

# ANFÖRANDE



DATUM: 2017-05-16  
TALARE: Riksbankschef Stefan Ingves  
PLATS: Nationalekonomiska föreningen

SVERIGES RIKSBANK  
SE-103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00  
Fax +46 8 21 05 31  
registratorn@riksbank.se  
www.riksbank.se

## Penningpolitiska utmaningar – att väga idag mot imorgon\*

Jag vill börja med att tacka för möjligheten att komma hit till Nationalekonomiska Föreningen. Som många av er vet är detta en tradition, och dagens föreläsning är den tolfte i raden som jag håller. Jag har alltid uppskattat möjligheten att komma hit och diskutera såväl dagsaktuella frågor som långsiktiga teman av mer principiell betydelse för Riksbankens verksamhet.

Dagens föreläsning rör penningpolitiken och dess utmaningar i ett lite längre perspektiv. Men innan jag kommer in på det vill jag kommentera den nyhet som Riksbanken publicerade nu på morgonen. I korthet handlar det om att direktionen överväger att till hösten övergå till en ny målvariabel, KPIF, och att introducera ett så kallat variationsband för att illustrera osäkerheten om inflationsutvecklingen.

Alltsedan inflationsmålet infördes för snart 25 år sedan har det definierats som den årliga förändringen i konsumentprisindex, KPI. KPI har dock under senare år blivit allt svårare att använda som vägledning för penningpolitiken. Skälet till det är att förändringar i styrräntan får stora och direkta effekter på KPI som inte har med det underliggande inflationstrycket att göra och som dessutom går i motsatt riktning. Med det menas att till exempel räntesänkningar, som syftar till att få upp inflationstakten, i stället sänker KPI-inflationen ytterligare på kort sikt till följd av att kostnaderna för bolån går ned. Av detta skäl har KPIF, det vill säga KPI med fast ränta, i praktiken allt mer kommit att vara vägledande för penningpolitiken. Men de stora svängningarna i KPI under senare år, på grund av ändringar i styrräntan, har ibland lett till problem i kommunikationen. Genom att byta till KPIF gör vi penningpolitiken mertydlig.

---

\* Jag vill tacka Magnus Jonsson för hjälp med att skriva anförandet och Goran Katinic för hjälp med data och diagram. Jag vill också tacka Carl Andreas Claussen, Charlotta Edler, Cecilia Roos-Isaksson, Martin W. Johansson, Ann-Leena Mikiver, Marianne Nessén, Marianne Sterner, Ingvar Strid, Ulf Söderström, Anders Vredin och Daniel Wallemo för värdefulla synpunkter samt Calum McDonald och Gary Watson för hjälp med att översätta anförandet till engelska.

Målet är att den årliga förändringen i KPIF ska vara 2 procent. Det är dock inte möjligt för Riksbanken att uppnå målet varje enskild månad utan inflationen kommer av olika skäl att variera runt 2 procent. För att illustrera denna osäkerhet överväger Riksbanken att fortsättningsvis använda ett så kallat variationsband för utfallen för KPIF i kommunikationen. Variationsbandet är +/- 1 procentenhet runt målet om 2 procent, vilket fångar knappt tre fjärdedelar av KPIF-utfallen sedan 1995. Variationsbandets utformning är alltså kopplat till inflationens historiska utveckling och bör därför ses över vid behov.

Som jag ser det innebär de förändringar som nu övervägs inte någon förändring av den förda penningpolitiken. KPIF har sedan en tid tillbaka fungerat som Riksbankens operativa målvariabel. Nu överväger vi att fastställa denna praxis genom att låta inflationsmålet definieras som en årlig förändring i KPIF om 2 procent. Syftet med penningpolitiken ska fortsatt vara att stabilisera inflationen på 2 procent. Det tänkta variationsbandet är med andra ord inte ett så kallat målintervall.<sup>1</sup> Det innebär att Riksbanken alltid kommer att sträva mot 2 procents inflation oavsett om utfallet ligger innanför eller utanför variationsbandet.

Våra överväganden går nu ut på remiss. Om vi beslutar om en ny målvariabel och variationsband förväntas dessa ändringar tillämpas från och med i höst.

## Ovanliga tider medför nya utmaningar

Det är ovanliga tider i svensk ekonomi. Vi har en god tillväxt, ett högt resursutnyttjande och inflationen stiger och närmar sig målet på 2 procent. Men trots den goda konjunkturen är penningpolitiken fortsatt expansiv. Vi har en negativ styrränta och har gjort omfattande köp av statsobligationer för att hålla nere även de längre räntorna.

Att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet är penningpolitikens huvuduppgift. En utmaning för penningpolitiken de senaste åren har varit att få upp den alltför låga inflationen, vilket är en förklaring till den expansiva penningpolitiken. Därmed kan vi motsvara förväntningarna hos alla de aktörer i samhällsekonomin som bygger sina kalkyler på att vi siktar mot ett fast mål. Inflationsmålet har varit en hörnsten i svensk ekonomi under tjugo år, det är välkänt och etablerat och bidrar till förtroende för svenskekonomi.

Riksbankens prognoser pekar på att penningpolitiken kommer att vara fortsatt expansiv med låga räntor även framöver för att stabilisera inflationen runt målet. Men detta kan också föra med sig nya utmaningar. Fortsatt låga räntor kan leda till att styrräntan slår i den nedre gränsen oftare och att det därför kan bli svårare att stimulera ekonomin när konjunkturen försvagas och inflationen är under målet. Det kan i så fall bli nödvändigt att sätta in andra åtgärder, både från Riksbanken och från andra politikområden.

En ihållande lågräntemiljö riskerar också att leda till att skuldsättningen bland bolånetagarna fortsätter att stiga, vilket medför att de blir mer räntekänsliga. Det innebär att de kan komma att påverkas mer än andra när styrräntan behöver

---

<sup>1</sup> För en diskussion av begreppen mål- respektive toleransintervall, se Sveriges riksbank (2016).

höjas. Det är olyckligt eftersom penningpolitiken troligtvis fungerar bäst när den påverkar hela ekonomin på ett likartat sätt.

Låga räntor under en längre tid innebär dessutom att riskerna för det finansiella systemet och den finansiella stabiliteten ökar. Och eftersom ett stabilt finansiellt system är en förutsättning för att penningpolitiken, men också finanspolitiken, ska lyckas behöver penningpolitiken i det läge vi befinner oss i kompletteras med bland annat en väl fungerande makrotillsynspolitik.

En viktig fråga i det sammanhanget är vilken formell roll Riksbanken ska ha i det förebyggande arbetet med att minska risker och sårbarheter i det finansiella systemet. Riksbankens ansvar för den finansiella stabiliteten uttrycks i lagen som att vi ska "främja ett säkert och effektivt betalningsväsende". Någon närmare precisering ges inte. Jag menar att Riksbankens ansvar – i likhet med en del andra centralbanker – bör omfatta finansiell stabilitet och att det bör tydliggöras i riksbankslagen. Jag hoppas att det hanteras i kommittéarbetet om översyn av det penningpolitiska ramverket och riksbankslagen.

Den svenska banksektorn är stor i en internationell jämförelse och starkt koncentrerad till ett fåtal storbanks som är beroende av utlandsfinansiering – ungefär hälften av finansieringen sker i utländsk valuta. Det medför en ytterligare risk för den finansiella stabiliteten. Riksbanken behöver därför hålla en valutareserv som är tillräckligt stor för att täcka de behov som uppstår vid en finansiell kris, vilket innebär att valutareserven behöver vara minst lika stor som idag.

En annan utmaning som penningpolitiken måste förhålla sig till är de fria kapitalrörelserna. I kombination med en snabb finansiell utveckling har dessa lett till att tillgångspriser, skuldsättning och växelkurser i allt högre grad påverkas av penningpolitiken i de stora valutaområdena. För mindre ekonomier har det inneburit att handlingsutrymmet för penningpolitiken blivit allt mer begränsat. Internationellt diskuteras hur man kan öka handlingsutrymmet för penningpolitiken med exempelvis makrotillsynsåtgärder som skulle kunna dämpa skuldsättningen. Detta angår i högsta grad Sverige och jag har tagit upp saken i flera av mina tidigare tal i Nationalekonomiska Föreningen. Jag återkommer till detta problem även idag.

Att bedriva penningpolitik handlar om att hela tiden ha beredskap att möta nya typer av utmaningar och ekonomiska problem. Låga räntor behövs idag för att inflationen ska stabiliseras kring 2 procent, men de måste vägas mot riskerna med en låg ränta under en längre tid. Mitt tal här på Nationalekonomiska föreningen handlar mycket om detta – att väga effekterna av penningpolitiken idag mot effekterna imorgon och vilka utmaningar det för med sig. Men jag tänkte börja med att diskutera den trendmässiga nedgången i de globala räntorna och vad den betyder för penningpolitiken, eftersom det är viktigt att inse att de problem vi brottas med i Sverige i hög grad påverkas av, och delas med, vår omvärld.

