



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

# ANFÖRANDE

DATUM: 2022-08-31  
TALARE: Vice riksbankschef Anna Breman  
PLATS: Sveriges riksbank

## Från 500 till –0,5 procent – och sedan?\*

Den 16 september 1992 på eftermiddagen kom min gymnasielärare Conny in på lektionen och utbrast: "Riksbanken har höjt räntan till 500 procent". Jag sa spontant "nej" – jag trodde honom inte. Jag läste naturvetenskaplig linje på gymnasiet och tyckte att jag kunde räkna och 500 procent i ränta kunde ingen betala. Jag började säga emot. Men läraren stod på sig och han hade ju rätt. Riksbanken hade höjt styrräntan till 500 procent i ett försök att försvara den fasta växelkursen. Där väcktes ett intresse som gjorde att jag några år senare valde att studera nationalekonomi på universitetet.

Den så kallade 1990-talskrisen förändrade Sverige i grunden. Den ledde till en rad reformer som vi lever med än idag: inflationsmålet, det finanspolitiska ramverket och Industriavtalet.

I dag testas det ekonomisk-politiska ramverket på allvar, inte minst inflationsmålet. Under den senaste tiden har ett antal globala chocker – Coronapandemin, Rysslands invasion av Ukraina<sup>1</sup> och nedstängningar i Kina – bidragit till att driva upp inflationen i Sverige och runt om i världen till nivåer vi inte har sett sedan just tidigt 1990-tal. Jag anser att det är av yttersta vikt att vi värnar inflationsmålet som ankare för pris- och lönebildningen.

Inflationen är för hög. Den är smärtsamt hög för hushåll och företag.<sup>2</sup> Utöver att priserna ska öka oroar sig hushåll och företag för högre räntor. Kommer vi att gå från 500 procent till –0,5 procent till – ja, vad kommer sedan? Det är tydligt att det krävs ytterligare höjningar av styrräntan för att inflationen ska komma tillbaka till målet. Jag återkommer till detta i slutet. Men låt mig redan nu säga att jag är

---

\*Jag vill tacka Mikael Apel för utmärkt arbete med detta tal, Johan Almenberg, Emma Bylund, Charlotta Edler, Petra Frid, Stefan Ingves, Jens Iversen, Ann-Leena Mikiver, Emelie Nilsson och Marianne Sterner för värdefulla synpunkter, Elizabeth Nilsson för översättning och Daniel Höffker och Josefin Poellinger Östberg för uppgifter från Riksbankens arkiv. Jag vill också tacka mina gymnasielärare på Platenskolan i Motala för gedigen utbildning och för att ni alltid respekterade och visade tilltro till era elever.

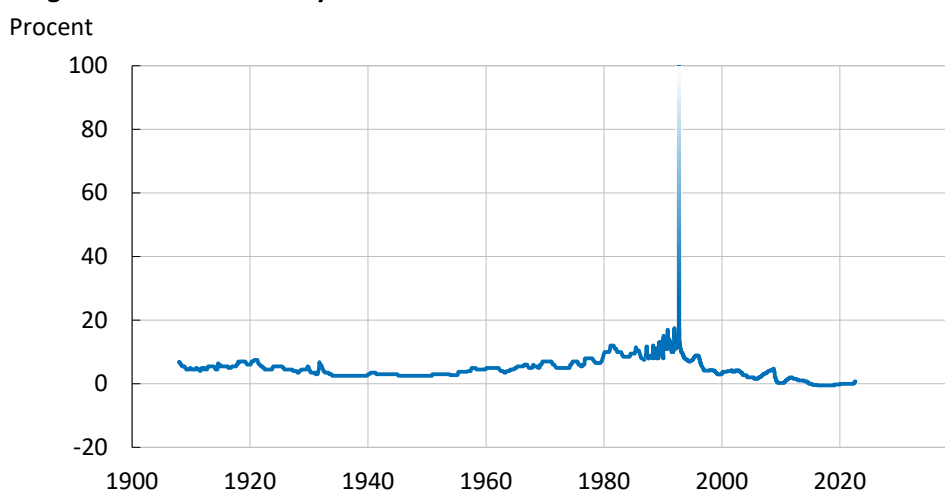
<sup>1</sup> Se exempelvis Ohlsson (2022) för en genomgång av hur krig har påverkat inflationen under 1900-talet.

<sup>2</sup> Inflationen slår också olika mellan olika typer av hushåll och företag; se Breman (2022) för en mer detaljerad diskussion.

trygg med att Riksbanken kommer att göra det som krävs för att nå inflationsmålet. Till skillnad från vid 1990-talets början har vi idag ett bättre mandat och ett grundlagsskyddat oberoende som ger handlingsfrihet att agera kraftfullt för att nå målet.

Detta får dock inte leda till att vi underskattar de utmaningar som vi står inför. Nya sårbarheter har byggts upp under de senaste trettio åren: hög skuldsättning hos hushåll och företag<sup>3</sup>, bostadsbrist, tudelad arbetsmarknad och brist på investeringar i, bland annat, försvar, infrastruktur, och klimatomställning. Det innebär att åtstramning kommer att bli kännbar för vissa hushåll och företag samtidigt som ett högre ränteläge riskerar att försvåra nödvändiga investeringar och göra dem mer kostsamma.

### Diagram 1. Riksbankens styrräntor sedan 1907



Anm. Riksbankens styrräntor består av diskontoräntan, marginalräntan samt nuvarande styrränta (f.d. reporäntan).

Källa: Riksbanken.

Idag vill jag därför bjuda in till en diskussion om det ekonomisk-politiska ramverket. Går det att komplettera eller modernisera ramverket för att minska kända sårbarheter och samtidigt möjliggöra investeringar som stärker långsiktig tillväxt och välbefinnande och samtidigt minskar utbudsproblem<sup>4</sup> som driver upp inflationen?

För att vi ska ha en bra grund att utgå ifrån vill jag börja med att kort sammanfatta vad som hände på 1990-talet och hur ekonomin har förändrats sedan dess.

## Dramatik även för trettio år sedan

Vi lever i dramatiska tider: En nyss genomgången pandemi, krig i Ukraina och en inflation som har stigit kraftigt runt om i världen. En likhet mellan då och nu är

<sup>3</sup> Riksbanken har länge påtalat riskerna förknippade med stigande skuldsättning; se till exempel Ingves (2015).

