



## På väg mot otydligare ansvarsfördelning inom den ekonomiska politiken?

MÅNDAG  
16 JUNI 2014

De senaste veckorna har frågor avseende rollfördelning när det gäller den finansiella stabiliteten varit flitigt på tapeten. Det gäller inte minst frågor rörande bostadspriiser och hushållens skuldsättning. När regeringen nu äntligen beslutat sig för att Finansinspektionen ska ha huvudansvaret för makrotillsynen och det nya Stabilitetsrådet (med deltagande från Finansdepartementet, Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgälden) börjat sitt arbete kunde man kanske vänta sig ett lite lugnare tonläge och arbetsro. Men uppenbart kvarstår många frågetecken kring hur det nya systemet ska fungera och vilka roller olika aktörer kommer att få.



**EU-KOMMISSIONEN LÄGGER STORT ANSVAR PÅ REGERINGEN.** Även internationella organisationer har synpunkter. EU-kommissionen levererade t ex ganska beska besked när man i slutet av maj presenterade sina rekommendationer för den ekonomiska politiken i Sverige. Inte minst stod åtgärder för att förbättra balansen på bostadsmarknaden i fokus. Kommissionen lägger en ganska tung börda på regeringen när det gäller att leverera åtgärder. Det gäller framför allt politiskt känsliga frågor som långtgående avregleringar av hyresmarknaden, minskad rätt till ränteavdrag samt återinförandet av fastighetsskatt. Även Internationella valutafonden IMF pekade på flera åtgärder som regeringen kan vidta i det pressmeddelande som publicerades i fredags (och som visar huvudslutsatserna i den Sverigerapport som kommer att ges ut efter sommaren).

Oavsett hur regeringen ser ut efter valet är dock inte troligt att några större steg kommer att tas i den riktning EU-kommissionen föreslår. Och även om politiska åtgärder för att förbättra balansen på bostadsmarknaden verkligen skulle genomföras är de att betrakta som engångsåtgärder. Det är knappast rimligt att områden som ränteavdrag, fastighetsskatt eller regleringar på hyresmarknaden kontinuerligt ska anpassas efter vad som för tillfället gagnar den finansiella stabiliteten. Hushållen måste kunna räkna med förutsägbarhet och fasta spelregler. Det är därför troligt att arbetet inom makrotillsynen blir det

mest centrala. Inte minst blir de olika deltagarnas agerande i Stabilitetsrådet viktigt, kanske speciellt när det gäller relationerna mellan Finansinspektionen och Riksbank. Redan nu kan vi se att Riksbanken i flera avseenden förordar mer kraftfulla åtgärder än Finansinspektionen.

**RIKSBANKEN SLÄPPER INTE FRÅGAN OM FINANSIELL STABILITET.** Vice riksbankschef Per Jansson tog i sitt tal den 2 juni upp flera intressanta aspekter av Riksbankens roll när det gäller relationen mellan makrotillsyn och penningpolitik. Med inspiration från ECB-rådgivaren Frank Smeds skisserade han några olika synsätt på hur penningpolitiken kan agera. Jansson själv lutar mot en princip som benämns "luta sig mot vinden rättfärdigat". Det innebär i praktiken att penningpolitik fortsatt har en viktig roll att spela när det gäller den finansiella stabiliteten även om Finansinspektionen tilldelats huvudansvaret för verktygen inom makrotillsynen. Därigenom kan Riksbanken motivera att räntepolitiken även framöver ska utformas som en avvägning mellan att uppfylla inflationsmålet och säkerställa finansiell stabilitet. IMF gav också tydligt stöd åt en sådan hållning i fredagens pressmeddelande och framhöll att nuvarande penningpolitik är välvägd för att balansera nedåtrisker för inflationen och risker för finansiell stabilitet.

Det är egentligen inte så konstigt att Riksbanken vill markera att man fortsatt har en viktig roll att spela när det gäller finansiell stabilitet, bl a med tanke på ansvaret för betalningssystemet. Förmodligen delar majoriteten av Riksbanksdirektionen därför Janssons slutsatser och även Karolina Ekholm och Martin Flodén kan nog ställa sig bakom flera grundläggande principer. Men det finns många frågetecken och säkert också stora åsiktskillnader kring vad detta betyder för den praktiska penningpolitiken på såväl kort som lång sikt.

**TROVÄRDIGHETEN FÖR INFLATIONSMÅLET VÄGER TYNGST JUST NU.** Av stor betydelse är att vi i nuläget befinner oss i en situation med sjunkande inflationsförväntningar och bristande tilltro till Riksbankens prognosförmåga avseende inflationen. Att bevara trovärdigheten för inflationsmålet kommer rimligen att ges extra stor vikt eftersom kostnaderna för att återigen överskatta inflationen och missa inflationsmålet är så höga. Därmed blir det svårt att i nuläget avstå från ytterligare räntesänkningar med hänvisning till den finansiella stabiliteten.

Därför står vi fast vid bedömningen att Riksbanken sänker reporäntan till 0,50% i juli och sedan fortsätter med ytterligare en sänkning till 0,25% under hösten.