## Trendmässig nedgång i räntor världen över

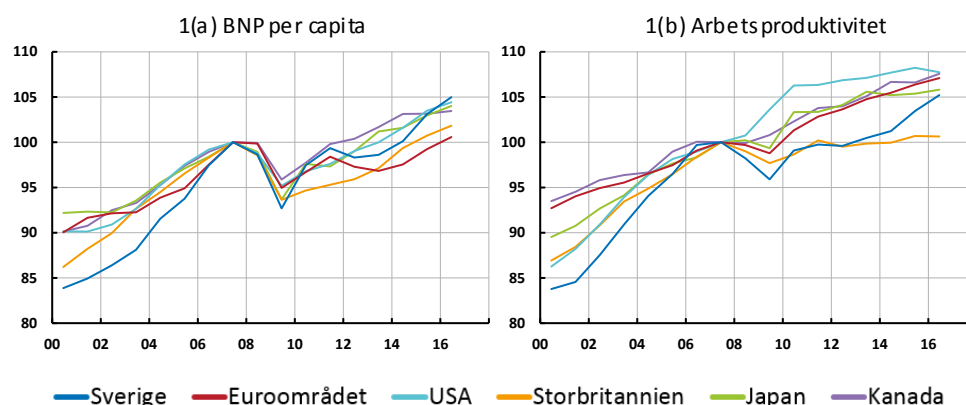
Den finansiella krisen som bröt ut hösten 2008 hade föregåtts av en till synes lugn och stabil period med låg inflation och god ekonomisk tillväxt. Perioden brukar

benämns *The Great Moderation*, vilket ungefär kan översättas med det stora lugnet. Den positiva utvecklingen kan tillskrivas en rad faktorer. Den allt snabbare globaliseringen medförde en större rörlighet av varor, tjänster, arbetskraft och kapital mellan länder. Detta i kombination med olika avregleringar ökade konkurrensen på arbets- och varumarknaderna, vilket bidrog till högre ekonomisk tillväxt. Allt mer självständiga centralbanker som inriktade sig på att uppnå en låg och stabil inflation anses också ha bidragit till den goda utvecklingen.

Nu i efterhand kan vi konstatera att det hade byggts upp stora finansiella obalanser i det som verkade vara en stabil makroekonomisk miljö. Centralbankernas penningpolitik hade varit lyckosam med att stabilisera inflationen. Men det hindrade inte den allvarligaste ekonomiska krisen sedan 1930-talet från att bryta ut. Det står klart att den finansiella sektorn inte fullt ut kunde hantera riskerna och att tillsynen av den finansiella sektorn behöver förbättras. Mer omtvistat är om också centralbankernas penningpolitik bidrog till att bygga upp de finansiella obalanserna.<sup>2</sup> Hade centralbankerna varit så fokuserade på att stabilisera inflationen att de bortsåg från de finansiella obalanserna som byggdes upp? Hade *The Great Moderation* framkallat en övertro på penningpolitikens förmåga att styra ekonomin? Jag tror att båda dessa frågeställningar kommer att bli alltmer viktiga framöver. Jag tror också att de behöver utredas mera, men under alla förhållanden är en lärdom att finansiell stabilitet inte kan tas för given.

Vi kan också konstatera att återhämtningen efter krisen gått långsammare än många förväntat sig. Produktionen per invånare i Sverige och flera andra länder är endast mellan 1 och 5 procent högre än innan finanskrisens utbrott, se diagram 1(a). Ett annat exempel är arbetsproduktiviteten. I till exempel Sverige är arbetsproduktiviteten runt 5 procent högre än 2007, vilket är en långsam ökningstakt i ett historiskt perspektiv, se diagram 1(b). När en finansiell kris väl brutit ut kan det alltså ta mycket lång tid innan ekonomin återhämtat sig.

**Diagram 1. BNP per capita och arbetsproduktivet i Sverige och i omvärlden**



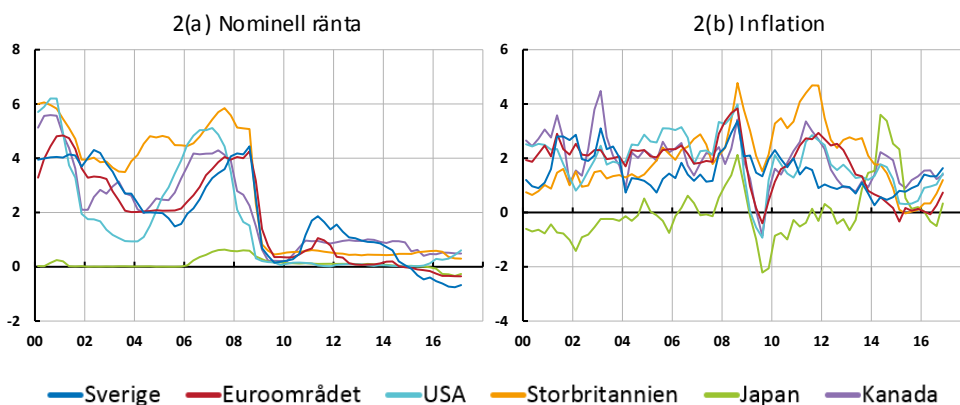
Anm. Index, 2007 = 100.

Källor: Bureau of Economic Analysis, Consensus Bureau, Conference Board, Eurostat, Japanese Cabinet Office, Japanese Statistics Bureau, Office for National Statistics, SCB och Statistics Canada

<sup>2</sup> Se även Billi och Vredin (2014) och Rajan (2005).

Den långsamma återhämtningen efter krisen återspeglar sig också i att ränteläget i många länder är kvar på mycket låga nivåer. Centralbankerna reagerade snabbt när krisen bröt ut och sänkte styrräntorna till nära noll procent för att undvika en ytterligare fördjupning av krisen, se diagram 2(a). Även inflationen föll kraftigt i många länder, se diagram 2(b). Det berodde delvis på att oljepriset föll kraftigt och inflationen återhämtade sig till att börja med relativt snabbt. Men den har efter det legat kvar på nivåer en bra bit under många centralbankers mål.

**Diagram 2. Nominell 3-månadersränta och inflation i Sverige och i omvärlden**



Anm. Diagram 2(a), procent. Den nominella räntan avser tre månaders statskuldsväxlar utom i euroområdet där den avser EONIA. Diagram 2(b), årlig procentuell förändring. Inflationen avser KPIF för Sverige, HIKP för euroområdet och KPI för resterande länder.

Källor: Bureau of Economic Analysis, Euribor, Eurostat, Japanese Statistics Bureau, Macrobond, OECD, Office for National Statistics, SCB och Statistics Canada

## Globala realräntor har fallit under lång tid

Penningpolitiken i många länder har alltså efter finanskrisens utbrott präglats av styrräntor nära nollstrecket. Alla de stora centralbankerna samt flera små har dessutom köpt statsobligationer i stor omfattning och vidtagit andra åtgärder för att pressa ned räntorna ännu mer. En av förklaringarna till de historiskt sett mycket låga styrräntorna är en trendmässig nedgång i de globala *realräntorna*, alltså de räntor som man får fram när inflationen räknas bort från de nominella räntorna.

De flesta centralbanker styr en kort riskfri nominell ränta – den så kallade styrräntan. Den påverkar sedan andra nominella marknadsräntor med längre löptider till hushåll och företag. Den nominella räntan har en viss inverkan på hushållens konsumtion och företagets investeringar och därmed på efterfrågan i ekonomin. Men en kanske ännu viktigare roll spelar realräntan. Penningpolitiken anses kunna påverka realräntan på kort sikt. Det beror bland annat på att det kan ta tid för företagen att anpassa priserna när efterfrågan ändras. Centralbanken kan alltså via realräntan påverka efterfrågan i ekonomin och i förlängningen inflationen.

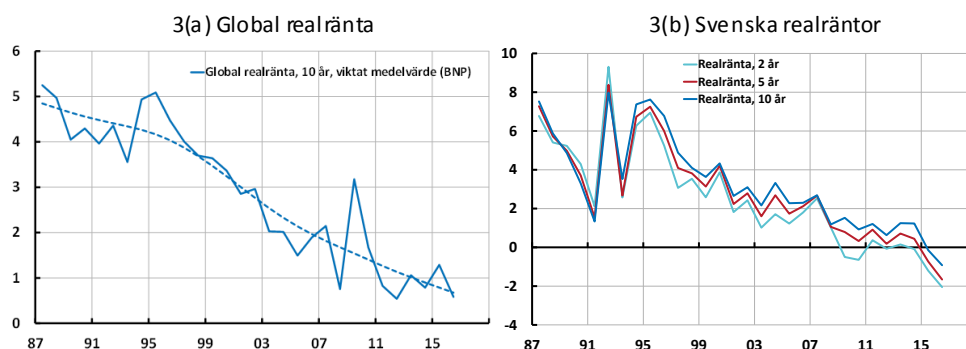
Däremot anses inte penningpolitiken kunna påverka realräntan på längre sikt utan den bestäms då av andra faktorer, bland annat av den demografiska utvecklingen,

hushållens värdering av konsumtion idag jämfört med i framtiden, den trendmässiga tillväxten och i mindre ekonomier även av den internationella realräntenivån. Men den långsiktiga realräntan spelar ändå en viktig roll för räntesättningen. Om den har sjunkit behöver den genomsnittliga styrräntan vara lägre för att inflationsmålet ska kunna upprätthållas.