<sup>4</sup> Ett exempel på ett sådant utbudsproblem är brist på investeringar i våra svenska elnät som begränsningar överföring av el mellan olika elområden. Notera att det är stor skillnad mellan långsiktiga investeringar som förbättrar ekonomins funktionssätt och stärker utbudet i ekonomin, vilket dämpar inflationen, och diskretionär finanspolitik som tillfälligt kan ge stöd till hushåll och företag men som riskerar att öka inflationen.

den stora geopolitiska dramatiken. Då inträffade omvälvande händelser, som Tysklands återförening i oktober 1990, Kuwaitkriget, kriget i det forna Jugoslavien som startade 1991 och Sovjetunionens upplösning i december samma år.

De politiska händelserna satte spår i den ekonomiska utvecklingen. Jag har ofta tänkt på 90-talskrisen som en inhemsk finanskris. Det är dock viktigt att komma ihåg att det var en serie internationella händelser i kombination med svaga inhemska ekonomisk-politiska ramverk som gjorde att krisen blev djup och utdragen. Låt mig kort ge en bakgrund.<sup>5</sup>

Särskild stor påverkan internationellt hade den tyska återföreningen, som skapade en lokal tysk högkonjunktur och inflation som gjorde att Bundesbank höjde räntan. Detta lockade stora mängder kapital till Tyskland i och med att investerare i andra länder sökte sig till den höga avkastningen på landets kapitalmarknad. Det fick i sin tur till följd att spänningarna inom den europeiska växelkursmekanismen ERM ökade. Andra ERM-länder tvingades följa efter med sina räntor för att bevara de inbördes växelkurserna, trots att detta försämrade den svaga konjunktur som redan rådde där.

I Sverige hade vi inte skapat system som kunde stå emot den press som detta innebar för svensk ekonomi. I mitten av 1980-talet hade det föråldrade och ineffektiva regleringssystemet för kreditmarknaderna börjat avvecklas. Avregleringen uppfattades vid den tiden snarast som en teknisk åtgärd som var strukturellt nödvändig, men effekterna på makroekonomin skulle bli betydligt större än vad många av dåtidens makthavare insåg. Varken långgivare eller låntagare var vana att hantera riskerna i en avreglerad miljö och utlåningen svällde alltför kraftigt. Det faktum att valutaregleringen fortfarande var på plats innebar att svenska placereare i stor utsträckning var hänvisade till de inhemska tillgångsmarknaderna, där priserna skenade iväg. Skattereglerna innebar dessutom att räntekostnaderna fick mindre genomslag, något som skulle komma att ändras i och med skattereformen 1990–91.

Därtill kom den starka inhemska inflationstrenden med pris- och lönespiraler, som länge hade varit något av ett strukturellt problem i svensk ekonomi. Kombinationen av hög inflation, höga inflationsförväntningar och utformningen av skattesystemet gjorde att räntan efter skatt och inflation var negativ för många placereare och hushåll, vilket förstås gjorde det frestande att ta lån. Stabiliseringspolitiken var inte heller tillräckligt stram för att dämpa utlåningen, utan i stället gick ekonomin mot överhettning i slutet av 1980-talet.

Under 1990–91 kom så ett rejält omslag i realräntan, och detta av flera skäl. Den tyska återföreningen pressade de internationella räntorna uppåt, oro på valutamarknaden tvingade Riksbanken och centralbankerna i ERM-länderna att höja sina räntor för att försvara sina respektive växelkurser och skattereformen 1990–91 gjorde det dyrare att låna. Från att ha varit negativ steg realräntan på kort tid till omkring 5 procent, i vad som har kallats ”realräntechocken”.

---

<sup>5</sup> Mer detaljerade redogörelser för 90-talskrisen och dess bakgrund finns i till exempel Ekonomikommisionen (1993) och Wetterberg (2009).

Detta omslag satte det finansiella systemet i gungning, fastighetspriserna föll och en kombinerad finans-, bank- och fastighetskris bröt ut. Starten brukar anges till den 3 oktober 1990, när finansbolaget Nyckeln ställde in betalningarna och drog med sig både andra finansbolag och banker i fallet. Detta fick återverkningar även i den reala ekonomin och Sverige gick in i en djup lågkonjunktur. De växande underskotten i de offentliga finanserna, en stigande skepsis kring möjligheterna att vända utvecklingen, problemen inom den finansiella sektorn, den stigande arbetslösheten och det höga kostnadsläget samverkade till att urholka finansmarknadernas förtroende för den svenska ekonomin och valutan.

## Ett kortvarigt uppskjutande av det oundvikliga

Under sensommaren 1992 var läget i svensk ekonomi minst sagt bekymmersamt. Den sista veckan i augusti, alltså för ganska exakt trettio år sedan, ökade oron på valutamarknaderna kraftigt. Valuta började strömma ut ur landet, marknadsräntorna steg och den 26 augusti höjde Riksbanken marginalräntan (dåtidens styrrenta) med tre procentenheter till 16 procent. Det blev bara en av flera räntehöjningar under de kommande veckorna. Finland, som hade påverkats särskilt hårt av Sovjetunionens sammanbrott, valde att övergå till rörlig växelkurs den 8 september. Samma dag höjdes räntan i Sverige till 24 procent och dagen därpå till 75 procent. Ett försök att sänka räntan till 20 procent den 14 september föll inte väl ut. I ett sista försök att stoppa valutautflödet höjde Riksbanken den 16 september 1992 räntan först återigen till 75 procent och därefter, kl. 15:20 på eftermiddagen, till 500 procent. I denna veva lämnade det brittiska pundet europeiska valutasamarbetet och tilläts flyta fritt, och det tillåtna bandet för variationer i den italienska liran vidgades kraftigt.

Regering och opposition lyckades i det läget enas om ett krispaket som presenterades den 20 september, ämnat att förstärka statsbudgeten med 40-45 miljarder kronor. Riksbanken sänkte räntan till 50 procent. Efter ett andra krispaket i slutet av månaden kunde räntan sänkas ytterligare, till 24 procent. Det stillade marknaden något och Riksbanken kunde stegvis sänka marginalräntan till 11,5 procent under senhösten. Men lugnet var bara tillfälligt.