På längre sikt är det viktigt hur man bedömer verkningsgraden av ränteförändringar jämfört med andra åtgärder inom t ex makrotillsynen när det gäller att trygga den finansiella stabiliteten. Det dominerande synsättet har nog varit att räntan inte är särskilt effektiv, vilket också bekräftades av Riksbankens analys räntekänsligheten för hushållens skuldsättning som presenterades i *Penningpolitisk rapport Februari 2014*.

Ytterligare en viktig fråga är vem som ska ha tolkningsföreträde när det gäller behovet av att penningpolitiken ska rycka in och stötta makrotillsynen. Före vice riksbankschefen Lars EO Svensson har pekat på förhållandena i Storbritannien där den kommitté inom centralbanken som är ansvarig för makrotillsynen (Financial Policy Committee, FPC) kan begära stöd av den penningpolitiskt ansvariga (Monetary Policy Committee, MPC). Med svenska förhållanden skulle det snarast innebära att Finansinspektionen skulle kunna begära stöd av räntepolitiken, men att Riksbanken inte skulle agera på eget initiativ. En sådan ansvarsfördelning är Riksbanken knappast beredda att acceptera. Ett troligt scenario är istället att Riksbanken upprepade gånger framför synpunkter på lämpliga åtgärder i Stabilitetsrådet och om man inte får gehör för dessa ser det som sin uppgift att agera med penningpolitiken.

**HÅRDNANDE DEBATT OM INFLATIONSMÅLET.** Parallellt med diskussionen om rollfördelningen när det gäller den finansiella stabiliteten har den inhemska kritiken mot Riksbankens förmåga att klara inflationsmålet hårdnat. Nyligen visade Anders Borg ett intresse för att tillsätta en oberoende kommitté som skulle granska Riksbankens problem med att uppfylla inflationsmålet. Olika oppositionspartierna har signalerat intresse att på lite varierande sätt ändra på villkoren för Riksbankens uppdrag. I förra veckan framförde därtill Industrins Ekonomiska Råd skarp kritik genom att hävda att bristen på måluppfyllelse utgör ett mycket stort problem för lönebildningen. I söndagens DN uppmanade chefredaktör Peter Wolodarski riksdagens politiker "att ta tillbaka makten över Riksbanken" med hänvisning till bristande vilja och förmåga att klara inflationsmålet.

Man kan tycka att Riksbanken, speciellt de senaste åren, tagit lite för lättvindigt på riskerna för att inflation varaktigt ska hamna långt under målet. Inte heller i nuläget kan man urskilja någon tydlig strategi för hur fallande inflationsförväntningar ska bemötas. Man tror och hoppas på att företagen i ett starkare konjunkturläge ska driva upp inflationen, men verkar inte benägen att ändra sin signalering när det gäller t ex lönebildning, valutautveckling eller framtida räntebana i en riktning skulle visa på vilja att använda olika kanaler för att få upp inflationen. Därmed tycks man vara på väg att realisera den risk som Karolina Ekholm aktualiserade för något år sedan, nämligen att bristande beslutsamhet att klara inflationsmålet skulle

kunna underminera legitimiteten för Riksbankens oberoende. Men även med det i åtanke kan man verkligen undra om inte kritiken mot Riksbanken håller på att förlora proportionerna. Konsekvenserna av den bristande måluppfyllelse vi hittills sett kan knappast vara så allvarliga att det skulle motivera ett genomgripande systemskifte. Skadeverkningar på t ex arbetslöshet och konkurrenskraft är ändå måttliga och Riksbankens omsvängning i mjukare riktning som påbörjades med räntesänkningen i december har lett till en försvagning av kronan. Att Riksbanken helt skulle kunna avhända sig ansvaret för den finansiella stabiliteten är knappast heller rimligt, vilket t ex IMF-rekommendationerna visar.

**OLIKA PROBLEMFOKUS.** Man kan också notera en skillnad mellan internationella organisationers problembeskrivning och den inhemska debatten. Både IMF och EU-kommissionen lägger fokus på riskerna för att oförmågan att komma tillrätta med obalanserna på bostadsmarknaden och hushållens ökande skulder på sikt kan hota den finansiella och makroekonomiska stabiliteten. Det är då det samlade ekonomisk-politiska systemets oförmåga eller ovilja att genomföra lämpliga åtgärder som står i fokus. Den inhemska debatten tycks, åtminstone i nuläget, vara betydligt mer inriktad på Riksbankens inflationsmålsbekymmer.

I vilket fall som helst verkar Sverige vara på väg mot ett ganska komplicerat system där olika aktörer på det ekonomisk-politiska området har lite oklara ansvarsförhållanden och där man i olika former granskar och recenserar varandra. Förändringar är säkert nödvändiga efter de erfarenheter som kan dras från finanskrisen men frågan är om det system som nu håller på att skapas inte är för komplicerat för att på ett effektivt sätt kunna bemöta de utmaningar vi nu står inför.

Håkan Frisén [hakan.frisen@seb.se](mailto:hakan.frisen@seb.se), 070-763 8067