



ANFÖRANDE

DATUM: 2020-06-10
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

Den penningpolitiska verktygslådan*

Coronavirusets spridning kom som en obehaglig överraskning för oss alla. Nu står det klart att de ekonomiska konsekvenserna av pandemin hotar att bli både allvarliga och långvariga. De flesta bedömare har mycket svaga prognoser för den ekonomiska utvecklingen under kommande kvartal och i vissa scenarier även under en längre tid. Vi befinner oss i en oförutsedd ekonomisk utveckling som behöver mötas med olika makroekonomiska verktyg och här har Riksbanken en viktig roll att spela, tillsammans med regering, riksdag och andra myndigheter.

I den inledande fasen av krisen har vi i direktionen redan fattat ett stort antal beslut för att stödja svensk ekonomi, och därmed bidra till att uppfylla målen för den ekonomiska politiken, och jag återkommer senare mer i detalj till vad vi har gjort. Vi kan konstatera att många av åtgärderna har stora konsekvenser för Riksbankens balansräkning – något som kommer bli ett återkommande tema i dagens anförande.

Idag tänkte jag framförallt fokusera på hur den ”penningpolitiska verktygslådan” behöver se ut för att kunna hantera framtida utmaningar. Jag kommer ha ett längre perspektiv och diskutera vilka verktyg Riksbanken kan komma behöva använda, i synnerhet om den lågräntemiljö som karaktäriserat de senaste 10 åren blir än mer långvarig.

Att penningpolitiska åtgärder påverkar en centralbanks balansräkning har blivit allt vanligare i stora delar av världen. Utvecklingen har drivits fram av det mycket låga ränteläget och behovet av att göra penningpolitiken ännu mer expansiv. I grunden är det dock ingenting nytt – går vi tillbaka i tiden finns det många exempel på centralbanker som använt variationer i sina tillgångsportföljer som ett sätt att föra penningpolitik. Den penningpolitiska verktygslådan behöver även ta hänsyn till förändringarna i det finansiella systemet; till exempel har vi i Sverige

*Det här talet har vuxit fram under många och långa diskussioner under våren 2020. Det synpunkter som framförs är mina egna. Samtidigt vill jag tacka David Vestin för hjälp med att skriva detta anförande och Petra Frid för hjälp med diagrammen. Jag vill också tacka Mattias Erlandsson, Jesper Hansson, Pernilla Meyersson, Ulf Söderström, Anders Vredin, Frida Fallan, Charlotta Edler, Ann-Leena Mikiver, Cecilia Roos-Isaksson och Marianne Sterner för värdefulla synpunkter på anförandet, samt Elizabeth Nilsson, Calum McDonald och Gary Watson för hjälp med att översätta det till engelska.

under senare år sett en utveckling mot en högre andel marknadsfinansiering för svenska företag.

Som det ser ut idag finns det en stor sannolikhet att det globala ränteläget förblir lågt under en lång tid och då måste penningpolitiken hitta andra sätt att jobba för att uppnå inflationsmålet än vad vi är vana vid, och många av åtgärderna får konsekvenser för balansräkningen. Vi behöver sträva efter en bättre analys kring hur åtgärder som verkar via balansräkningen påverkar ekonomin och bli lika tydliga och systematiska när vi pratar om dessa saker som vi har försökt vara kring räntepolitiken.

Jag tänker börja med att göra en historisk tillbakablick – med fokus på de senaste 30 åren – och beskriva hur penningpolitiken har utvecklats över tid. Sedan går jag in på vilka utmaningar penningpolitiken har ställts inför och som drivit fram användandet av nya verktyg. Detta leder in på den internationella diskussionen om den penningpolitiska verktygslådan, och avslutningsvis vill jag diskutera vilka möjligheter och begränsningar som riksbanksutredningens lagförslag innebär.

Den penningpolitiska utvecklingen – en tillbakablick

Ända sedan centralbanker i modern mening skapades har målet för dem varit tydligt: att förse ekonomin med ett betalningssystem och med betalningsmedel samt se till att värdet på dessa medel är stabilt över tiden. Genom att variera mängden betalningsmedel eller ändra villkoren i sina betalningssystem har centralbankerna kunnat bedriva penningpolitik just för att uppnå målen – prisstabilitet och ett väl fungerande betalningssystem. Centralbankerna tillför likviditet som gör det möjligt för oss att sköta betalningar friktionsfritt.

Guldstandarden och inlösenbara pengar skapar trovärdighet

Under andra halvan av slutet på 1800-talet infördes guldstandarden. Den innebar att värdet på en sedel, dåtidens betalningsmedel, direkt kopplades till något realt i och med att sedlarna kunde lösas in mot guld i centralbanken.¹ Men finanspolitiska spänningar till följd av världskrig och den ekonomiska depressionen i USA på 1930-talet ledde till att guldstandarden avskaffades. Dessutom utvecklades betalmarknaderna så att andra betalningsmedel än kontanter blev allt viktigare. När kopplingen till guld inte längre fanns kvar behövdes ett nytt "nominellt ankare". Svaret blev centralbankens trovärdighet: en ansvarsfull penningpolitik som inriktas på prisstabilitet. Under många år ersattes guldstandarden av en regim med fasta växelkurser där ett litet antal centralbanker i praktiken bedrev penningpolitik för hela världen och därmed "lånade ut" sin

¹ Detta var naturligtvis ingenting nytt, mynt med direkt innehåll av ädelmetaller har förekommit i tusentals år. Men det återförde en systematisk standard för en gemensam koppling mellan sedlar och guld i stora delar av världen, och inledde därmed en period med mycket stabila växelkurser. Se Söderberg (2018) för en beskrivning av utvecklingen av betalningsmedel.

trovärdighet.² I Sverige fungerade detta system med fasta växelkurser mindre bra och det ledde till flera stora devalveringar. Men även de stora centralbankerna förlorade av olika skäl sin trovärdighet och världsekonomin gick igenom en period av hög inflation under 1970- och 1980-talen.