Det är sedan länge känt att realräntorna sjunkit trendmässigt runt om i världen de senaste decennierna. Den ”globala” realräntan, det vill säga ett genomsnitt av realräntorna på riskfria tillgångar (här mätt med tioåriga statsobligationer) i de stora ekonomierna, har fallit trendmässigt med drygt 4 procentenheter sedan slutet av 1980-talet och är för närvarande en bit under 1 procent, se diagram 3(a).

Den globala realräntan är viktig för små öppna ekonomier. I en värld med fria kapitalrörelser är det svårt för en liten ekonomi att ha realräntor som avviker mycket från den globala realräntenivån. Det betyder dock inte att realräntan i Sverige alltid behöver överensstämma helt och hållet med den i omvärlden. Avvikelser kan finnas på både kort och längre sikt av olika skäl. I det korta perspektivet kan konjunkturen utvecklas annorlunda i Sverige och i omvärlden, vilket kan påverka realräntorna. Avvikelser kan också ske under längre perioder, beroende på exempelvis olika trender i befolkningsutvecklingen eller produktivitetstillväxten. Men precis som i omvärlden har det skett en trendmässig nedgång av realräntan i Sverige. Realräntan på två-, fem- och tioåriga statsobligationer har fallit från runt 6 procent i slutet av 1980-talet till nästan -2 procent idag, se diagram 3(b).

### Diagram 3. Global realränta och svenska realräntor i ett historiskt perspektiv



Anm. Procent. Den streckade trendlinjen är beräknad med HP-filtret. Realräntorna är beräknade som nominella statsobligationsräntor minus faktisk inflation. I beräkningen av de globala realräntorna ingår euroområdet (från och med 1995), Japan, Kanada, Storbritannien och USA.

Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Japanese Statistics Bureau, Macrobond, OECD, Office for National Statistics, SCB och Statistics Canada

### Fallande globala realräntor kan bero på *varaktig stagnation*...

Det finns flera olika förklaringar i litteraturen till den fallande trenden för de globala realräntorna.<sup>3</sup> Den förklaring som under senare år förmodligen rönt störst uppmärksamhet är teorin om *varaktig stagnation*, som förts fram av den

<sup>3</sup> Se Fischer (2016), Sveriges riksbank (2017a) och Rachel och Smith (2015) för ett försök till kvantifiering av de olika förklaringarnas betydelse.

amerikanske ekonomen Lawrence Summers.<sup>4</sup> Han menar att en svagare utveckling av den globala efterfrågan och lägre tillväxt, som kan vara bestående, ligger bakom det låga ränteläget. Den svaga efterfrågan beror i sin tur på olika strukturella faktorer som medfört att fler vill spara och färre vill investera. Båda delarna tenderar att pressa ned realräntan.

Demografiska faktorer kan vara en förklaring till att viljan att spara har ökat. Medellivslängden i befolkningen har ökat i både utvecklade länder och tillväxtekonomier de senaste decennierna. Detta kan göra att fler vill spara för ålderdomen. I ett livscykelperspektiv är sparandet som högst i medelåldern då de flesta tjänar som mest och är mycket motiverade att spara inför pensioneringen. Att det finns fler medelålders kan alltså vara en förklaring till att sparandet ökat. Om sparandet är tänkt för den framtida pensionen kan en effekt av de fallande realräntorna också bli att många behöver spara ännu mer för att de ska nå sina sparmål.

En annan förklaring till att sparandet har ökat, framför allt under 2000-talet, har framförts av den tidigare amerikanska centralbankschefen Ben Bernanke.<sup>5</sup> Han menar att den ökning i sparandet som skedde i Kina och andra asiatiska tillväxtekonomier, men också i de stora oljeproducerande länderna, bidrog till att pressa ned räntorna. De stora bytesbalansöverskotten i dessa regioner har alltså placerats på de globala kapitalmarknaderna och resulterat i låga realräntor.

Den fallande trenden i realräntan kan också bero på att investeringsviljan har minskat. Den kände amerikanske ekonomen Robert Gordon har i en uppmärksammat artikel hävdad att innovationstakten har minskat kraftigt sedan 1970-talet.<sup>6</sup> Han menar att tillväxten mellan 1870 och 1970 var onormalt hög tack vare förhållandevis enkla och tillväxtfrämjande innovationer som exempelvis elektriciteten och förbränningsmotorn. Den tillväxten kommer enligt Gordon inte att kunna upprepas eftersom dagens innovationer som internet och mobilteknologi, enligt honom, inte ger några större produktivitetsvinster på sikt. En minskning av den globala investeringsviljan kan alltså bero på att innovationstakten minskat. Det finns därmed färre lönsamma projekt att investera i.

### ...men det kan också finnas andra skäl

Enligt hypotesen om *varaktig stagnation* kan de fallande realräntorna vara ett tecken på bristande investeringsmöjligheter för företagen. Men har det verkligen varit så? Ett sätt att undersöka detta är att studera avkastningen på företagets kapitalstock.

Diagram 4(a) visar den reala avkastningen på kapital i USA mellan 2000–2016. Som synes har avkastningen varit stabil med förhållandevis små variationer runt knappt 9 procent samtidigt som realräntan sjunkit trendmässigt. Efter finanskrisen har avkastningen på kapital till och med stigit något, vilket antyder att investeringsmöjligheterna varit goda. Utvecklingen av investeringarna efter

---

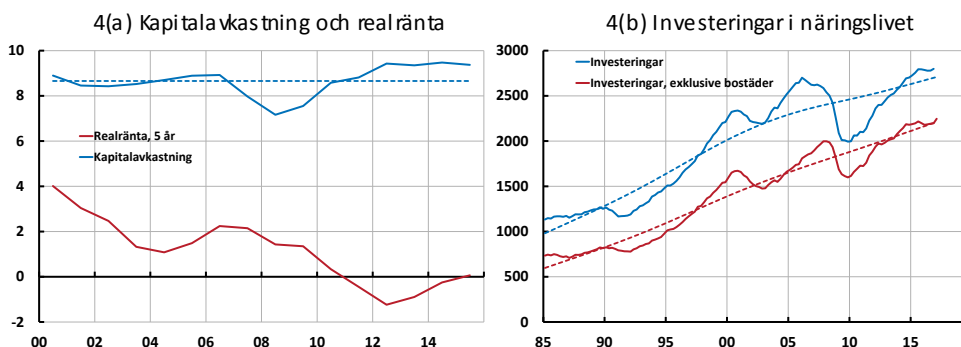
<sup>4</sup> Se Summers (2014).

<sup>5</sup> Se Bernanke (2015).

<sup>6</sup> Se Gordon (2012).

finansskrisen är i linje med en sådan hypotes. Diagram 4(b) visar att investeringarna stigit förhållandevis snabbt sedan 2010 och nu är nära eller över sin långsiktiga trend. Allt detta är svårt att förena med varaktig stagnation.<sup>7</sup>

#### Diagram 4. Kapitalavkastning i reala termer, realränta och investeringar i USA

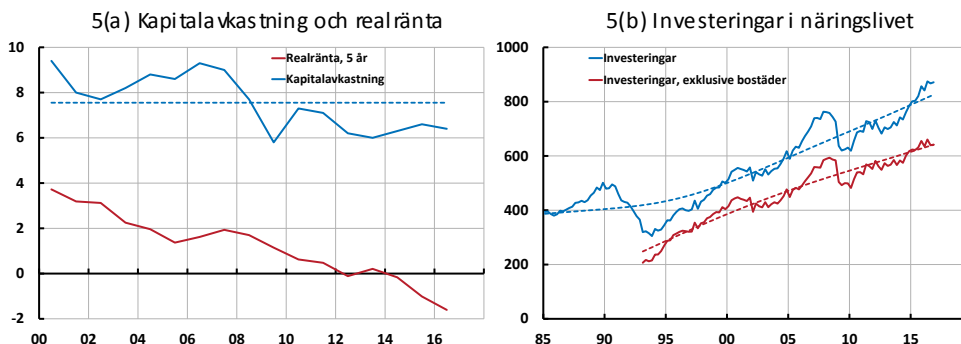


Anm. Diagram 4(a), procent. Kapitalavkastning i näringslivet. Streckad linje visar genomsnittlig kapitalavkastning sedan år 2000. Realräntan avser 5-åriga reala statsobligationer. Diagram 4(b), miljarder dollar. De streckade trendlinjerna är beräknade med HP-filtret.

