Inflationsmålspolitiken, den finansiella stabiliteten och Riksbankens direktion

– kommentar till Lars Svensson

nr 3 2014 årgång 42

Under de senaste åren har det i Sverige förts en intensiv diskussion om penningpolitiken. Det är överraskande eftersom den har fungerat väl och allt fler länder i dag arbetar med en inflationsmålspolitik liknande Sveriges. Ett inslag i politiken har varit en uttalad beredskap att med räntan motverka risker i det finansiella systemet, en hållning som efter finanskrisen har blivit allt vanligare i centralbanksvärlden. Trots att politiken på det hela taget har fungerat väl finns det skäl att utreda Riksbankens organisation. En modell med en riksbankschef och två vice riksbankchefer som tillsammans leder verksamheten borde kunna fungera bättre än nuvarande ordning.

LARS HEIKENSTEN
är ek dr och vd för Nobelstiftelsen. Han har tidigare bl a varit chef för ekonomiska avdelningen på Finansdepartementet, chefekonom på Handelsbanken, riksbankschef och ledamot av den Europeiska Revisionsrätten. lars.heikensten@nobel.se

Låt mig börja med att tacka för att jag fått komma hit i dag.

På tvärs med vad rubriken antyder kommer jag *inte* att fördjupa mig i de senaste årens penningpolitik. Tvärtom gjorde jag tydligt i samband med att jag bjöds in till föreningens möte att jag inte har några planer på att recensera den aktuella penningpolitiken. Det har jag avhållit mig från sedan jag slutade i Riksbanken.

Däremot kommer jag att med utgångspunkt från mina tio år i Riksbanken, och från min kunskap om den internationella penningpolitiska diskussion som förts efter 2005, försöka sätta dagens och de senaste årens svenska diskussion i perspektiv.

Inledningsvis ska jag börja med att säga att dagens huvudtalare var en viktig person när inflationsmålspolitiken formades. Han bidrog till att föra in delar av den internationella akademiska diskussionen till Sverige och hjälpte Riksbanken att skärpa tänkandet, att precisera ramarna för politiken. Ofta när jag hade problem med att förstå ett problem eller ville utveckla ett nytt sätt att beskriva politiken stämde jag av med Lars. Han var alltid generös med sin tid och sina tankar. Det är jag tacksam för.

I dag har jag tänkt ta upp tre spår. Inledningsvis tänker jag diskutera utfallet av penningpolitiken sedan den började bedrivas med inflationsmål. Därefter tar jag upp Riksbankens roll i arbetet med finansiell stabilitet. Slutligen kommer jag att ta upp några aspekter av Riksbankens organisation. Redan det är mycket för en kommentar på 15–20 minuter. Jag kommer därför tyvärr att tvingas vara kortfattad, ibland schematisk, och mer slå fast positioner än ägna tid åt att fullt ut bygga under dem. Men jag utgår ifrån att vi i den diskussion som följer får chans att återkomma till flera av frågorna.

Innan jag ger mig på de tre spåren tror jag att det är bra att göra tydligt att Lars och jag är eniga i mycket. Det är viktigt att markera detta eftersom

Denna artikel återger, i lätt modifierad form, mitt anförande i samband med Nationalekonomiska Föreningens förhandlingar 2013-11-26.

debatten ofta överdriver skillnaderna mellan ekonomer. Det är också väldigt tydligt om man jämför med den diskussion som fördes för 15–20 år sedan. Då ifrågasattes inflationsmålspolitiken på ett fundamentalt sätt som är ovanligt i dag.

Bland annat tycker Lars och jag – som jag förstår det – att penningpolitik bör bedrivas med flexibel inflationsmålspolitik, ungefär på det sätt som skett i Sverige sedan mitten av 1990-talet. Inte heller tror någon av oss att det skulle ha varit klokt eller realistiskt att bedriva penningpolitiken på ett så restriktivt sätt att enbart detta skulle ha kunnat förhindra finanskrisen. Den finansiella krisen hade i allt väsentligt andra orsaker.