I mitten av november började utflödet av utländsk valuta accelerera igen. Att göra om samma manöver med en kraftig räntehöjning och ytterligare krispaket bedömdes som utsiktslöst – förtroendet var förbrukat. Den 19 november 1992 släppte Riksbanken den fasta växelkursen.

När man går igenom pressklipp från den här perioden är det inte särskilt svårt att framför sig bilden av att vi förtvivlat, med räntehöjningar och hastigt hopsnickrade finanspolitiska överenskommelser, gör punktinsatser för att försöka lappa och laga ett hus som egentligen är så nedgånget att det behöver totalrenoveras. Men det stod nu ändå klart att det var en totalrenovering som behövdes.

I Dagens Nyheter den 20 november – dagen efter att vi övergett försvaret av den fasta växelkursen – meddelades att en expertgrupp hade tillsatts med Assar Lindbeck som ordförande. Syftet var att tackla de långsiktiga ekonomiska problemen och att, med Assars ord, försöka besvara frågan "Vad är det i svensk ekonomi som

gör att det skenar iväg på det här viset?”.<sup>6</sup> Gruppen, som kom att kallas Lindbeck-kommissionen, skulle komma med förslag på hur man skulle kunna komma till rätta med problem som Assar beskrev det ”den låga tillväxttakten, de exploderande offentliga utgifterna, budgetunderskotten, de ständiga tendenserna till kostnadsinflation och den långsamma produktivitetsutvecklingen”.

## Nödvändiga förändringar i ramverken...

Tyvärr verkar det ofta vara så att det behövs en kris för att det ska bli några verkliga och genomgripande förändringar. De större förändringar i de ekonomisk-politiska ramverken som vi gjorde som ett resultat av krisen i början av 1990-talet är välbekanta och jag ska bara gå igenom dem kort.

### *Inflationsmålet*

I stället för att försvara en fast växelkurs skulle penningpolitikens uppgift från och med nu vara att hålla inflationen låg och stabil. I januari 1993 tillkännagav Riksbanken att ett inflationsmål på 2 procent skulle träda i kraft från och med den 1 januari 1995. Efter hand stadfästes den nya ordningen genom förändringar i det penningpolitiska ramverket. Prisstabilitetsmålet skrevs in i lagen 1999 samtidigt som de penningpolitiska besluten delegerades till en självständigt arbetande direktion.

### *Det finanspolitiska ramverket*

Finanspolitiken skulle å sin sida i betydligt större utsträckning än tidigare inriktas på att hålla de offentliga finanserna i gott skick, för att upprätthålla marknadens förtroende. Budgetprocessen ändrades så att det skulle gå lättare att få kontroll över hur utgifterna utvecklades, samtidigt som det offentliga sparandet i genomsnitt skulle vara positivt genom det så kallade överskottsmålet.<sup>7</sup> Syftet med det senare var förstås att på sikt få bukt med den skenande statsskulden och återställa förtroendet för de offentliga finanserna.

### *Industriavtalet*

Svensk lönebildning förändrades också och fungerar numera på ett helt annat sätt än under 1970- och 1980-talet. En viktig reform var det så kallade Industriavtalet från 1997, som bland annat innebär att industrin sedan snart tjugofem år tillbaka sätter ”märket” i löneförhandlingarna och i förlängningen därmed styr lönekostnadsökningarna i hela ekonomin.

## ...lade grunden till en gynnsam utveckling

Den ”totalrenovering” vi gjorde efter 1990-talskrisen har bidragit till att utvecklingen överlag har varit positiv under de här trettio åren. Svensk ekonomi fungerar bättre. Jag tänkte bara kort ta upp ett par exempel på detta.

---

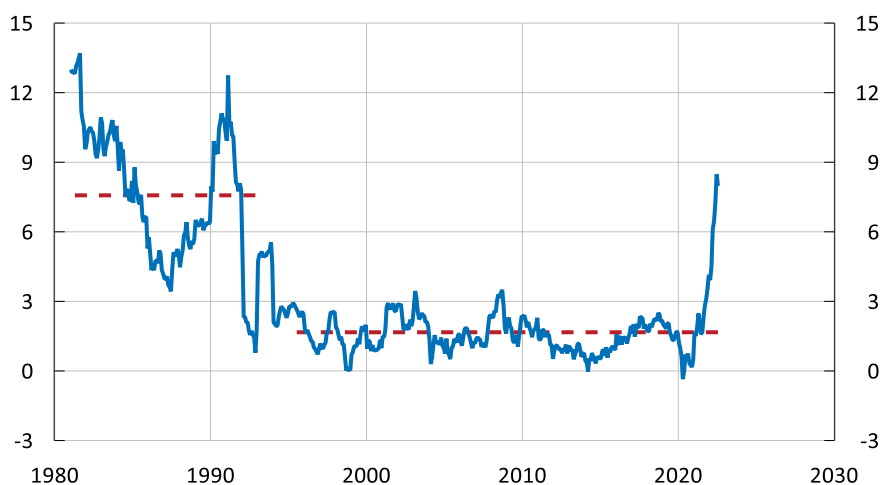
<sup>6</sup> Dagens Nyheter den 20 november 1992, del A, s. 5.

<sup>7</sup> För en diskussion om samspelet mellan finans- och penningpolitik, som inte behandlas särskilt i detta anförande, se Jansson (2021).

För det första har inflationen varit låg och stabil. Mätt med KPIF har den sedan 1995 legat på 1,8 procent och volatiliteten har varit låg. Inflationen har varit så låg och stabil att inflationsmålet ibland har ifrågasatts. Men ifrågasättandet leder till lite av ett cirkelresonemang och avspeglar snarare att inflationsmålet har fungerat väl. Ett syfte med målet är just att inflationen ska vara så låg och stabil att man inte ska behöva bry sig om förändringar i den när man planerar att konsumera eller investera. Men när inflationen under lång tid varit så låg att hushåll och företag inte behöver tänka på den är det lätt att efter hand se detta som ett naturligt tillstånd som uppstått "av sig självt", snarare än som ett resultat av en konsekvent politik.