Källor: Gomme et al. (2011), Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve och Riksbanken

Vi kan konstatera att utvecklingen i Sverige varit likartad. Diagram 5(a) visar att den reala avkastningen på kapital i Sverige mellan 2000–2016 varit förhållandevis stabil med små variationer runt knappt 8 procent samtidigt som realräntan sjunkit trendmässigt. Diagram 5(b) visar att investeringarna är nära eller strax över sin långsiktiga trend också i Sverige.

#### Diagram 5. Kapitalavkastning i reala termer, realränta och investeringar i Sverige



Anm. Diagram 5(a), procent. Kapitalavkastning i näringslivet. Streckad linje visar genomsnittlig kapitalavkastning sedan år 2000. Realräntan avser 5-åriga reala statsobligationer. Diagram 5(b), miljard kronor. De streckade trendlinjerna är beräknade med HP-filtret.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB, och Riksbanken

Den reala kapitalavkastningen och realräntan borde vara starkt förknippade med varandra, alltså tvärtemot vad vi observerat i både USA och Sverige. En fallande realränta tenderar att minska kostnaden för investeringar, vilket borde öka investeringstakten och därmed minska avkastningen på kapital. De olika premier

<sup>7</sup> Se Gomme et al. (2015) för en utförlig diskussion.



som mäter skillnaden i avkastning på kapital och statsobligationer borde alltså inte variera trendmässigt trots att så verkar vara fallet.

En viktig faktor som brukar kunna förklara en del av skillnaden i avkastning mellan kapital och statsobligationer är den så kallade kreditriskpremien, som ger investeraren kompensation för risken att företaget kan gå i konkurs. Det finns dock skäl att tro att kreditriskpremien varit stabil eftersom antalet konkurser varit oförändrat eller minskat.

En annan premie är den så kallade likviditetspremien. Riskfria tillgångar som statsobligationer är ofta användbara som säkerheter i olika lånekontrakt. Statsobligationer, och andra riskfria tillgångar som relativt lätt kan förvandlas till likvida medel, har därför ett mervärde som ges av likviditetspremien. Ju högre likviditetspremie en tillgång har desto högre blir priset och desto lägre blir räntan på tillgången.

Den fallande trenden i realräntan skulle åtminstone delvis kunna bero på att likviditetspremien på statsobligationer har stigit. Det är inte svårt att hitta skäl till att så skulle kunna vara fallet, i synnerhet inte i perioden efter finanskrisen. Utbudet av godtagbara säkerheter på finansmarknaderna minskade när en inte obetydlig del av tillgångarna gick förlorade under finanskrisen. De statsfinansiella problemen i euroområdet kan också ha minskat utbudet av säkra tillgångar. Efterfrågan på säkra tillgångar kan ha ökat på grund av nya finansiella regleringar, till exempel Basel III. Slutligen minskar centralbankernas köp av statsobligationer utbudet på de finansiella marknaderna.

För att summera – att göra förutsägelser om den framtida ekonomiska utvecklingen är som alla vet mycket svårt. Det ekonomiska systemet är komplext och det sker hela tiden nya innovationer och förändringar som är svåra att förutse. Hypotesen om *varaktig stagnation* framfördes för första gången redan på 1930-talet av den amerikanske ekonomen Alvin Hansen.<sup>8</sup> Den visade sig vara felaktig då och jag har antytt att det kan finnas skäl att vara skeptisk nu också.<sup>9</sup> Dagens lågräntemiljö kan mycket väl ha andra orsaker än *varaktig stagnation* och behöver därför inte heller vara bestående.

En tillbakablick i historien visar att realräntorna ofta varierar i längre cykler. De har varit på samma låga nivåer som idag för att sedan återgå till mer normala sådana.<sup>10</sup> Svårigheten vi nu står inför är att bedöma hur länge den här cykeln med låga realräntor kommer att bestå. Det är inte någon lätt uppgift även om mycket tyder på att de kommer att vara låga under en överblickbar framtid. Men man ska komma ihåg att historien också har lärt oss att den ekonomiska utvecklingen ibland kan ta oväntade vändningar.

---

<sup>8</sup> Se Hansen (1938).

<sup>9</sup> Se även Bernanke (2015) och Rogoff (2015) för ytterligare argument som kan ifrågasätta hypotesen om varaktig stagnation.

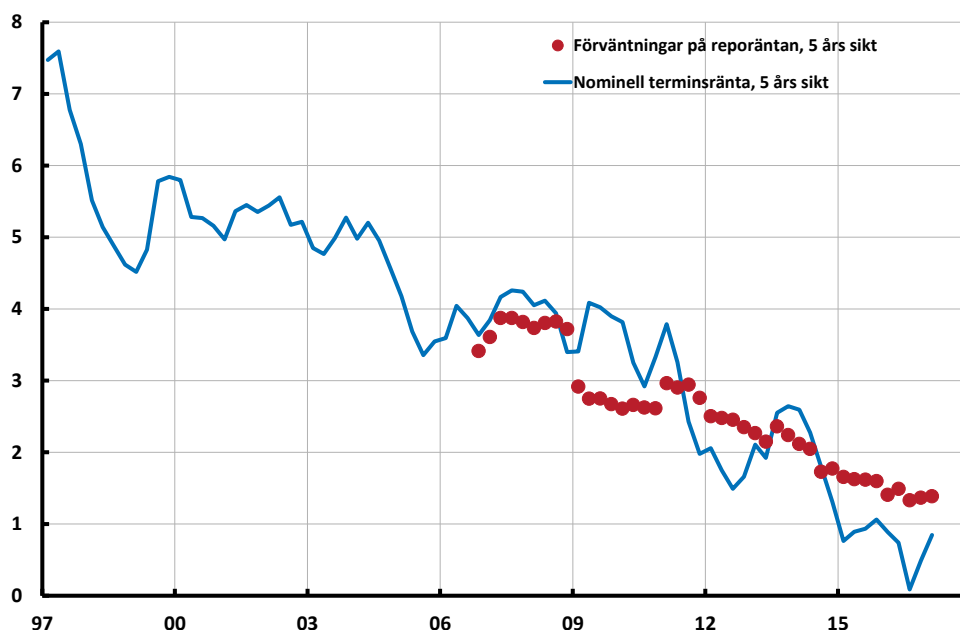
<sup>10</sup> Se Yi och Zhang (2016).

## Utmaningar framöver

### Den globala realräntan fortsätter att vara låg

Jag har nämnt några olika möjliga anledningar till att den globala realräntan fallit trendmässigt – demografiska faktorer, lägre tillväxt, och högre efterfrågan på säkra tillgångar. Sannolikt kommer dessa faktorer att fortsätta verka framöver med låga räntor som följd. Det skulle i så fall också vara i linje med prissättningen på de svenska finansiella marknaderna. Marknadsprissättningen på dagslåneräntan om fem år är runt 1 procent, vilket indikerar att styrräntan kommer att vara fortsatt låg, se diagram 6. Även marknadsaktörernas förväntningar på styrräntan, som de kommer till uttryck i enkäter, visar på liknande nivåer, se diagram 6.

**Diagram 6. Dagslåneräntan om 5 år enligt marknadsprissättning och förväntningar på styrräntan om 5 år**



Källor: TNS Sifo Prospera och Riksbanken

### Ökade risker för det finansiella systemet

En ihållande lågräntemiljö kan hota stabiliteten i det finansiella systemet. Ett stabilt finansiellt system är en förutsättning för att penningpolitiken, men också finanspolitiken, ska lyckas. Är det finansiella systemet hotat kan staten behöva ingripa med olika stödåtgärder. Det kan bli mycket dyrt, inte minst i Sverige med tanke på den svenska banksektorns storlek.

En lärdom från den ekonomiska krisen i början av 1990-talet är att sunda statsfinanser är en förutsättning för att uppnå en god ekonomisk utveckling med stabil inflation. För att minska riskerna för det finansiella systemet och de offentliga finanserna – och i förlängningen penningpolitiken – är det därför viktigt med en väl fungerande reglering av banksystemet. Det politikområde som har

huvudansvaret för att motverka uppkomsten av finansiella obalanser och bidra till det finansiella systemets stabilitet är makro- och mikrotillsynen.

## Större beroende av andra penningpolitiska verktyg

För penningpolitikens del innebär fortsatt låga realräntor att det kan bli svårare att stimulera ekonomin enbart med hjälp av styrräntan när konjunkturen försvagas och inflationen är under målet. Om exempelvis den långsiktiga realräntan är runt nollstrecket samtidigt som inflationsmålet är 2 procent kommer styrräntan i genomsnitt att också vara runt 2 procent. Det ger inte mycket utrymme för räntesänkningar vid en konjunkturedgång, eftersom styrräntan inte kan sänkas alltför långt under nollstrecket. Är konjunkturedgången tillräckligt stor kan också hushåll och företag börja tro att penningpolitikens utrymme är begränsat och börja ställa in förväntningarna på en inflationstakt under inflationsmålet.