Det är värt att tillägga att krisen skulle ha varit mycket svårare att hantera om det inte hade funnits en tydlig ram för politiken och inflationsförväntningarna varit väl etablerade runt två procent. Det här är en viktig poäng som ofta glöms bort. Centralbanker utan en lika tydlig politik som Sveriges har också under det senaste decenniet rört sig i ”svensk riktning” och blivit precisare och tydligare. Det gäller såväl Federal Reserve som den europeiska centralbanken.

1. Inflationsmålet och sysselsättningen

Den första fråga jag tänker ta mig an är hur vi bör se på resultatet av penningpolitiken sedan vi införde ett inflationsmål. Själv tycker jag att resultatet i första hand bör ses *i relation till situationen i Sverige när målet infördes* och decennierna närmast dessförinnan. Resultatet är då mycket bra, även om den goda utvecklingen självfallet inte alls bara är en följd av penningpolitiken. Inflationen har sedan låginflationspolitiken infördes varit radikalt lägre samtidigt som den allmänna ekonomiska utvecklingen i de flesta avseenden parallellt har varit bättre. Arbetslösheten är dock fortsatt ett stort bekymmer. Men det är en öppen fråga hur mycket den hade kunnat påverkas med penningpolitik. Mer om det strax.

Även om politiken i stället värderas *i förhållande till inflationsmålet* är den enligt min uppfattning framgångsrik. Vi har bakom oss en tjugoårsperiod där vi blivit överraskade av flera starka globala prispressande faktorer. Jag tänker i första hand på produktivitetstillväxten och prispressen från Kina och andra länder. Till detta har kommit ett par finansiella kriser, som inte heller var förutsedda. De har pressat priserna också från efterfrågesidan. Utbudseffekterna var dessutom extra starka i Sverige. Det gäller i varje fall produktivitetstillväxten som var en viktig förklaring till att inflationsmålet underskreds under ett par år på slutet av 1990-talet.

Låt mig påminna er om att regeringen i början av 1990-talet tillsatte en s k produktivitetsdelegation. Orsaken var just att vi hade haft en usel produktivitetsutveckling. Nu vet vi att precis när delegationen publicerade sin slutrapport började produktiviteten plötsligt förbättras rejält.

Det är inte ovanligt när man kritiserar Riksbanken att göra som Lars gjorde i dag, att lyfta fram ett par andra länder som t ex Storbritannien

och Kanada och hävda att de varit mycket bättre på att hantera sin penningpolitik. Kanske är det så, men de jämförelser ni just fick se säger inte så mycket. För att jämförelser av det här slaget ska vara meningsfulla är det nödvändigt att ta rimlig hänsyn till förutsättningarna i olika länder. Jag tror t ex att de strukturella förändringarna i vår ekonomi har varit betydligt större – det brukar i alla fall ekonomer med viss emfas hävda i andra sammanhang. Den svenska ekonomin har också en större export- och importandel, vilket innebär både att det är svårare att förutsäga och att påverka inflationstakten.

Att inflationen i detta läge – rensad för effekterna av de dramatiska räntenedgångar som skett – varit 1,8 procent (i genomsnitt sedan 1995) kan rimligen inte vara ett allvarligt exempel på bristande måluppfyllelse. Rent absurt blir det när dessa två tiondelar ses som bevis för att Riksbanken inte tagit hänsyn till sysselsättningen.

Lars gjorde i dag poängen att hushållen uppenbarligen inte har rationella förväntningar, eftersom de fortsatt att tro på tvåprocentsmålet trots att målet (enligt Lars) inte har uppfyllts. Men det finns uppenbarligen ett alternativt sätt att se på saken: Hushållen är och har varit rationella. De har förstått att Riksbanken tar inflationsmålet på stort allvar och har försökt att uppnå det, men att det gång på gång under de senaste 20 åren inträffat saker som gjort att utfallet i genomsnitt blivit marginellt lägre än målet. Denna bild stämmer i varje fall betydligt bättre med min från de tio år då jag verkade i Riksbanken.