### Diagram 2. Historisk KPIF

Årlig procentuell förändring



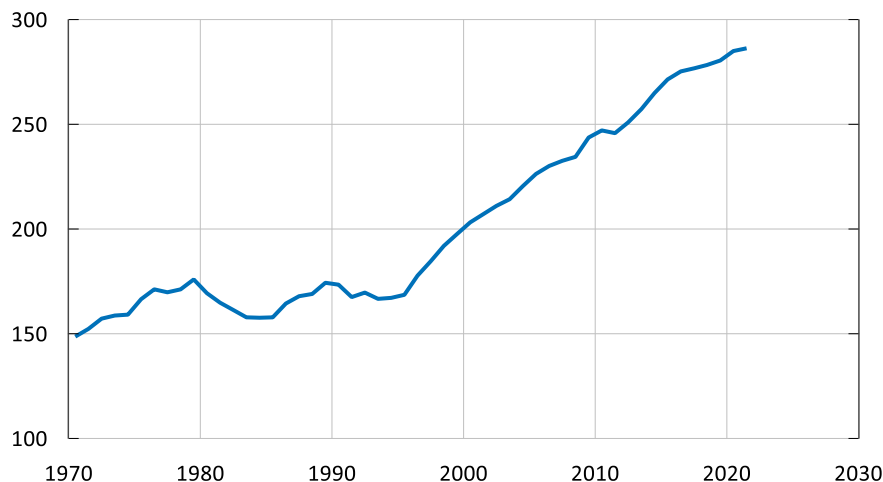
Anm. Inflationsutfallen för perioden före 2005 är beräknade enligt den metod som användes i realtid under denna period. Röd streckad linje visar medelvärdet för perioden 1981-1992 (7,4%) samt 1995-juli 2022 (1,8%).

Källor: SCB och Riksbanken.

För det andra har reallönerna utvecklats positivt. Från mitten av 1970-talet och ungefär tjugo år framåt stod lönerna reallt sett, det vill säga i termer av köpkraft, i stort sett stilla. De nominella löneökningarna var visserligen höga, men åts upp när inflationen steg i motsvarande grad. Efter 1995 fick vi däremot en tydlig trendmässig ökning i reallönerna. Inflationsmålet och Industriavtalet i kombination bidrog till denna utveckling. Detta understryker hur viktigt inflationsmålet är som nominellt ankare för den svenska ekonomin.

### Diagram 3. Svenska reallöner från 1970

Index, 1970 = 100



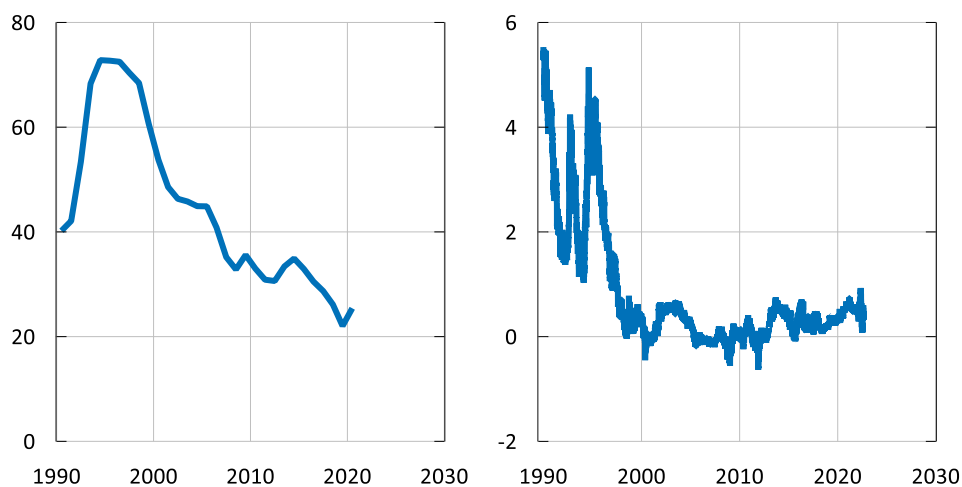
Anm. Streckad linje markerar 1995, året då inflationsmålet trädde i kraft.

Källor: Medlingsinstitutet och SCB.

För det tredje har det finanspolitiska ramverket bidragit till att saneringen av de svenska offentliga finanserna lyckats väl och dessa är numera i mycket gott skick. Detta har ökat marknadens tilltro till Sveriges förmåga att hålla ordning på sina räkenskaper. Hur de svenska långa marknadsräntorna skiljer sig från de i andra länder kan ses som ett mått på detta och på förtroendet för den svenska ekonomin i stort. I början av 1990-talet låg den långa marknadsräntan i Sverige ganska mycket över den europeiska och den amerikanska. Förtroendet för den svenska ekonomin var lågt och de flesta trodde att inflationstakten skulle vara fortsatt hög. Under de trettio år som gått har ränteskillnaden krympt och sedan ganska länge ligger den långa räntan i Sverige på ungefär samma nivå som i Tyskland.

### Diagram 4. Statsskuld och ränteskillnad

Statsskulden som andel av BNP samt ränteskillnad på 10-åriga statsobligationsräntor



Anm. Andel av BNP respektive procentenheters skillnad. Ränteskillnaden visar skillnaden mellan svenska och tyska 10-åriga statsobligationsräntor.

Källor: Macrobond Financial och Riksgälden.

Helhetsbilden är att de reformer som genomfördes har gynnat Sverige väl. Både företag och hushåll har haft stor nytta av dem. Ekonomin har fungerat bättre och välståndet har ökat.

Låt mig lyfta fram tre lärdomar från 90-talskrisen och efterföljande reformer:

För det första, väl fungerande ramverk gör det lättare att hantera kriser. Sverige stod väl rustat att hantera de ekonomiska konsekvenserna av både finanskrisen och pandemin. Finanspolitiken kunde bidra till att stärka den ekonomiska utvecklingen och penningpolitiken kunde med sina verktyg bidra till återhämtningen i svensk ekonomi vid dessa tillfällen. Sverige klarade därför både finanskrisen och pandemin bättre än många andra länder i västvärlden.

För det andra, man ska vara försiktig med att deklarerat saker och ting för all framtid kommer att se ut på ett visst sätt, även om så varit fallet ett tag. Alltför stor konsensus kring den fasta växelkursens möjligheter för trettio år sedan gjorde att det tog för lång tid att slå in på en mer gynnsam ekonomisk bana. Under senare tid har vi sett att inflationen inte var "död" som vissa kommentatorer ville göra gällande för inte särskilt länge sedan och en penningpolitik med låga räntor och obligationsköp var inget som varade för evigt ("low for long" och "QE infinity").