Den penningpolitiska verktygslådan, både i Sverige och i andra länder, kan alltså även i fortsättningen behöva innehålla flera verktyg. Ett sådant är köp av tillgångar i stor omfattning, en åtgärd som påverkar långa räntor, förväntningar om framtida korta räntor och penningmängden i ekonomin.<sup>11</sup> En annan åtgärd som kan användas är att publicera prognoser för räntebanan, så kallad forward guidance, vilket Riksbanken också gör. Det är faktiskt i år tio år sedan vi började publicera treåriga banor för styrräntan. Andra sätt att göra penningpolitiken mer expansiv kan vara att intervensera på valutamarknaden och att ge lån direkt till företagen via bankerna.

## Bolånetagare mer räntekänsliga

De fallande realräntorna är en av orsakerna till att skuldsättningen ökat under den senaste tjugoårsperioden. Inflationsmålet infördes formellt 1995 när hushållens skuldkvot – skulder i förhållande till disponibel inkomst – var runt 90 procent. Idag drygt 20 år senare har skuldsättningen i stort sett fördubblats och är nästan 180 procent.<sup>12</sup> Den stigande skuldsättningen och att många väljer rörlig ränta på sina bolån har inneburit att hushållen blivit mer känsliga för ränteförändringar. Penningpolitikens betydelse för hushåll med hög skuldsättning, i praktiken bolånetagare, har därför blivit större.

Fyra ekonomer från Riksbanken har i ett räkneexempel försökt belysa hur en räntehöjning idag skulle påverka bolånetagarnas konsumtion jämfört med för 20 år sedan.<sup>13</sup> En bakgrund till räkneexemplet kan vara följande scenario. För att finansiera lånen till bostäder ger svenska banker bland annat ut bostadsobligationer. Dessa finansieras delvis av utländska investerare. Om de utländska investerarna av någon anledning skulle tappa förtroendet för den svenska ekonomin och bostadsobligationerna kan bankerna bli mycket sårbara. De kan få svårare att finansiera sig på de internationella marknaderna samtidigt

---

<sup>11</sup> Riksbanken har sedan februari 2015 köpt nominella och reala statsobligationer. Vid slutet av 2017 beräknas de totala köpen uppgå till 290 miljarder kronor.

<sup>12</sup> Om även bostadsrättsföreningarnas skulder räknas med i hushållens skuldsättning blir deras skuldkvot idag runt 200 procent.

<sup>13</sup> Räkneexemplet återfinns i Finocchiaro et al. (2016).

som räntorna börjar stiga. Växelkursen kan komma att försvagas till följd av minskad tilltro från utländska investerare, vilket i sin tur kan dra med sig inflationen uppåt. I ett sådant scenario kan Riksbanken tvingas att höja styrräntan för att dämpa inflationen. De stigande räntorna drabbar framför allt hushåll med stora bostadslån. De får högre räntekostnader och därmed svårare att hantera sina lån, vilket kan leda till minskad konsumtion och efterfrågan.

I räkneexemplet antas att styrräntan höjs med en procentenhet. Vid dagens nivå på skuldsättningen skulle bolånetagarna minska konsumtionen med nästan två procent. Om skuldsättningen i stället hade varit densamma som när inflationsmålet infördes för 20 år sedan hade deras konsumtion endast minskat med några tiondels procent. Bolånetagarnas konsumtion skulle alltså minska betydligt mer idag än för 20 år sedan. Beräkningen underskattar troligen också effekten på konsumtionen eftersom rörliga räntor är mycket vanligare idag, något som räkneexemplet inte tar hänsyn till.

Fortsätter realräntorna att vara låga kan det leda till att skuldsättningen stiger ännu mer. Bolånetagarnas räntekänslighet blir då ännu större och de kan komma att drabbas ännu mer än vad räkneexemplet antyder när styrräntan behöver höjas. Detta vore olyckligt eftersom penningpolitiken troligtvis fungerar bäst när den påverkar hela ekonomin på ett likartat sätt.

Att räntekänsligheten är större idag än tidigare bland bolånetagare behöver dock inte betyda att penningpolitikens genomslag på inflationen också blivit större. Inflationen beror på hur en ränteförändring påverkar den samlade efterfrågan i ekonomin. Denna beror i sin tur på den totala konsumtionen, det vill säga hur mycket bolånetagare och övriga hushåll tillsammans konsumerar. Resultaten från räkneexemplet tyder på att genomslaget på inflationen endast är något större idag än för 20 år sedan.

## **Begränsade frihetsgrader för penningpolitiken**

Den snabba finansiella utvecklingen i kombination med fria kapitalrörelser har lett till att det uppstår betydande kapitalflöden mellan olika länder när penningpolitiken i stora valutaområden som USA och euroområdet läggs om eller förväntas läggas om. Det påverkar tillgångspriser, skuldsättning och växelkurser på ett sätt som kan begränsa penningpolitikens handlingsutrymme i mindre ekonomier.

I Sverige såg vi ett exempel på detta i mitten av 2014 när det stod klart att penningpolitiken i euroområdet och USA rörde sig i olika riktningar. Federal Reserve trappade ned tillgångsköpen och förväntades höja styrräntan under andra halvåret 2015. ECB däremot sänkte styrräntan och annonserade ett stödpaket för att göra det lättare för små och medelstora företag att få banklån. ECB beslutade också om stora tillgångsköp för att göra penningpolitiken mer expansiv i början av 2015. Det fanns därmed en risk för att kronan skulle bli alltför stark mot euron. I ett läge då inflationen låg under målet och inflationsförväntningarna sjönk var det särskilt viktigt att undvika en snabb förstärkning av kronan. Styrräntan sänktes därför under noll procent och köpen av statsobligationer inleddes.

## Trilemmat kan vara ett dilemma

Penningpolitikens begränsningar brukar ofta diskuteras utifrån det så kallade ekonomiska trilemmat, det vill säga svårigheten att förena en självständig penningpolitik och fria kapitalrörelser med en stabil växelkurs.<sup>14</sup> Problemet är att allt detta, enligt trilemmat, inte går att uppnå samtidigt. Om centralbanken vill föra sin egen penningpolitik, det vill säga kunna sätta inhemska räntor oberoende av de utländska, och samtidigt ha en stabil växelkurs måste kapitalrörelserna vara reglerade, annars kan den inhemska räntan inte avvika från omvärldens utan att det blir stora rörelser i växelkursen. Skillnaderna i ränta påverkar valutaflödena som i sin tur sätter press på växelkursen.

Vi har i Sverige sedan 20 år tillbaka haft fria kapitalrörelser, en rörlig växelkurs, och en självständig penningpolitik inriktad på att uppfylla inflationsmålet. De senaste årens erfarenheter har dock visat att det kan vara svårt att föra en självständig penningpolitik när kapitalrörelserna är fria även med rörlig växelkurs. Växelkursen har inte alltid fungerat som den stabiliserande faktor som många ekonomer räknat med. Ett exempel på detta är ECB:s mycket expansiva penningpolitik i början av 2015 som riskerade att medföra en alltför snabb förstärkning av kronan. En hypotes som framförts är att penningpolitikens trilemma i själva verket kan vara ett dilemma: Det är inte möjligt att fullt ut förena en självständig penningpolitik med fria kapitalrörelser.

Nya studier som tar avstamp i vad som brukar benämnas *den finansiella cykeln* ger visst stöd åt detta.<sup>15</sup> Någon vedertagen definition av den finansiella cykeln finns inte, men den brukar i regel konstrueras utifrån tidsserier över olika finansiella variabler som skuldsättning, tillgångspriser etcetera. Det som utmärker denna cykel är att den varar längre och svänger mer än en vanlig konjunkturcykel. Enligt de nya studierna existerar det en global finansiell cykel som huvudsakligen styrs av penningpolitiken i USA. För mindre ekonomier kan det i praktiken vara svårt att avvika från den globala cykeln. Vissa menar till och med att den är så genomgripande att mindre ekonomier helt har förlorat förmågan att föra en självständig penningpolitik om kapitalrörelserna är fria. Det är nog en alltför drastisk slutsats, men det finns mycket som tyder på att internationella kapitalflöden och den globala finansiella cykeln åtminstone begränsar penningpolitikens frihetsgrader.

## Penningpolitiken behöver kompletteras med makrotillsynsåtgärder

Den globala finansiella cykeln efter finanskrisen har i stor utsträckning styrts av den expansiva penningpolitiken i USA och euroområdet. Låga räntor har lett till en snabb kredittillväxt och stigande huspriser i flera länder. Att lokalt försöka motverka denna utveckling med penningpolitik har knappast varit möjligt. Penningpolitiken kan visserligen "luta sig mot vinden" och därmed hålla styrräntorna lite högre än vad som skulle vara motiverat av det rådande ekonomiska läget i syfte att dämpa en alltför snabb kredittillväxt. Det kan minska

---

<sup>14</sup> Se exempelvis Obstfeld och Taylor (2004).