Nästa led i kritiken brukar vara att redovisa precisa uppskattningar av hur många arbeten som gått förlorade till följd av att inflationen inte varit exakt två procent. Uppskattningarna visar, som man kan vänta, väldigt olika resultat. Jag har sett siffror på allt från 12 000 till 60 000 på senare tid, vilket i sig förstås gör att de måste tolkas försiktigt. Beräkningarna har också betydande metodologiska svagheter. Själv tror jag att det är viktigt att beakta om den låga inflationen är en följd av att efterfrågan stramas åt eller av att ekonomins aktörer överraskas av betydligt lägre importpriser eller högre produktivitet, vilket varit det typiska. Orsakerna till den låga inflationen spelar rimligen en stor roll för hur sambandet med sysselsättningen ser ut.

Under de gångna 20 åren med inflationsmålspolitik är det egentligen bara under en kort period i början som penningpolitiken starkt hållit tillbaka efterfrågan – och det är åren 1993–95. Lars och jag har i varje fall tidigare haft olika uppfattning om denna period. Det var svårt att utforma penningpolitiken under de här åren, men själv tror jag att räntan då kunde varit betydligt lägre.

Inte heller är sambanden alltid så klara som de ser ut i modellerna. När inflationen sköt under målet under senare delen av 1990-talet gjorde LO:s ekonomer stort väsen av detta i debatten och redovisade samma slags grova sysselsättningsbedömningar som vi nu fått se. När jag frågade några av deras chefer vad de tyckte – om de höll med sina ekonomer – blev svaret, ”Bry dig inte. Genom att inflationen blivit lägre än väntat har reallönerna överraskat

positivt". De var förstås nöjda med det; arbetstagarna hade fått bättre betalt än de räknat med. Men – och det är det viktiga i det här sammanhanget – i ett kritiskt skede, när det gällde att skapa förståelse för den nya regimen med låg inflation, bidrog den goda reallöneutvecklingen till en snabbare förändring av lönebildningen. Om tecknet gått åt motsatt håll – och inflationen överraskat uppåt – hade anpassningen troligen tagit längre tid. Det hade i sin tur medfört en sämre sysselsättningsutveckling. Här har vi alltså ett exempel på att tecknet t o m skulle kunna vara det motsatta under en central, om än kort period, när den nya regimen etablerades.

Låt mig vara tydlig. Jag har inget emot att man försöker precisera sysselsättningseffekterna, tvärtom. Ökad precision är bra. Men man bör visa en betydande ödmjukhet när man redovisar resonemang av det här slaget. För egen del tror jag att det finns ett visst samband; något fler arbetsplatser hade vi haft om vi i genomsnitt under de senaste 20 åren hade haft lite högre efterfrågan i ekonomin. Hur många är med den kunskap vi har i dag svårt att veta, men knappast i närheten av de högsta uppskattningar jag sett. Dessa siffror bör dessutom hur som helst sättas i relation till att sysselsättningen trots den djupa efterfrågekrisen efter den senaste finanskrisen ökat med 260 000 arbetsplatser. Det visar att det finns mycket annat att diskutera som troligen är väl så viktigt om man vill höja sysselsättningen.

2. Hänsyn till finansiell stabilitet

Låt mig nu ta upp några aspekter på finansiell stabilitet. En fråga som Lars starkt har engagerat sig i under senare tid är om och hur centralbanker bör ta hänsyn till finansiell stabilitet när de sätter styrräntor. Sedan mitten av 1990-talet har en bred majoritet i Riksbankens ledning svarat ja på den första frågan;[1] centralbanker bör ta sådana hänsyn både för att parera "krisförlopp" och för att hålla emot om långsiktiga obalanser riskerar att byggas upp. I Riksbanken skiljde vi oss under senare delen av 1990-talet och början av 2000-talet påtagligt i detta avseende från många andra centralbanker, särskilt de anglosaxiska ska jag kanske säga. Medan de formulerade problemet som att "spräcka en bubbla", och argumenterade för att det av många skäl inte fungerar, beskrev vi problemet som att i god tid minska riskerna för att finansiella obalanser byggs upp. Det senare är förstås inte enkelt, vi vet inte allt vi skulle vilja veta vare sig om var ekonomin befinner sig eller vart den är på väg. Men det är inte specifikt för frågor som gäller finansiell stabilitet, det gäller generellt när penningpolitik bedrivs. Jag tycker att vi kan vara stolta över att vi drev den här linjen, även om skälet till vår avvikande hållning inte var så konstigt; till skillnad från flertalet andra centralbanksföreträdare hade vi varit med om en finanskris.

