt på den underliggande inflationen för att den hålls tillbaka av faktorer som penningpolitiken inte kan påverka, är det problematiskt att reporänteförändringens största synliga effekt blir att KPI-inflationen sjunker eftersom reporäntesänkningen i sig leder till lägre rörliga bostadsräntor som ingår i KPI. Visserligen redovisar Riksbanken olika alternativa mått på den "underliggande" inflationen för att tydliggöra detta, men varför inte istället exkludera den effekten ur själva målvariabeln? Mätt på detta sätt ligger inflationen betydligt närmare 2 procent jämfört med nuvarande definition, vilket ju Riksbanken ofta påpekat sista tiden.

Goodfriend och King rekommenderar att riksbankslagen ändras för att tydliggöra att valet av växelkursregim är en fråga för regeringen (och riksdag) och att Riksbankens uppdrag att värna prisstabilitet bör gälla med förbehåll för att regeringen beslutar att växelkursen bör flyta fritt. Saco har ingen annan ståndpunkt. Det följer dessutom redan av Regeringsformen att regeringen har ansvaret för övergripande valutapolitiska frågor.

Riksbanken har nyligen – förutom de extraordinära åtgärder den redan vidtagit för att få upp inflationen – flaggat för att den också är beredd att vidta valutainterventioner om inflationen fortsätter att ligga under målet. Saco är mycket skeptisk till detta. För det första är åtgärden i sig tveksam i en regim med rörlig växelkurs där ju växelkursen ska flyta fritt. För det andra är bedömningen att den

svenska kronan redan är kraftigt undervärderad i utgångsläget. För det tredje kan sådana "valutaaffärer" bli mycket kostsamma för Sverige i ett läge där kronan redan är kraftigt undervärderad. För det fjärde spår sådana åtgärder i praktiken ytterligare på det globala valutakriget. För det femte är tidigare erfarenheter kring effektiviteten av valutainterventioner inte särskilt goda.

### **Sacos synpunkter rörande ansvaret för finansiell stabilitet**

Goodfriend och King menar att regeringen utan dröjsmål ska se till att Finansinspektionen får de rättsliga befogenheter och makrotillsynsverktyg som är lämpliga för dess uppdrag att främja finansiell stabilitet. Saco delar denna syn. Det är centralt att den myndighet som har huvudansvar för makrotillsynen i Sverige också tilldelas det mandat och de instrument som krävs för detta uppdrag.

Goodfriend och King föreslår att Riksbanken och Finansinspektionen bör inrätta en gemensam kommitté för makrotillsyn som regelbundet träffas för att diskutera användandet av de viktigaste makrotillsynsverktygen. Saco ställer sig av flera skäl avvisande till detta förslag. Makrotillsynen har delegerats till Finansinspektionen och då är det Finansinspektionens huvudansvar att fatta beslut om användandet av sådana verktyg, annars blir ansvarsfrågan i makrotillsynen otydlig. Frågan om finansiell stabilitet är dock mycket bredare än vilka makrotillsynsverktyg som bör användas för att bidra till finansiell stabilitet. Finansinspektionen sitter inte på alla de verktyg som kan användas för att påverka kreditefterfrågan (och kreditutbudet) i ekonomin även om dess mandat och verktygslåda preciseras. Många politiska beslut som påverkar bostadsmarknadens funktionssätt och även skattesystemets utformning påverkar kreditefterfrågan. Även penningpolitiken påverkar kreditefterfrågan. Det är därför mer välavvägt att se över formerna för arbetet i det nuvarande Finansiella stabilitetsrådet i vilket både regeringen, Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgälden är representerade.

I ett läge där det är osäkert hur effektiv den mycket expansiva penningpolitiken är för att få upp inflationen i förhållande till de risker den ger upphov till, kan inte Riksbanken bara hänvisa till att huvudansvaret för den finansiella stabiliteten ligger hos Finansinspektionen och regeringen. Vi kan inte heller ha en ordning där en självständig Riksbank inte får ta instruktioner från regeringen eller andra myndigheter samtidigt som den frekvent talar om vad den anser att regeringen och andra myndigheter bör göra. Huvudfrågan för det Finansiella stabilitetsrådet måste vara att på ett konstruktivt sätt analysera och diskutera vad som är en lämplig *mix* av penningpolitiska åtgärder, finanspolitiska åtgärder samt finansiella stabilitetsåtgärder under rådande ekonomiska omständigheter.

Med vänlig hälsning,

Robert Boije

Samhällspolitisk chef, Saco