<sup>15</sup> Se exempelvis Rey (2015).

riskerna men det skulle sannolikt inte vara tillräckligt och det skulle dessutom vara förknippat med kostnader.

Många anser därför att penningpolitiken behöver kompletteras med andra åtgärder för att den ska kunna uppfylla prisstabilitetsmålet. Att införa kapitalkontroller och därmed direkt begränsa kapitalflödena är en möjlig åtgärd. Men det skulle vara kostsamt. Handel med olika tillgångar innebär stora ekonomiska vinster bland annat genom att konsumtionen i olika länder kan jämnas ut över tiden. Andra fördelar är tekniköverföringen som ofta följer med utländska investeringar och en ökad konkurrens på hemmamarknaden när utländska företag tillåts att investera lokalt. Ett bättre komplement till penningpolitiken är därför åtgärder som begränsar utbudet och efterfrågan på krediter, det vill säga företrädesvis makrotillsynsåtgärder.

## Åtgärder för att minska riskerna behövs nu

Att ha låga räntor under lång tid medför risker för det finansiella systemet. Låga realräntor bidrar till att trenderna med stigande bostadspriser och ökad skuldsättning hos hushållen förstärks. Investerare med förutbestämda nominella avkastningskrav, exempelvis fondförvaltare, försäkringsbolag och pensionsfonder får svårare att nå sina mål. Det riskerar att leda till att risktagandet ökar allt för mycket, tillgångar övervärderas och finansiella obalanser byggs upp.

I flera av de länder som drabbades hårdast av den globala finanskrisen 2008–2009 hade krisen föregåtts av snabbt stigande skulder och bostadspriser. Nedgången efter en kris riskerar också att bli djupare och mer långvarig om skuldsättningen stigit snabbt före krisen.

Riskerna med hushållens skuldsättning behöver därför hanteras och ju längre det dröjer desto kostsammare riskerar det att bli. Åtgärder behöver alltså sättas in nu för att minska riskerna i det finansiella systemet. Hushållens efterfrågan på lån behöver dämpas. Ett skuldkvotstak kan vara en lämplig åtgärd, men man borde också överväga att skärpa bolånetaket och amorteringskravet. Det kan också vara nödvändigt att minska hushållens incitament att belåna sig genom att trappa ned ränteavdraget.

Det behövs också åtgärder som stärker motståndskraften hos svenska banker. Med tanke på riskerna i det svenska banksystemet är det viktigt att bankerna har tillräckligt mycket likviditet och kapital. För att bankerna ska kunna hantera sina kortfristiga likviditetsrisker behöver de ha en rimlig likviditetstäckningsgrad i alla väsentliga valutor, exempelvis i vissa av de nordiska valutorna och i brittiska pund för de banker som i stor utsträckning finansierar sig i dessa valutor. För att säkerställa att bankerna har tillräckligt med kapital bör ett bruttosoliditetskrav, det vill säga ett krav på bankernas egna kapital i förhållande till deras totala tillgångar, införas som ett komplement till de riskvägda kapitalkrav som redan finns. Det skulle begränsa bankernas möjligheter att öka kreditgivningen. Denna åtgärd skulle vara särskilt effektiv att sätta in när den globala finansiella cykeln är på väg uppåt och bankerna har lätt att finna finansiering.

Det bör dock upprepas att en grundläggande orsak till skuldsättningen i Sverige är att bostadsmarknaden inte fungerar. Den har inte förmått att möta den stigande

efterfrågan på bostäder som varit väl synlig sedan länge. Att genomföra de reformer som krävs för att skapa bättre balans på bostadsmarknaden och att bygga fler bostäder kommer dock att ta tid. Åtgärder som dämpar hushållens skuldupbyggnad och stärker banksystemet behövs därför under tiden.

## Bolånetagare gynnas på sikt av lägre skuldsättning

De åtgärder som behöver sättas in för att begränsa hushållens möjligheter att låna och för att stärka bankernas motståndskraft kan ha kortsiktiga effekter på efterfrågan och inflationen, vilka penningpolitiken behöver beakta. Men åtgärderna kan också slå på olika sätt mot olika grupper i samhället. I praktiken kan det vara en orsak till att det varit svårt att sätta in lämpliga åtgärder. Det finns ju så många olika grupper att ta hänsyn till: bolånetagare och övriga hushåll, höginkomsttagare och låginkomsttagare, hushåll på landsorten och hushåll i storstäderna och så vidare. Men i flera fall är variationerna stora också mellan olika hushåll inom dessa olika grupper, vilket gör det svårt att fastslå vilka som vinner och förlorar på olika åtgärder. Det kan därför vara svårt att föra en politik som tydligt mildrar konsekvenserna för de hushåll som drabbas hårdast av åtgärderna.

En annan svårighet handlar om fördelningseffekter på kort och lång sikt. Dessa kan ofta skilja sig åt. På kort sikt är det troligt att många skuldsatta hushåll – bolånetagare – kan bli tvungna att dra ned på sin konsumtion medan de minskar sina skulder. Under denna anpassning är det möjligt att deras ekonomiska situation kan försämrats. Men på längre sikt, när skulderna minskat, kan bolånetagarna gynnas. Denna långsiktiga fördelningseffekt kan vara värd att lyfta fram eftersom den sällan nämns i debatten.

I den studie jag nämnde tidigare har författarna också försökt uppskatta hur mycket bolånetagarna kan gynnas av att skuldsättningen minskar på sikt.<sup>16</sup> I ett av deras räkneexempel antas att Finansinspektionen inför ett skuldkvotstak som minskar hushållens skuldkvot med 10 procent. Det leder till att bolånetagarnas ränteutgifter på sikt blir lägre och att deras disponibla inkomster därför blir högre. De kan därmed konsumera mer varor och köpa bättre bostäder. I detta enkla räkneexempel blir konsumtionen runt 1 procent högre under deras livstid. Förlorarna är de skuldfria hushållen som går miste om ränteintäkter i och med att skuldsättningen i ekonomin minskar. I den utsträckning som bolånetagare är mer ekonomiskt utsatta än andra hushåll kan åtgärder som minskar deras skuldsättning alltså vara fördelaktiga ur ett fördelningsperspektiv, åtminstone på sikt.

En annan åtgärd som ofta diskuteras för att minska skuldsättningen är en nedtrappning av ränteavdraget. Ränteavdraget subventionerar skulderna och det ger hushållen incitament att ta större bolån än de skulle ha gjort utan avdraget. De långsiktiga fördelningseffekterna av att trappa ned ränteavdraget är osäkra, eftersom de också beror på hur staten använder de frigjorda budgetmedlen, något man kanske inte tänker på så ofta. Medlen kan användas till att

---

<sup>16</sup> Räkneexemplet återfinns i Finocchiaro et al. (2016).

kompensera de skuldsatta hushållen, men även till att öka de offentliga utgifterna på andra sätt, till exempel genom olika reformer.

Ur ett samhällsekonomiskt perspektiv är en reform där ränteavdraget trappas ned sannolikt gynnsam. Ränteavdragets snedvridande effekt som gynnar en alltför hög skuldsättning i samhället skulle därmed upphöra.

Sammanfattningsvis kan det mycket väl vara gynnsamt med en lägre skuldsättning ur ett fördelningsperspektiv. Den viktigaste effekten av lägre skuldsättning är, som jag framhållit flera gånger tidigare, minskade risker för det finansiella systemet. Men utöver detta kan alltså också bolånetagarnas disponibla inkomster, och därmed deras konsumtion, bli högre på längre sikt.

## Riksbankens ansvar för finansiell stabilitet behöver tydliggöras

En av Riksbankens huvuduppgifter är att "främja ett säkert och effektivt betalningsväsende" som det uttrycks i lagen. Det innebär att Riksbanken ska föra en politik för finansiell stabilitet men någon närmare precisering ges inte. En omtvistad fråga i det sammanhanget är om penningpolitiken bör ta hänsyn till riskerna för en finansiell kris. Det är inte ovanligt att centralbanker med inflationsmål i praktiken tar hänsyn till den finansiella stabiliteten i sina penningpolitiska ramverk, några exempel på det är Bank of England, Bank of Canada, Norges Bank och Reserve Bank of New Zealand. Jag anser att Riksbankens ansvar bör omfatta även finansiell stabilitet och att det bör tydliggöras i riksbankslagen.