Jag kan exempelvis påminna mig ett möte med alla de ledande industriländernas centralbankschefer och finansministrar i G10 år 2001, där jag presenterade en rapport om vad som skulle kunna göras om inte penning-

[1] Se t ex Heikensten (2001).

politiken kunde användas för att bekämpa finansiella obalanser.[2] Chefen för Federal Reserve, Alan Greenspan, begärde omedelbart ordet och argumenterade som vanligt för att marknaderna klarade sig bäst själva; visst borde man ingripa vid kriser och försöka rädda den finansiella sektorn men att försöka hålla emot när obalanserna tilltog var meningslöst.

Efter finanskrisen har det naturligt nog förts en livlig diskussion om de här frågorna. På tvärs med det intryck man kan få av svensk diskussion är det mitt intryck att den svenska positionen vunnit terräng. Bland centralbanker är det numera accepterat att penningpolitiken inte bara ska fokusera på inflationsmålet utan även måste fästa viss vikt vid riskerna för finansiella obalanser. Denna bild bekräftades för min del senast vid ett seminarium i våras, där Lars och jag var tillsammans, i samband med att den brittiske centralbankschefen Mervyn King avgick. Också bland forskare förefaller denna uppfattning vara den vanligaste. Mervyn King, som ofta formulerar sig väl, uttrycker sig så här: ”Penningpolitiken kan inte bara städa upp efter en kris. Risker måste hanteras i förväg” (egen översättning). Exakt hur detta ska gå till och vad det ska ha för konsekvenser för penningpolitiken är däremot en mer öppen fråga. Låt mig säga något mer om det.

Till skillnad från Lars anser jag att man kan välja att som det brukar heta *lean against the wind* om man är orolig för att finansiella obalanser byggs upp. För Riksbankens del kan detta förhållningssätt motiveras både med att man vill beakta risken för en allvarlig sättning i ekonomin i ett längre tidsperspektiv – än det man normalt arbetar med – eller med oro för risker mer direkt hänförliga till det finansiella systemet (Riksbanken har ett särskilt mål om att ”främja ett säkert och effektivt betalningsväsende”). Att den här typen av hänsyn skulle gå på tvärs med riksbankslagen, som på senare tid påståtts i debatten, uppfattar jag som rena snurren.

Däremot måste man naturligtvis fundera noga på hur effektiv räntan är i olika sammanhang, som redskap för att påverka de obalanser och risker man tycker sig se. Lars har under senare år och också i dag bidragit till att fördjupa denna diskussion. Men jag tycker att han gör det för enkelt för sig när han så hårt knyter diskussionen kring ett specifikt mått som hushållens skuldkvot. Det handlar om att ta hänsyn till en bred bild av ekonomin och det finansiella systemet och att väga in alla de olika risker man kan se och att fundera över vad som händer om utvecklingen tillåts fortsätta i dagens banor.

Frågan är verkligen inte enkel. Under min egen tid i Riksbanken föredrog vi i allmänhet att kommunicera de risker vi såg för att påverka allmänhet och politiker. Kanske kan det ibland ge minst lika stora effekter som räntehöjningar. Eller så är just kombinationen det bästa; kraftiga inlägg i debatten kombinerade med högre räntor. Vem vet, kanske Lars stora bidrag är att han genom sina ihärdiga insatser i debatten bidragit till att allmänheten fått upp ögonen för den omfattande skulduppbyggnaden och därmed förstärkt effekten av Riksbankens ganska begränsade ränteåtgärder.

