

Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015 beställd av riksdagens finansutskott

Professor Marvin Goodfriend, Carnegie Mellon University
Lord (Mervyn) King, chef för Bank of England 2003–2013

Review of the Riksbank's Monetary Policy 2010–2015

Efter den globala finanskrisen 2007–2009 återhämtade sig den svenska ekonomin ganska snabbt. Räntorna, som hade sänkts kraftigt under krisen, började långsamt höjas under 2010 och 2011. Senare skulle denna åtstramning av penningpolitiken bli mycket omtvistad, och det är denna debatt som står i fokus för vår utvärdering. I vår utvärdering analyserar och diskuterar vi de beslut som fattades i ljuset av den information som beslutsfattarna hade tillgång till vid den aktuella tidpunkten.

Före den globala finanskrisen verkade den svenska ekonomin vara stark. Tillväxten och inflationen utvecklades på ett tillfredsställande sätt, banksystemet var stabilt, de offentliga finanserna starka, och enligt de sedvanliga makroekonomiska indikatorerna tycktes inga uppenbara problem vara under uppsegling. Under den till synes lugna ytan växte emellertid spänningarna, precis som i andra större ekonomier. Bostadspriserna och bolåneskulderna hade en snabb tvåsiffrig tillväxt, markant snabbare än hushållens inkomster. Det fanns också en växande löptids- och valutaobalans i banksystemet och handelsöverskottet låg på en ohållbart hög nivå. När krisen intensifierades under hösten 2008 drabbades Sverige hårt. På ett år minskade BNP med 6 procent. Men efter den kraftiga nedgången var återhämtningen under 2010 starkare i Sverige än i de flesta andra länder

Den svenska penningpolitiken har sedan början av vår utvärderingsperiod, det vill säga februari 2010, gått varvet runt – från att ha legat nära noll höjdes reporäntan gradvis allt eftersom återhämtningen fick fäste, sänktes återigen när återhämtningen svek förväntningarna och inflationen föll ytterligare under 2 procent, och ligger i dag på minus.

Vår utvärdering av penningpolitiken från 2010 och framåt utmynnar i sex huvudsakliga slutsatser.

För det första: Riksbankens hantering av den svenska ekonomins snabba återhämtning från den globala finanskrisen – som bestod i att styrräntorna höjdes från 0,25 procent till 2 procent mellan juni 2010 och juli 2011 – godtogs i det stora hela av alla ledamöter i direktionen och förefaller inte ha varit orimlig i ljuset av den då tillgängliga informationen.

För det andra: I slutet av 2011 och under 2012 började situationen förändras. Under den andra hälften av den period som omfattas av vår utvärdering dröjde det innan Riksbanken insåg hur omfattande problemen i euroområdet var, och framför allt under 2013 var majoriteten sen med att sänka räntorna.

För det tredje: Det är frapperande hur mycket tid samtliga ledamöter i direktionen ägnade åt att fundera över den framtida reporäntebanan och åt att redogöra för sin syn på hur reporäntan borde utvecklas under de kommande tre åren. Det är något surrealistiskt över den precision med vilken enskilda direktionsledamöter uttalade sig om den framtida reporäntebanan med tanke på hur oviss framtiden var och det faktum att marknaden i sina egna förväntningar inte fäste särskilt mycket avseende vid den publicerade räntebanan.

För det fjärde: Både majoriteten i direktionen och de ledamöter som hade en avvikande mening hade en mycket stark tilltro till de prognoser som togs fram med hjälp av modeller konstruerade av Riksbankens tjänstemän. Även om sådana modeller är användbara för att få fram sammanhängande kvantitativa prognoser präglas de starkt av de antaganden som görs och kan bara tjäna som utgångspunkt för diskussioner om de utmaningar som penningpolitiken står inför vid varje given tidpunkt. De kan alltså inte användas mekaniskt.

För det femte: Även om spänningarna mellan direktionens ledamöter inte ledde till några betydande skillnader i penningpolitiska bedömningar under 2010–2011 ökade de under 2012 och hade 2013 övergått i oenighet om inte bara räntesättningen utan även, och detta påtagligt, om penningpolitikens mål. Riksbankens uppdrag har försvårats avsevärt av regeringens obeslutsamhet när det gällde att införa en klar och tydlig ordning för makrotillsynen.

För det sjätte: En förutsättning för att Riksbankens beslutsprocess ska fungera på ett bra sätt är att direktionsledamöterna respekterar varandras ståndpunkter och att de under de penningpolitiska mötena försöker nå fram till en gemensam förståelse av utvecklingen i ekonomin och hur penningpolitiken bör svara på denna utveckling. Olika uppfattningar och bedömningar är viktiga inslag i denna process, men de måste uttryckas på ett sätt som främjar det gemensamma uppdrag som ledamöterna har tagit sig an. Det var inte bra att protokoll och intervjuer med direktionsledamöter gav prov på ett burdust tonläge som är ovanligt i den offentliga debatten i Sverige. De penningpolitiska protokollen bör ge en balanserad förklaring till det beslut som majoriteten har fattat och de argument mot beslutet som under mötet har framförts av den minoritet som har haft en avvikande mening.

Dessa är våra 15 rekommendationer som de presenteras i kapitel 2 i vår utvärdering. Vi redovisar dem indelade i fyra ämnesrubriker.

Penningpolitik:

1. Riksdagen bör, på finansministerns rekommendation, både definiera och siffrsätta 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.
2. 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.
3. 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.
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.
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.

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.

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 makrotillsyn bör vara den primära källan till rapporter om den finansiella stabiliteten och delta i en utfrågning i finansutskottet minst en gång om året.
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.
10. År 2020 bör regeringen ge en mindre grupp experter i uppdrag att granska ansvarsfördelningen när det gäller makrotillsynen mellan Finansinspektionen och Riksbanken.

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.
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.
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.

Riksbankens organisation:

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