Den ekonomiska politiken inklusive penningpolitiken har de senaste åren fått inrikta sig på att städa upp efter den globala finansiella krisen, vilket varit väldigt kostsamt.<sup>17</sup> Eftersom penningpolitiken påverkar ekonomin via delvis samma kanaler som olika makrotillsynåtgärder och vanlig stabiliseringspolitik är det troligt att en något mindre expansiv penningpolitik före den finansiella krisen hade kunnat bidra till en bättre ekonomisk utveckling. Man bör därför fråga sig om övervägandena om finansiell stabilitet även fortsättningsvis ska göras på samma sätt som innan den finansiella krisen eller om penningpolitiken faktiskt bör ta explicit hänsyn till risken för en finansiell kris. Min syn är att finansiell stabilitet och penningpolitik är så nära sammankopplade att det är svårt att dra en tydlig gräns mellan dem, vilket är ett skäl till att jag tycker att det vore bra om Riksbanken fick huvudansvaret för makrotillsynspolitiken.<sup>18</sup>

## Vikten av självständig makrotillsynspolitik

Riksdagen har gett Riksbanken en självständig ställning. Det bygger på insikten att det kan finnas motiv för ekonomisk-politiska beslutsfattare att föra en kortsiktig

---

<sup>17</sup> Att skatta den samlade samhällskostnaden för en finansiell kris är svårt och förknippat med stor osäkerhet. I Sveriges riksbank (2017b) konstateras att skattningar i den akademiska litteraturen pekar på att kostnaden för en kris kan variera mellan 8 och 300 procent av BNP, beroende på vilken metodik som används, krisdefinitioner, tidshorisont samt på vilka länder studierna har gjorts. För Sverige bedöms att kostnaden för en finansiell kris väntas vara runt 180 procent av BNP, räknat som nuvärdet av BNP-bortfallet över tid.

<sup>18</sup> Det är också i linje med Goodfriend och Kings rekommendation att "Riksbankens uppdrag bör även omfatta finansiell stabilitet, och Riksbanken måste ha vissa formella befogenheter för att kunna uppnå sitt mål". Se även Billi och Vredin (2014), Bjørmland (2017), Blinder (2010), Ingves (2007) och Stein (2014).



politik som inte är förenlig med de långsiktiga målen. Det brukar benämnas "tidsinkonsistensproblemet" och är vanligt förekommande i den ekonomiska politiken.

Inom penningpolitiken är det grundläggande problemet att beslutsfattare gärna utlovar en låg och stabil inflation, samtidigt som man – när hushållen väl bildat sig förväntningar om en låg och stabil inflation – vill föra en mer expansiv penningpolitik för att öka sysselsättningen. Hushållen inser dock det och införlivar den vetskapen i sina inflationsförväntningar, vilket leder till att inflationen blir alltför hög. En lösning på tidsinkonsistensproblemet är att delegera penningpolitiken till en självständig centralbank med ett inflationsmål. Min bedömning är att det är en lösning som fungerat bra i Sverige.

Tidsinkonsistens är också ett problem inom makrotillsynspolitiken. Ett exempel på det är kapitalkrav för banker.<sup>19</sup> Tillsynsmyndigheten vill gärna ställa höga kapitalkrav på bankerna så att dessa inte tar alltför stora risker. Men samtidigt kan man i en konjunkturedgång vilja mildra kapitalkraven, eftersom höga sådana kan leda till att utlåningen minskar och i slutändan till en kreditkris. Bankerna inser det när de väljer hur mycket risk de ska ta, vilket leder till att risktagandet blir alltför högt.

Tidsinkonsistensproblemet är ett argument för att makrotillsynspolitiken, precis som penningpolitiken, bör skötas av en självständig myndighet.<sup>20</sup> Penningpolitik och makrotillsyn skiljer sig självklart åt i vissa avseenden. Penningpolitiken vägleds exempelvis av ett inflationsmål på 2 procent medan makrotillsynens mål är svårare att formulera på ett enkelt och tydligt sätt. Det kan göra det svårare att utvärdera makrotillsynsbesluten och utkräva ansvar. Men det tror jag går att lösa. Formerna för demokratisk uppföljning och kontroll som riksbanksfullmäktige utövar på Riksbanken bör gå att utveckla och anpassa för makrotillsynen. Även publiceringar av rapporter och protokoll och regelbundna utfrågningar i finansutskottet kan anpassas för uppföljning och kontroll av makrotillsynsbesluten.

Man kan alltså på goda grunder hävda att makrotillsynen bör skötas av en självständig myndighet. Sedan finns det andra skäl till att makrotillsynen även bör koordineras med penningpolitiken. Ett som jag just nämnt är att finansiell stabilitet och penningpolitik är nära sammankopplade med varandra. Det innebär att en koordinering av de penningpolitiska besluten och besluten om makrotillsynsåtgärder sannolikt ökar samhällsnyttan.<sup>21</sup> Att ge Riksbanken ett utökat mandat för att förebygga finansiella kriser och samtidigt tilldela Riksbanken några av makrotillsynens verktyg skulle lösa både tidsinkonsistensproblemet och avsaknaden av koordinering mellan penningpolitiken och makrotillsynen.

---

<sup>19</sup> Jag avser i detta exempel kapitalkrav som är tänkta att vara konstanta över tiden och som tillämpas på hela banksektorn. Exemplet är alltså inte möjligt att tillämpa på den kontracykliska kapitalbufferten. Se även Gersbach (2011).

<sup>20</sup> Det är i linje med Goodfriend och King (2016) som skriver att det viktigt att besluten om makrotillsynsåtgärder fattas fristående från de kortsiktiga politiska påtryckningarna.

<sup>21</sup> Se Bryant et al. (2012) som diskuterar bakgrunden till varför koordinering kan öka samhällsnytta och Jonsson och Moran (2014) som i några räkneexempel illustrerar detta. Se även Spencer (2014) för en intressant diskussion.

En självständig och väl fungerade makrotillsyn är viktig för att förebygga finansiella kriser. Men om en finansiell kris ändå uppstår är en viktig uppgift för Riksbanken att ge likviditetsstöd till svenska banker i svensk valuta, men också i utländsk valuta.

## Valutareserven behöver finnas snabbt till hands vid en kris

Sverige har en stor och växande banksektor med stora åtaganden och finansiering i utländsk valuta. Uppstår det en finansiell kris har Riksbanken en unik roll som krishanterare i och med möjligheten att ge likviditetsstöd till bankerna. För att kunna ge likviditetsstöd i utländsk valuta behöver Riksbanken hålla en valutareserv. Den bör vara så stor att den täcker de behov som kan väntas uppstå på kort sikt i en finansiell kris. Internationella valutafonden, IMF, gör bedömningen att dagens nivå på valutareserven är lämplig om Riksbanken ska kunna täcka behoven vid en finansiell kris.<sup>22</sup> Min egen bedömning är att valutareserven behöver vara på dagens nivå eller större.

Regeringen föreslår dock att valutareserven i grova drag ska halveras.<sup>23</sup> Det är ett riskabelt förslag. Att inte ha pengarna till hands utan behöva be Riksgälden låna upp dem mitt under brinnande kris kan både ta tid och vara kostsamt. Är valutareserven tillräckligt stor kan den också verka i förebyggande syfte genom att skapa förtroende för Riksbankens möjligheter att agera vid en kris. Valutareserven bör alltså ses som en försäkring som dels minskar risken för kriser, dels säkrar ett gott skydd när de ändå inträffar. Kostnaden för upplåningen av valutareserven bör därför finansieras av de banker som ger upphov till likviditetsrisker i utländsk valuta. Möjligheterna att överföra denna kostnad till banksektorn bör utredas så snart som möjligt.

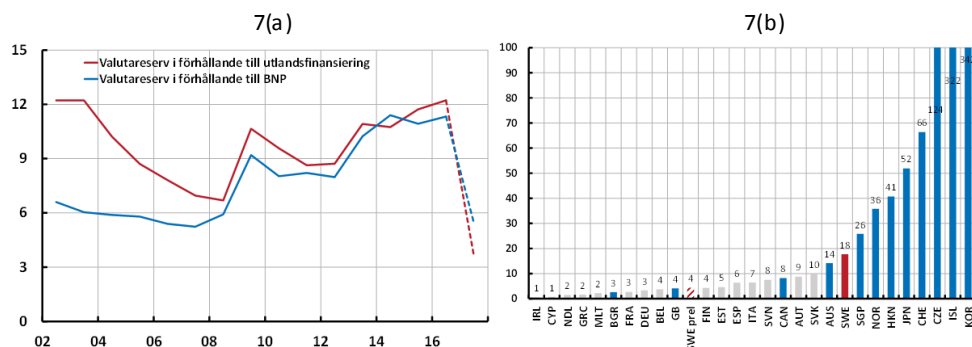
Valutareservens andel av banksystemets utlandsfinansiering var 2016 på samma nivå som 2002, men skulle – om regeringens förslag genomförs – komma att falla dramatiskt, se diagram 7(a). Även i ett internationellt perspektiv är det en mycket låg nivå, se diagram 7(b). De länder som har lägre valutareserv är euroländer (med undantag av Bulgarien) som, i likhet med USA och Storbritannien, åtnjuter fördelen av att ha en reservvaluta. Dessutom har de – som medlemmar av euroområdet – också större möjligheter att få likviditet i euro från ECB.

---

<sup>22</sup> Se IMF (2016).

<sup>23</sup> Se Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning (utkast till lagrådsremiss) från Finansdepartementet.