Hur riskerna för den finansiella stabiliteten ska värderas varierar över

[2] Se Contact Group on Asset Prices (2002).

tiden. Det beror förstås på att de finansiella problemen kan se olika ut vid olika tidpunkter. Men värdet av en räntesänkning, eller problemen med en höjning, kan också variera från situation till situation, som jag var inne på tidigare när jag talade om sysselsättningen. Det är dessa risker för den reala ekonomin, och det finansiella systemet, i olika tidsperspektiv som man måste väga mot varandra.

Jag kan ge två exempel. Det ena tillfället var 1999–2000. Då ville två av ledamöterna i Riksbankens direktion höja räntorna tidigare och i snabbare takt än övriga för att motverka aktieprisuppgången. Men majoriteten höll emot eftersom den analys vi gjort tydde på att den dramatiska prisuppgången på inte minst IT-aktier var finansierad vid sidan om bankerna och därmed innebar en mindre risk för finansiella störningar, samtidigt som riskerna för sättningar i konsumtionen begränsades av att en liten del av befolkningen berördes. Till detta kom att aktieprisbubblan var ett internationellt fenomen som i liten utsträckning kunde påverkas av den svenska räntan.

Det andra tillfället var våren 2005. Då var det god fart i ekonomin och sysselsättningen ökade. Inflationsprognoserna lämnade ändå utrymme att sänka räntan ytterligare något, men Riksbanken avstod eftersom vi tyckte oss se risker med fastighetsprisuppgången och upplåningen. Redan i juni ändrade vi dock prioritering sedan det kommit in dystrare internationella konjunktursiffror.

Låt mig dock understryka att det är viktigt att Riksbanken gör allt den kan för att tydligt redovisa skälen för sitt agerande. Det är alltid viktigt att var tydlig, men kanske gäller det än mer om man medvetet avviker från inflationsmålet

Samtidigt måste man vara medveten om att vi vet mindre om sambanden när det gäller finansiell stabilitet än om de traditionella makrosambanden, även om vi har mindre kunskap om dem också än vad många föreställer sig. Om vi ställer kravet att vi ska var lika säkra på de finansiella sambanden som på övriga samband, för att våga agera, kommer vi nog ofta att avstå. Det är inte säkert att det är det klokaste. Här, som inom många andra områden, gäller det att akta sig så att man inte agerar som hen som letar efter nycklarna bara i ljuskäglan under lyktstolpen.

Under senare år har det som Lars var inne på förts en livlig diskussion om s k *macroprudential policies*. Principiellt är det inget nytt; det var bl a om detta den G10-diskussion jag nyss nämnde handlade. Men i ljuset av den senaste krisen har diskussionen förstås tagit fart, fördjupats och utvecklats.

Det finns inte utrymme för mig att nu gå på djupet i denna diskussion. Dessutom tror jag att Lars och jag delar uppfattningen att denna typ av åtgärder ofta är effektivare för att hantera finansiella risker än vad förändringar i det allmänna ränteläget är. Men låt mig ändå notera att alla inte håller med om det; en del menar att det via s k regelarbitrage går att undvika många av de åtgärder som diskuteras. Är det så kan räntan vara effektivare eftersom den påverkar hela ekonomin.

Regeringen kommunicerade nyligen hur den anser att *macroprudential policies* ska hanteras framöver. Det skedde överraskande snabbt, innan den utredning som ser över frågan avgivit sitt yttrande. För egen del tycker jag inte att det är en enkel fråga. Jag har trots min bakgrund i Riksbanken varit tveksam till att ge banken ett brett mandat och ansvar. Det sammanhänger ytterst med Riksbankens självständiga ställning. Med ett mycket brett ansvar blir en delegering mindre naturlig. Problem inom ett område i bankens verksamhet kan också spilla över på andra och i värsta fall leda till att den penningpolitiska självständigheten undergrävs. Det förefaller mig dock som om regeringen med sitt förslag gått väl långt i motsatt riktning.