För det tredje, reformer är kortsiktigt smärtsamt, men ger ofta snabbare och större resultat än väntat. Efter att reformerna infördes vände svensk ekonomi snabbt uppåt och välståndet ökade mer än väntat.

Samtidigt är det tydligt att allt inte utvecklats till det bättre. Sårbarheter har byggts upp som gör att åtstramningen kan bli smärtsam; hög privat skuldsättning, bostadsbrist, tudelad arbetsmarknad och brist på investeringar.

Nu testas ramverken igen och denna gång är det framför allt den höga inflationen som är i fokus. Även inför detta problem står vi väl rustade – men strukturella problem gör att svensk ekonomi är sårbar. Jag kommer att komma in mer på det strax. Men när vi funderar på våra ramverk och deras framtid så behöver vi också, som jag tidigare konstaterade, tänka på att svensk och global ekonomi har förändrats sedan 90-talet.

## **Svensk och global ekonomi annorlunda än för trettio år sedan**

Det första jag vill lyfta fram är globaliseringen under de senaste decennierna. Det främsta uttrycket för den har varit att Kina på allvar inträtt i världsekonomin. Det har inneburit att den arbetande befolkningen i världen har ökat betydligt liksom varor och tjänster med ursprung utanför Europa och USA. Kinas intåg har också inneburit att det globala utbudet av varor och tjänster har ökat, vilket sannolikt har dämpat konsumentpriserna och hållit inflationen nere.<sup>8</sup>

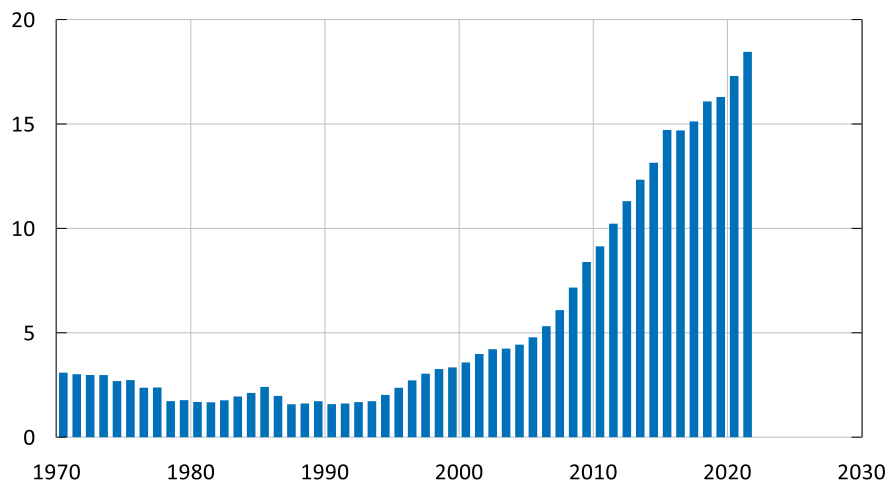
---

<sup>8</sup> Mycket av forskningen tyder dock på att globaliseringen har haft relativt liten betydelse för nedväxlingen i inflationen i avancerade ekonomier. Vad som varit viktigare är förändringar i penningpolitiska strategier, förändringar i lönebildningssystem (med exempelvis en minskad grad av indexering) och, som en följd av detta, en stabilisering av inflationsförväntningarna; se till exempel Attinasi och Balatti (2021). En del studier tyder dock på större effekter; se till exempel Auer och Fischer (2010).



### Diagram 5. Kinas andel av världsekonomin från 1970

Andel av globalt BNP

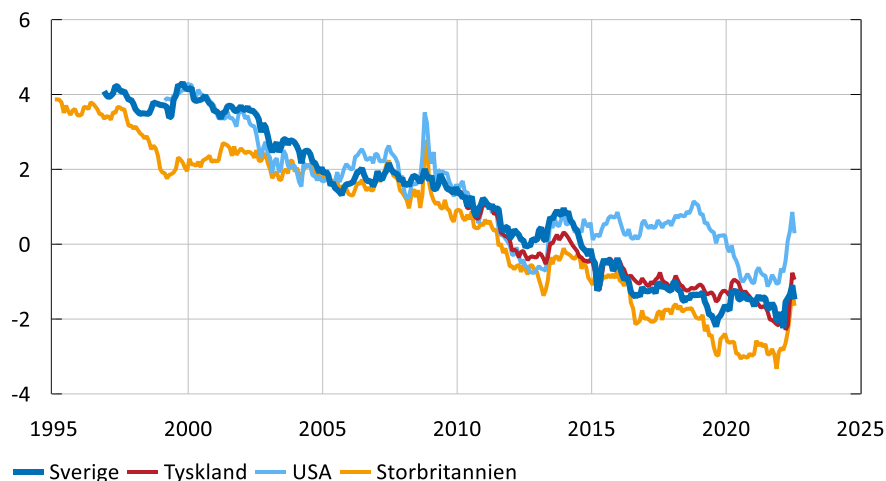


Källa: Världsbanken.

Under den här tiden har de globala reala räntorna fallit trendmässigt, delvis på grund av globaliseringen och Kinas inträde på de internationella marknaderna. Realräntorna ligger nu på historiskt låga nivåer.

### Diagram 6. Globala realräntor har fallit

Procent



Anm. Reala räntor avser 10-åriga nollkupongräntor för reala (index-linked) obligationer för Sverige och USA samt 10-åriga benchmarkräntor för reala (index-linked) obligationer för Tyskland och Storbritannien.

Källor: Bank of England, Bloomberg, Federal Reserve och Riksbanken.

Ett par drivkrafter bakom denna utveckling som ofta lyfts fram är demografiska faktorer. En stor global befolkning i arbetsför ålder och ökat välstånd har bidragit till ett högt globalt sparande.<sup>9</sup> Det här är förhållanden som penningpolitiken inte kan påverka, men väl måste anpassa sig till.

<sup>9</sup> Se till exempel Lundvall (2020).