**Diagram 7. Diagram 7(a) valutareserven i förhållande till BNP och till svenska banksystemets utlandsfinansiering och diagram 7(b) valutareserven som andel av landets kortfristiga skulder i utländsk valuta 2016**



Anm. Diagram 7(a), procent. Med utlandsfinansiering avses svenska bankers (inklusive svenska dotterbolag men exklusive utländska dotterbolag) marknadsfinansiering och inlåning i utländsk valuta. Den streckade delen av linjerna avser Riksbankens prognos baserad på den neddragning av valutareserven som föreslås i utkastet. Diagram 7(b), grå markerade länder tillhör euroområdet.

Källor: IMF, SCB och Riksbanken

## Slutsatser för penningpolitiken

Jag inledde med att konstatera att det är ovanliga tider i svensk ekonomi. Vi har en god konjunktur samtidigt som penningpolitiken är fortsatt expansiv. Inflationen har under en längre tid legat under målet, men stiger nu och närmar sig 2 procent. Den expansiva penningpolitiken behövs för att inflationen ska stabiliseras på 2 procent. Trots svårigheterna att få upp inflationen på senare år tycker jag att den flexibla inflationsmålpolitiken i stort sett fungerar väl. Men penningpolitiken kan inte ensam lösa alla ekonomiska problem som Sverige och omvärlden brottas med.

Realräntorna har fallit trendmässigt i omvärlden och i Sverige under en längre tid. Det är också troligt att räntorna kommer att vara fortsatt låga framöver. Det kan göra det svårare att stimulera ekonomin med räntesänkningar när konjunkturen försvagas och inflationen ligger under målet. I så fall kan det bli nödvändigt, både för Riksbanken och andra politikområden, att sätta in andra åtgärder.

När räntan är låg under lång tid innebär det samtidigt ökade risker för det finansiella systemet och den finansiella stabiliteten. Stabiliteten är en förutsättning för att penningpolitiken, men också finanspolitiken, ska lyckas. Fria kapitalrörelser och en snabb finansiell utveckling har lett till ökande kapitalflöden som påverkar tillgångspriser, skuldsättning och växelkurser. Och detta begränsar penningpolitikens handlingsutrymme i framför allt mindre ekonomier som vår. För att minska riskerna för det finansiella systemet och öka handlingsutrymmet för penningpolitiken behöver penningpolitiken kompletteras med bland annat en väl fungerande makrotillsynspolitik.

Inflationsmålpolitiken bygger på ett uppdrag som i stort sett bortsåg från riskerna med finansiell instabilitet. Riksbankens ansvar på detta område uttrycks i lagen som att vi ska "främja ett säkert och effektivt betalningsväsende". Någon

närmare precisering ges inte. Jag tycker att Riksbankens ansvar bör omfatta finansiell stabilitet och att det bör tydliggöras i riksbankslagen.

En viktig fråga i det sammanhanget är vilken formell roll Riksbanken ska ha i det förebyggande arbetet med att minska risker och sårbarheter i det finansiella systemet. Efter finanskrisen har ramverket kring det förebyggande arbetet för finansiell stabilitet setts över i flera länder, däribland Sverige. Utfallen i de svenska utredningarna har inte förbättrat Riksbankens möjligheter att arbeta förebyggande med att minska riskerna i det finansiella systemet, snarare tvärtom. Att sprida ut ansvaret på flera olika myndigheter och minska Riksbankens roll ser jag inte som någon bra lösning för Sverige. Risker är att det blir oklart vem som ska agera om en risk uppstår i det finansiella systemet och hur ansvar ska utkrävas när väl en kris uppstått. Som jag påpekat flera gånger tidigare tycker jag att det vore bra om Riksbanken fick ett utökat mandat för att förebygga finansiella kriser och samtidigt tilldelades några av makrotillsynens verktyg.

Det svenska banksystemet har ett förhållandevis stort behov av marknadsfinansiering i utländsk valuta. För att kunna tillhandahålla likviditetsstöd i utländsk valuta behöver Riksbanken därför hålla en tillräckligt stor valutareserv. Regeringens förslag att valutareserven i grova drag ska halveras är riskabelt. Min bedömning är att minst nuvarande nivå på valutareserven är nödvändig för att kunna täcka de behov som kan väntas uppstå på kort sikt i en finansiell kris.

## Referenser

Bernanke, Ben (2015), "Why are interest rates so low, part 2: secular stagnation", Ben Bernankes blogg, 31 mars 2015, <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/03/31/why-are-interest-rates-so-low-part-2-secular-stagnation>.

Bernanke, Ben (2015), "Why are interest rates so low, part 3: the global savings glut", Ben Bernankes blogg, 1 april 2015, <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/04/01/why-are-interest-rates-so-low-part-3-the-global-savings-glut>.

Billi, Roberto och Anders Vredin, (2014), "Peningpolitik och finansiell stabilitet – en enkel historia", Penning- och valutapolitik 2014:2, Sveriges riksbank.

Bjørnland, Hilde, (2017), "Should monetary policy pay attention to financial stability?" i *Erfaringer med inflasjonsmål for pengepolitikken*, Arbeidsnotat 2017/4, Finansdepartementet, Norge.

Blinder, Alan, (2010), "How central should the central bank be", *Journal of Economic Literature*, 48:1, s. 123–133.

Bryant, Ralph, Dale Henderson och Torbjörn Becker, (2012), "Maintaining financial stability in an open economy: Sweden in the global crisis and beyond", SNS Förlag.

Finocchiaro, Daria, Magnus Jonsson, Christian Nilsson, och Ingvar Strid, (2016), "Samhällsekonomiska effekter av att minska hushållens skuldsättning", Penning- och valutapolitik 2016:2, Sveriges riksbank.

Fischer, Stanley, (2016), "Why are interest rates so low? Causes and implications", tal, Economic Club of New York, oktober 2016.

Gersbach, Hans, (2011), "A framework for two macro policy instruments: Money and banking combined", CEPR Policy Insight No. 58.

Gomme, Paul, B. Ravikumar och Peter Rupert, (2011), "The return to capital and the business cycle", *Review of Economic Dynamics*, 14:2, s. 262–278.

Gomme, Paul, B. Ravikumar och Peter Rupert, (2015), "Secular stagnation and returns on capital", *Economic Synopses*, Number 19, 2015.

Goodfriend, Marvin och Mervyn King, (2016), "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015", Rapporter från riksdagen, 2015/16:RFR6.

Gordon, Robert, (2012), "Is U.S. economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds", NBER Working Paper No. 18315.

Hansen, Alvin, (1938), "Economic Progress and Declining Population Growth", tal, American Economic Association, december 1938.

IMF (2016), "Article IV consultation", november 2016.

Ingves, Stefan, (2007), "Housing and monetary policy: a view from an inflation-targeting central bank", *Housing, Housing Finance, and Monetary Policy*, ett symposium anordnat med stöd av Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.

Jonsson, Magnus och Kevin Moran, (2014), "Kopplingarna mellan penningpolitik och makrotillsyn", Penning- och valutapolitik 2014:1, Sveriges riksbank.

Obstfeld, Maurice och Alan Taylor, (2004), "Global capital markets: integration, crisis and growth", Cambridge University Press.

Rey, H el ene, (2015), "Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence", NBER Working Paper No. 21162.

Rajan, Raghuram, (2005), "Has financial development made the world riskier?," *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, ett symposium anordnat med st od av Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.

Rachel, Lukasz and Thomas Smith, (2015), "Secular drivers of the global real interest rate", Staff Working Paper No. 571, Bank of England.

Rogoff, Kenneth, (2015), "Debt supercycle, not secular stagnation", Vox: CEPR's Policy Portal, April 22, <http://www.voxeu.org/article/debt-supercycle-not-secular-stagnation>.

Spencer, Grant, (2014), "Coordination of monetary policy and macroprudential policy", tal, Credit Suisse Asian Investment Conference, Hong Kong.

Stein, Jeremy, (2014), "Incorporating financial stability considerations into a monetary policy framework," anf orande vid International Research Forum on Monetary Policy, Washington, D.C.

Summers, Lawrence, (2014), "Reflections on the 'New secular stagnation hypothesis'", In Coen Teulings and Richard Baldwin, eds., *Secular stagnation: facts, causes and cures*, Centre for Economic Policy Research, London, UK.

Sveriges riksbank, (2016), "Riksbankens inflationsm al – m alvariabel och intervall", Riksbanksstudier, september 2016.

Sveriges riksbank, (2017a), "Repor antan p a l ang sikt", Penningpolitisk rapport, februari 2017.

Sveriges riksbank, (2017b), "L amplig kapitalniv a i svenska storbanker – nya perspektiv", Staff Memo, maj 2017, under utgivning.

Yi, Kei-Mu och Jing Zhang, (2016), "Real interest rates over the long run", Economic Policy Paper 16-10, september 2016, Federal Reserve Bank of Minneapolis.