Det må vara hur som helst med detta. Riksbanken får nu förhålla sig till den ordning som råder. Det innebär att banken i framtiden, i stället för att direkt ha hanterat en del handfasta policyredskap, får göra analyser och driva sina positioner i offentligheten och i de gemensamma policyorgan som skapas. Det är viktigt att Riksbanken tar på sig den rollen. Med sin självständighet och kompetens kan Riksbanken säga saker som andra vare sig kan eller vågar.

Penningpolitiken får Riksbanken bedriva precis som förut, den påverkas som jag ser det inte med någon automatik av regeringens förslag. Riksbankens lag har inte förändrats. Vad det handlar om nu är att, precis som tidigare, förhålla sig till den politik som *faktiskt* förs, eller som man bedömer kommer att föras – vare sig det handlar om finanspolitik, stabilitetsåtgärder eller annat – och utforma penningpolitiken i ljuset av detta.

Självfallet bör Riksbanken eftersträva en så nära dialog med övriga aktörer som möjligt. Löpande kontakter med både finansministern och chefen för Finansinspektionen var och är naturliga både för att diskutera de problem ekonomin står inför och för att kunna förutse vad övriga aktörer eventuellt kan ta sig för. Den lagstadgade självständigheten gör att utrymmet är stort för denna typ av dialog; ingen behöver oroa sig för att Riksbanken utsätts för en otillbörlig påverkan.

Jag såg att Lars nyligen i en artikel argumenterade för att Riksbanken borde ändra sin penningpolitik nu när regeringen lagt ett förslag om en ändrad ordning för de nya finansiellt orienterade policyåtgärderna och att Finansinspektionen kan agera självständigt i förhållande till regeringen. Det gjorde mig överraskad. Jag minns att Lars tillhörde de som kraftfullast i början på 1990- argumenterade för att göra centralbankerna oberoende. Då var jag ganska skeptisk till detta måste jag erkänna. Jag kände tvekan inför tanken att delegera mycket makt till självständiga institutioner.

Lars position i dag framstår mot denna bakgrund som märklig. Makrotillsynen är ju ännu inte alls på plats och inte heller har så många regelskärpningar genomförts. Dessutom, även om så vore fallet, innebär det faktum att Finansinspektionen föreslagits få ett ökat ansvar inga garantier vare sig för att den kommer att *få* bedriva politiken på ett självständigt sätt eller för att politiken kommer att *bli tillräckligt effektiv*. Den partipolitiska viljan att vidta några av de åtgärder som i dag framstår som mest naturliga – som en

ändring i ränteavdragen – är att döma av det senaste året diskussion begränsad. Vi har också på senare tid kunnat se att det finns gränser för finansinspektionens manöverutrymme.

På slutet av sitt anförande nämnde Lars den brittiska lösningen, med flera kommittéer varav en för penningpolitik och en för finansiell stabilitet. Jag ser stora poänger med den lösningen. Att jämställa britternas finansiella kommitté med Finansinspektionen leder dock fel eftersom den kommittén är mer självständighet och dessutom har en nära koppling till Bank of England.

3. Direktionen och öppenheten

Det sista problemområde jag tänkte beröra är mer institutionellt. Det handlar om hur Riksbanken arbetar och leds, om öppenheten och direktionens roll.

Sedan mitten av 1990-talet har Riksbanken blivit en betydligt öppnare institution. Redan runt 2005 rankades banken i akademiska studier – med de variabler de nu valde att fokusera på – som en av världens öppnaste centralbanker. Utvecklingen har fortsatt sedan dess.

Ett inslag i denna utveckling – det kanske viktigaste – är att protokoll från direktionens sammanträden publiceras. Dessa har alltid varit redigerade dokument, för att inte hämma diskussionen, men har präglats av ambitionen att korrekt spegla den diskussion som förts.