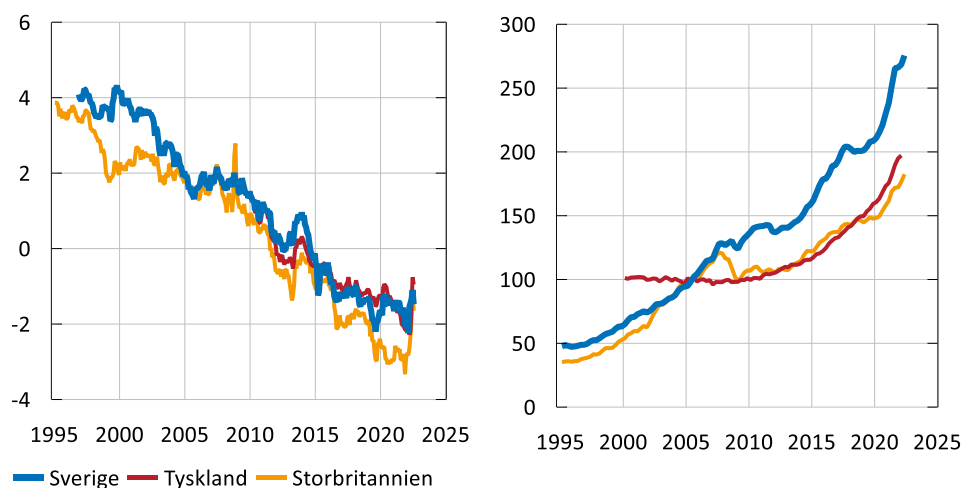
I takt med att det reala ränteläget har fallit så har centralbankernas styrräntor därmed behövt sänkas till allt lägre nivåer för varje konjunkturcykel för att få tillräcklig effekt, framför allt när finanspolitiken samtidigt har varit restriktiv och ibland åtstramande. Den trendmässiga nedgången i räntorna beror alltså inte på att centralbankerna har bedrivit en expansiv penningpolitik under flera decennier, utan på att det reala ränteläget – eller ”bottenplattan” för räntesättningen, om man så vill – har sjunkit. Detta har också medfört att många centralbankers styrräntor under lång tid, och tills ganska nyligen, låg vid den gräns där man bedömde att de inte kunde sänkas mer, vid noll eller strax därunder.

De låga reala räntorna är sannolikt också en viktig förklaring till att tillgångspriserna, sett i ett lite längre perspektiv, har stigit och idag är så höga. Det leder oss in på förändringarna i svensk ekonomi sedan 90-talskrisen.

De svenska bostadspriserna och hushållens skulder har stigit parallellt och nästan oavbrutet i tjugofem års tid, en period som ganska väl sammanfaller med trenden nedåt i realräntan. Reformerna under 1990-talet innebar också att man tog bort stöd till byggande. Det har lett till en brist på bostäder som i kombination med ett lågt ränteläge har bidragit till att pressa upp bostadspriserna. Det ska noteras att inte alla länder haft kraftigt stigande bostadspriser trots trendmässigt fallande globala räntor. Ett exempel på det är Tyskland. Hur bostadsmarknaden är utformad och fungerar mer specifikt spelar således också roll.

### Diagram 7. Internationella realräntor och bostadspriser

Procent respektive index, 2005=100.



Anm. Reala räntor avser 10-åriga nollkupongräntor för reala (index-linked) obligationer för Sverige och USA samt 10-åriga benchmarkräntor för reala (index-linked) obligationer för Tyskland och Storbritannien.

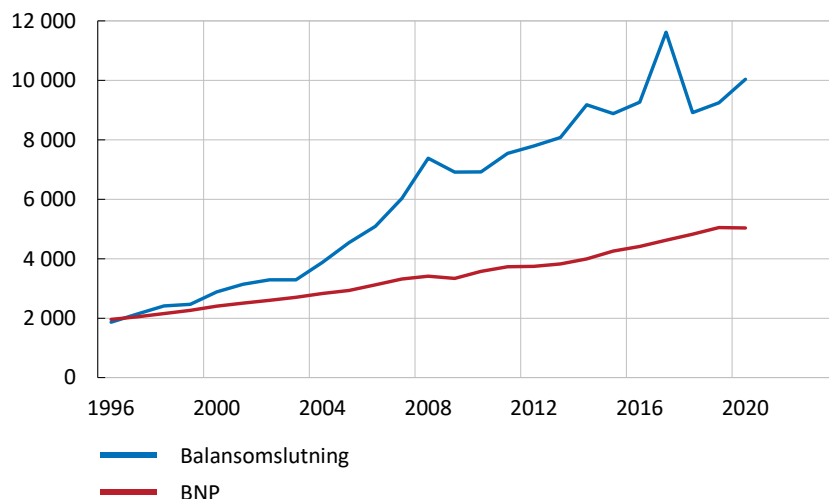
Källor: Bank of England, Bloomberg, Federal Reserve, SCB och Riksbanken.

Det här är också ett uttryck för en annan trend: Medan den offentliga skulden har minskat de senaste decennierna så har de privata aktörernas skulder ökat. Den som har stora skulder blir oundvikligen mer sårbar och om tillgångspriser och skulder alltför länge skulle stiga på ett sätt som är frikopplat från utvecklingen i resten av ekonomin kan detta leda till finansiella obalanser och i förlängningen till en finansiell kris.

De svenska finansiella marknaderna har växt och ser annorlunda ut än i början av 1990-talet. Idag är banksektorn större i förhållande till BNP än för trettio år sedan och bolånen har blivit en allt större och viktigare del av bankernas verksamhet.

### Diagram 8. Banksektorn och BNP över tid

Nominellt belopp, miljarder SEK

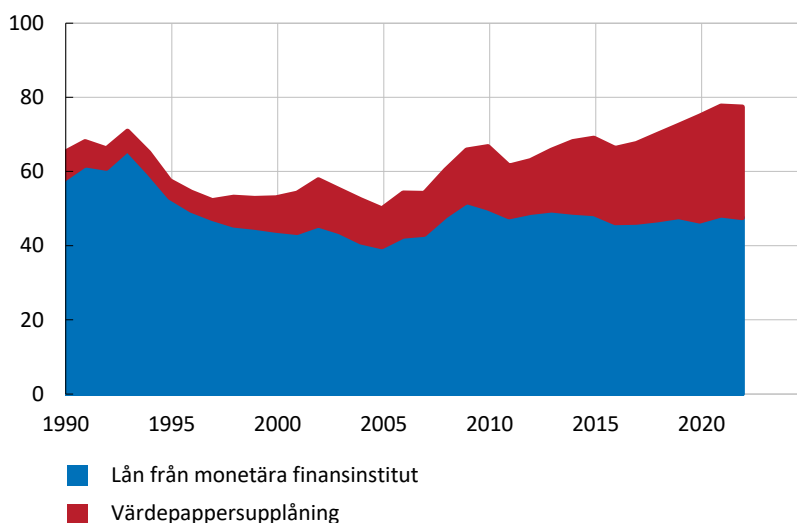


Anm. Total balansomslutning för svenska bankaktiebolags, sparbankers samt utlandsägda bankfilialers verksamhet i Sverige. Måttet exkluderar svenska bankers dotterbolag i utlandet. Källa: SCB.