När Riksbanken tog beslut om öppna protokoll hösten 1998 hade vi flera argument. Det handlade om att skapa en tydlig och bättre koppling till uppdragsgivarna (svenska folket) och underlätta utvärdering av inte bara direktionen som helhet utan också av enskilda ledamöter. För min egen del handlade det också om att bidra till en mer levande diskussion i samhället kring penningpolitiska frågor. Dessutom trodde jag att öppna protokoll skulle minska risken för att personer med bristande kunskaper utsågs på partipolitiska meriter. Det skulle i varje fall för fullmäktige innebära en risk att utse ledamöter som inte behärskade sakfrågorna. I alla dessa avseenden tycker jag att reformen fungerat.

Samtidigt fanns det en del att oroa sig för när jag satt och skrev på förslaget. Det kunde medföra att diskussionen blev alltför personlig; att direktionens möten skulle bli en scen där aktörer uppträdde och drev sina teser. I värsta fall skulle detta i förlängningen kunna börja påverka utnämningarna. Fullmäktige skulle börja se det som sin uppgift att få rätt rolluppsättning för en viss pjäs.

En sådan utveckling skulle vara olycklig för Riksbanken. Direktionen måste i många sammanhang fungera väl som kollektiv. Den ska inte bara fatta beslut om penningpolitik utan driva en stor organisation på ett effektivt sätt. Vidare har den ansvar för att hantera stora affärer och finansiella risker, finansiella kriser och allt möjligt annat. Brist på samsyn skulle också kunna skada den externa bilden av Riksbanken och kunna få effekter för banken i

dess roll i internationella sammanhang som Sveriges centralbank. Slutligen – och kanske viktigast – skulle det kunna leda till att den stora poängen med beslutsfattande i grupp går förlorad, nämligen att olika synpunkter på ett bra sätt prövas och vägs samman i en intellektuell diskussion.

En del av dessa farhågor har aktualiserats under senare tid. Självfallet har direktionen som helhet och alla dess ledamöter individuellt ett ansvar för att undvika en utveckling i dessa banor. Men också fullmäktige måste – bl a när de utser ledamöter – beakta denna typ av risker.

Det finns också skäl att fundera över hur en del av de processer som fullmäktige och direktionen valt att följa har påverkat utvecklingen. Det gäller att dessa är så robusta som möjligt och att de fungerar väl oberoende av personkonstellationen i direktionen vid en viss tidpunkt. Låt mig ta ett exempel, även om det kanske inte är så avgörande. När Riksbanken började koppla varje inlägg i protokollen till ett namn ökade riskerna för personifiering av diskussionen. Vi vet nu att denna förändring sammanföll i tiden med en ökande konfliktnivå. Huruvida det nya arbetssättet varit väsentligt eller ej för detta vet jag inte. Inte heller ska jag argumentera för en återgång i dag. Det är alltid svårt att ”backa” från steg som uppfattats leda till ökad öppenhet. Men jag tror att det är viktigt både för fullmäktige och direktion att i ljuset av vad som hänt fundera över sina arbetssätt.

Oberoende av det jag nyss sagt om direktionen och penningpolitiken har jag länge argumenterat för förändringar i hur direktionen utses och är organiserad. Jag sympatiserar starkt med idén om kollektivt beslutsfattande i svåra avvägningsfrågor av politisk art, som penningpolitik. Däremot tror jag inte alls på kollegier som organisationsmodell för att driva verksamheter.

Som riksbankschef förväntas man ta ansvar för hela verksamheten. Men enligt lagen är riksbankschefen bara *primus inter pares*. Det innebär att svåra beslut, som rör exempelvis omstruktureringar och besparingar, men givetvis också beslut som berör någon annan direktionsledamot, är mycket svåra att ta. Dessutom innebär det att riksbankschefen får skylta med sin bild i tidningen även i samband med problem som orsakats av någon annan. I en kollegiemodell får också den interna politiken lätt ett alltför stort utrymme. För de av oss som kan Riksbanken inifrån är det tydligt att en del av det som skett under det senaste decenniet bäst kan förstås i dessa termer.