Dessutom finansierar företagen sig betydligt oftare på marknaden idag, genom att ge ut certifikat och obligationer. För trettio år sedan lånade de flesta från banker. Förändringar i finansiella marknader kan påverka transmissionen av penningpolitiken, något som vi behöver ta hänsyn till i våra bedömningar.

### Diagram 9. Upplåning hos icke-finansiella företag

Procent av BNP, kvartalsdata



Anm. Innefattar värdepappersupplåning i både svenska kronor och utländsk valuta. Källor: SCB och Riksbanken.

Kortfattat kan man sammanfatta utvecklingen i den svenska ekonomin de senaste trettio åren som god på den realekonomiska sidan, men med oro smolt på den finansiella sidan.

## Framförhållning svårt men viktigt

Jag skulle vilja vidga perspektivet lite. För trettio år sedan var såväl ekonomer som politiker rörande överens om att ett hårdnackat försvar av den fasta växelkursen var det enda sättet att bryta med den svaga utvecklingen i svensk ekonomi och leda in den på ett nytt spår. Många i Sverige var fast i ett tänkesätt, ett paradigm, där vi inte insåg att den ekonomiska verkligheten hade förändrats så mycket att våra ramverk också måste ändras i grunden. Med fria kapitalrörelser, en avreglerad kreditmarknad och en dåligt fungerande ekonomi var den fasta växelkursen inte något bra instrument för att skapa ordning och reda.

Min tanke, som jag redan har varit inne på, är i grunden den här: Varje ekonomisk-politiskt ramverk är utformat för att fungera väl i en viss given ekonomisk verklighet. När verkligheten förändras kan också ramverket behöva anpassas, reformeras eller kompletteras. Men då gäller det också att kunna identifiera förändringarna och förstå vilka implikationer de har.

Ramverken ska ha som målsättning att vara robusta för händelser som inte går att förutse. De ska också vara symmetriska – kunna hantera chocker som både leder till högre eller lägre utfall än väntat. Exempelvis skapades nuvarande system för att hantera en hög statskuld, hög inflation och höga nominella löneökningar. Ett uppdaterat ramverk bör ta höjd för att det finns risker på både upp- och nedsidan.

De ramverk som vi byggt upp är värda att försvara, men vi får inte bli för nöjda och självbelåtna och tro att det inte finns någon förbättringspotential. Vi vet att världen ser annorlunda ut idag än för trettio år sedan och att vi har byggt upp sårbarheter i svensk ekonomi.

## Svår uppgift men bättre förutsättningar

Riksbanken, liksom många andra centralbanker, står inför en utmaning som vi inte har mött på flera decennier; inflationen har stigit till nivåer som vi inte har sett sedan början av 1990-talet. Som jag varit inne på handlade detta inledningsvis om ett antal globala utbudschocker som pressade upp framför allt råvarupriserna. Men efter hand har det stått allt mer klart att prisökningarna har börjat sprida sig brett i ekonomin.

Tack vare reformerna på 90-talet är det lättare än den var för trettio år sedan att hantera hög inflation.

För det första har penningpolitiken numera ett annat mål och ett grundlagsfäst oberoende som gör att vi kan agera kraftfullt för att motverka hög inflation. Avvägningarna är förstås inte för den skull lätta. Den höga skuldsättningen innebär sannolikt att räntekänsligheten i ekonomin är större än tidigare, och annorlunda – offentliga finanser påverkas mindre, men hushåll och företag mer. Denna komposition gör att är troligt att en given räntehöjning får större effekt på efterfrågan och därmed på inflationen.

För det andra har perioden med inflationsmål gjort att de långsiktiga inflationsförväntningarna idag betydligt bättre förankrade. I början av 1990-talet hade hög inflation på ett helt annat sätt byggts in i förväntningarna hos ekonomins aktörer. Om priser och löner steg för mycket i förhållande till omvärlden väntade man sig att problem med kostnadskriser och stigande arbetslöshet skulle avhjälpas genom att kronans värde skrevs ned, det vill säga att vi devalverade.

För det tredje är de numera goda offentliga finanserna en stor fördel. Detta har ökat marknadens tilltro till Sveriges förmåga att hålla ordning på sina räkenskaper och finanspolitiken befaras inte på samma sätt som under 1970- och 1980-talet i sig vara en bidragande orsak till ihållande hög inflation.

För det fjärde fungerar lönebildningen bättre än vad som tidigare var fallet, mycket som ett resultat av Industriavtalet och inflationsmålet. Detta borde också fungera som en inbyggd broms i systemet och bidra till att inflationen inte varaktigt "skenar iväg".

## Från 500 procent till –0,5 procent – och sedan?

Den kritiska frågan är hur mycket räntan behöver höjas. Kommer vi att gå från 500 procent till –0,5 procent till – ja, vad? Det historiska snittet för Riksbankens styrränta sedan 1907 är 4,7 procent. 1992 skulle en styrränta strax under 5 procent ha uppfattats som osannolikt lågt. Idag skulle många uppfatta det som osannolikt högt. Inom prognosperioden är det inte troligt med en styrränta på 5 procent, men jag hoppas att denna korta genomgång visar att det inte går att utesluta en styrränta i linje med historiska genomsnitt under de kommande 30 åren.

I dagsläget är Riksbankens styrränta 0,75 procent. Den kommer att behöva höjas ytterligare. Räntebanan indikerar att styrräntan höjs till nära 2 procent i början av 2023. Inflationsutfallen har varit högre än väntat och risken för inflationen är fortfarande på uppsidan. Målbilden är alltså att strama åt utan att svensk ekonomi behöver gå in i en recession, en så kallad mjuklandning. Men med en svagare konjunktur i omvärlden och samtidigt fortsatt högt och brett inflationstryck är det viktigt att ha beredskap för att åtstramningen kommer att vara kännbar för många hushåll och företag.

Hög inflation och samtidigt allt högre räntor på bolån, konsumtionskrediter och företagens finansiering kommer att vara tufft för många hushåll och företag, inte minst de som har små marginaler. Men, vi kan inte tillåta att inflationen biter sig fast på höga nivåer. Genom att höja räntan nu bidrar vi till att inflationen kommer ner igen. Det är vårt uppdrag från riksdagen; en låg och stabil inflation ger en bättre ekonomisk utveckling för alla.

De ramverk som vi byggt upp är värda att försvara, men vi har byggt upp sårbarheter som vi behöver hantera. Idag vill jag särskilt lyfta fram frågan om investeringar: Hur kan vi säkerställa tillräckliga investeringar för att bygga långsiktig motståndskraft utan att ytterligare öka skuldsättning hos hushåll och företag? Bidrar det finanspolitiska ramverket till brist på investeringar i försvar, infrastruktur, utbildning och klimatanpassning? Kan det reformeras så att vi behåller budgetdisciplinen men samtidigt öppnar upp för långsiktiga investeringar som stärker ekonomins funktionsätt och minskar utbudsproblem som driver upp inflationen?

Riksbanken kommer att agera för att inflationen ska komma tillbaka till målet. Men penningpolitiken påverkas av hur det finanspolitiska ramverket och arbetsmarknaden fungerar. Vi behöver därför underlätta för en diskussion om det ekonomisk-politiska ramverket och de långsiktiga förutsättningarna för svensk ekonomi de kommande 30 åren. Jag hoppas att vår diskussion idag kan vara en startpunkt.

## Referenser

Attinasi, Maria Grazia, och Mirco Balatti (2021), "Globalisation and its implications for inflation in advanced economies", *Economic Bulletin* 4/2021, European Central Bank.

Auer, Raphael och Andreas M. Fischer (2010), "The effect of low-wage import competition on U.S. inflationary pressure", *Journal of Monetary Economics* 57, s. 491-503.

Breman, Anna (2022), "Inflation och penningpolitik i skuggan av ett krig", anförande vid Sveriges riksbank, 23 mars, Sveriges riksbank.

Ekonomikommisionen (1993), "Nya villkor för ekonomi och politik", SOU 1993:16 (den så kallade Lindbeckkommissionens rapport).

Ingves, Stefan (2015), "Bostadsmarknaden och hushållens skuldsättning ur ett centralbanksperspektiv", anförande vid SNS, Stockholm, 19 november, Sveriges riksbank,

Jansson, Per (2021), "Är det dags att se över rollfördelningen i den makroekonomiska politiken?", anförande vid Sveriges riksbank, 8 december, Sveriges riksbank.

Lundvall, Henrik (2020), "Vad driver den globala trenden mot lägre realräntor?", Penning- och valutapolitik 2020:1, Sveriges riksbank.

Ohlsson, Henry (2022), "Penningpolitik och inflation i krigstider", anförande vid Ekonomisk-historiska institutionen, Uppsala universitet, 17 maj, Sveriges riksbank.

Wetterberg, Gunnar (2009), *Pengarna och makten – Riksbankens historia*, Sveriges riksbank och Atlantis.

## Appendix

När de finansiella marknaderna är stora är det viktigt att försöka bedöma hur sårbara de är och hur stor systemrisken är, det vill säga risken för en störning i det finansiella systemet som kan leda till stora samhällsekonomiska kostnader. Riksbanken har utvecklat ett mått på detta, den så kallade systemriskindikatorn.<sup>10</sup> I korthet innebär den att man väger samman fem separata indikatorer för olika delmarknader som speglar utvecklingen i banksektorn, hushållssektorn, företagssek-

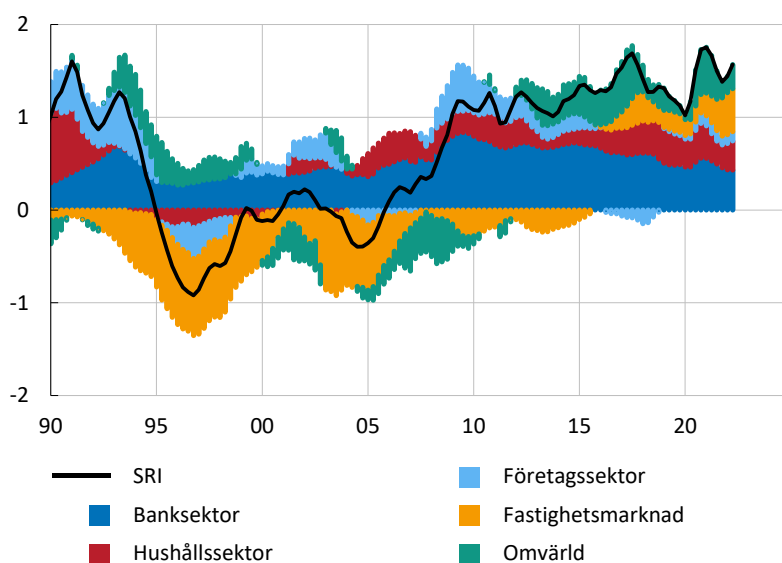
---

<sup>10</sup> Se och Dominika Krygier och Peter van Santen, "A new indicator of risks and vulnerabilities in the Swedish financial system", Staff memo, May 2020, Sveriges riksbank och Dominika Krygier och Tamás Vasi, "Kvantifiering av systemrisk med Growth-at-Risk", Staff memo, maj 2022, Sveriges riksbank.

torn, på fastighetsmarknaden och i en grupp av variabler som kallas externa faktorer. Som alla indikatorer har den förstås sina brister, men den ger en fingervisning om utvecklingen över tid. Från strax efter 1990-talskrisen fram till den globala finanskrisen låg indikatorn på en låg nivå, men har efter finanskrisen legat kvar relativt högt.

### Diagram 10. Riksbankens indikator för risker och sårbarheter i det finansiella systemet

Avvikelse från medelvärde



Anm. Ett högre värde innebär större risker och sårbarheter. För samtliga ingående serier, se D. Krygier och P. van Santen (2020), "A new indicator of risks and vulnerabilities in the Swedish financial system", Staff memo, maj, Sveriges riksbank.

Källa: Riksbanken.

# Rättelse 31 augusti 2022

Korrigerad skrivning på s. 3

Fakta rättad i skrivning på s. 4

Fakta rättad i skrivning på s. 13