Jag förordar en modell med ett tydligt, lagstadgat mandat till riksbankschefen att leda verksamheten. Det bör därutöver finnas två vice riksbankschefer, också de med tydliga mandat, som det är i många andra länder, t ex Storbritannien. Under riksbankschefen bör de ha ansvar för var sin del av banken, t ex penningpolitik och finansiell stabilitet. Dessa två vice riksbankschefer kan då få rejäla arbetsuppgifter och ett tydligt managementansvar. De kan också backa upp riksbankschefen både internt och externt och kan tillsammans med riksbankschefen företräda Sverige i internationella sammanhang. Det är ett arbete som kräver kontinuitet och överblick på ett sätt som nuvarande arbetsformer inte leder till. Sverige riskerar med

nuvarande modell att helt i onödan devalvera sin position i internationella forum. Med den modell jag förordar blir det också möjligt att till banken locka goda kandidater med ledningserfarenhet och ett intresse för att utveckla en organisation. Några av dem kan kanske tänkas bli riksbankschefer i framtiden.

En lösning med en ledningsgrupp på tre personer som arbetar heltid i banken kan kombineras med en (eller två) grupper av övriga ledamöter. En möjlighet är att ha den modell som Bank of England valt, med en kommitté som arbetar med penningpolitik och en annan med finansiell stabilitet. Om man är rädd för att ledningen skulle få för stark ställning i dessa grupper kan man ha något fler oberoende ledamöter, t ex fyra i stället för tre.

Det kan möjligen vara av intresse att veta att vi lika väl hade kunnat få en lösning med två vice riksbankschefer på det sätt jag nyss skissade. Lagen medger det. Men med den personkonstellation som direktionen fick från början 1999 bedömdes den valda lösningen vara lämplig. Fullmäktige kan alltså utan förändring i lagen bidra till att skapa en bättre fungerande struktur i den anda jag förordar om de så önskar. Bättre vore dock att nu – efter snart 15 år med en direktion i Riksbanken – tillsätta en utredning för att föreslå förbättringar och förtydliganden.

4. Avslutning

Låt mig nu runda av. Det har under det senaste året förts en intensiv diskussion kring Riksbanken och penningpolitiken. Det är på sitt sätt lite märkligt. Det är knappast motiverat utifrån de resultat som uppnåtts.

Inflationsmålspolitiken utmanas som om den inte på det hela taget levererat ett bra resultat, med en låg inflation nära målet och en i övrigt god ekonomisk utveckling.

Det hävdas att Riksbanksdirektionen avviker från andra professionella bedömare i centralbanker och bland ekonomer; att det skulle råda konsensus om att hänsyn inte bör tas till finansiell stabilitet. Men så är det inte.

Det påstås också att den politik som förts, där räntan hållits uppe för att motverka finansiella obalanser, representerar något principiellt nytt. Inte heller det stämmer, även om hänsyn till finansiell stabilitet inte tidigare tagits under så lång tid som nu.

Det ifrågasätts t o m om Riksbankslagen medger den politik som förs. Men Riksbanken ska inte bara ta hänsyn till inflationen och andra mål för den ekonomiska politiken som t ex sysselsättningen. Riksbanken ska också verka för ett säkert och effektivt betalningsväsende.

Vi borde i stället fokusera på den centrala och handfasta frågan om vad som är bäst för Sverige i dag. Ska räntan sänkas ytterligare för att stimulera ekonomin eller ska Riksbanken hålla igen för att bromsa de risker som skulduppbyggnaden för med sig främst i hushållssektorn? Det är ingen enkel fråga. I den diskussionen får ni emellertid – som jag sa inledningsvis – klara er utan mig.

Därutöver finns det skäl att fundera över hur direktionen arbetar och utses samt hur en nyordning för att leda Riksbanken skulle kunna se ut. I den senare diskussionen deltar jag gärna.

REFERENSER

Contact Group on Asset Prices (2002), *Turbulence in Asset Markets: The Role of Micro Policies*, Contact Group on Asset Prices, Basel, http://www.bis.org (2013-11-19).

Heikensten, L (2001), ”Om tydlighet och flexibilitet”, föredrag vid seminarium, SNS, Stockholm, 9 maj 2001, http://www.riksbank.se (2013-11-20).