Oberoende centralbank med inflationsmål ersätter guld

Den globala utvecklingen de senaste 30 åren har inneburit stora förändringar av det penningpolitiska landskapet, inte minst i Sverige. Under 1980-talet inleddes arbetet i de ledande länderna i världsekonomin med att återuppbygga förtroendet för penningpolitiken som gått förlorat under 1970-talet.³

I början av 1990-talet upplevde Sverige en ordentlig finanskris efter den snabba avvecklingen av flera decenniers hårda regleringar av finansmarknaderna. Under krisen uppstod ett starkt devalveringstryck och försvaret av den fasta växelkursen blev till slut ohållbart. När Riksbanken övergivit den fasta växelkursen letade penningpolitiken efter ett nytt sätt att främja pristabilitet, och Sverige anslöt sig till den globala trenden att förstärka trovärdigheten för penningpolitiken. Svaret blev en mer självständig Riksbank med ett explicit inflationsmål, och Sverige blev ett av de första länderna i världen som prövade denna nya väg. Efter några år av invänjning till detta nya sätt att bedriva penningpolitik följde sedan en lång period av relativt lugn i stora delar av världen. Många länder införde en liknande politik som mer eller mindre explicit hade som mål att inflationen skulle vara nära 2 procent. Från mitten av 1990-talet fram till 2008 var inflationen i genomsnitt ganska nära målet och den realekonomiska utvecklingen var mer stabil än tidigare. Blanchard och Simons (2001) var bland de första att dokumentera detta fenomen som kom att kallas "The Great Moderation". Men redan då började man diskutera om fenomenet berodde på strukturella förändringar, skicklig makroekonomisk politik, inklusive penningpolitik, eller helt enkelt tur.

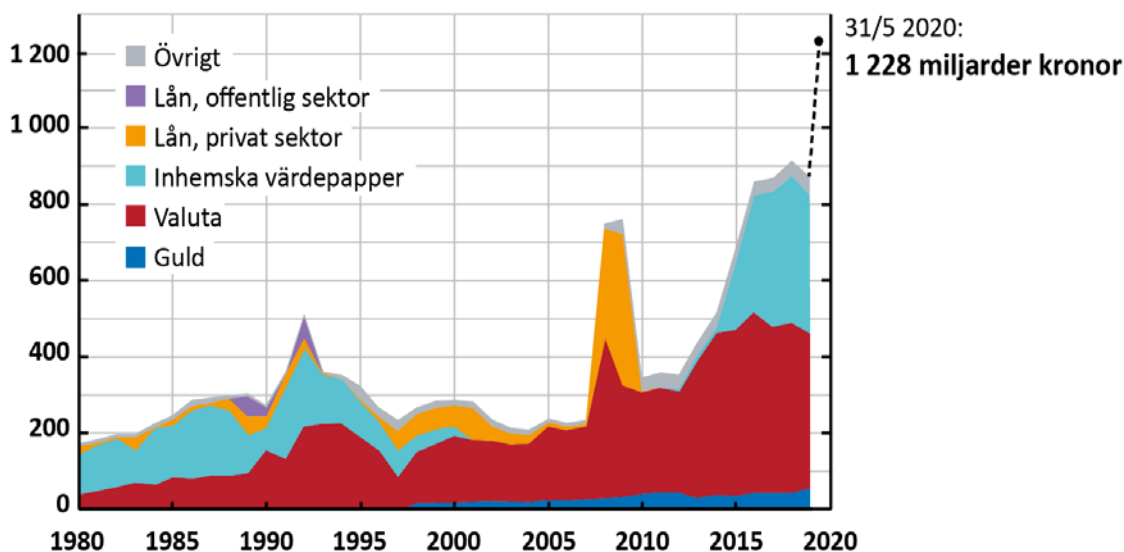
I början av 1990-talet växte Riksbankens balansräkning i samband med att valutareserven förstärktes genom lån (se Diagram 1 och 2). När den fasta växelkursen avskaffades ansågs behovet av en valutareserv för penningpolitiska ändamål begränsat och balansräkningens storlek minskade relativt snabbt. Mellan 1994 och 1998 såldes inhemska obligationspositioner av och valutalån betalades tillbaka.⁴ I stället bedrev Riksbanken i denna nya miljö penningpolitik med en minimal verktygslåda. Reporäntan, som är basen för de ut- och inlåningsräntor Riksbanken tillämpar mot affärsbankerna, justerades för att penningpolitiken skulle bli väl avvägd. Svagt inflationstryck och lågt resursutnyttjande ledde till sänkta räntor och vice versa. Till och med de kassakrav som många andra centralbanker i världen fortfarande använder sig av sattes till noll redan 1994 och har varit oförändrade sedan dess.

² Under perioden 1946-1971 påminde detta system i praktiken mycket om guldstandarderna eftersom de flesta länder hade fast växelkurs mot den amerikanska dollarn under det s.k. Bretton Woods systemet och USA hade en koppling mellan dollarn och guld, se Jonung (2000).

³ Se t.ex. Rogoff (1985).

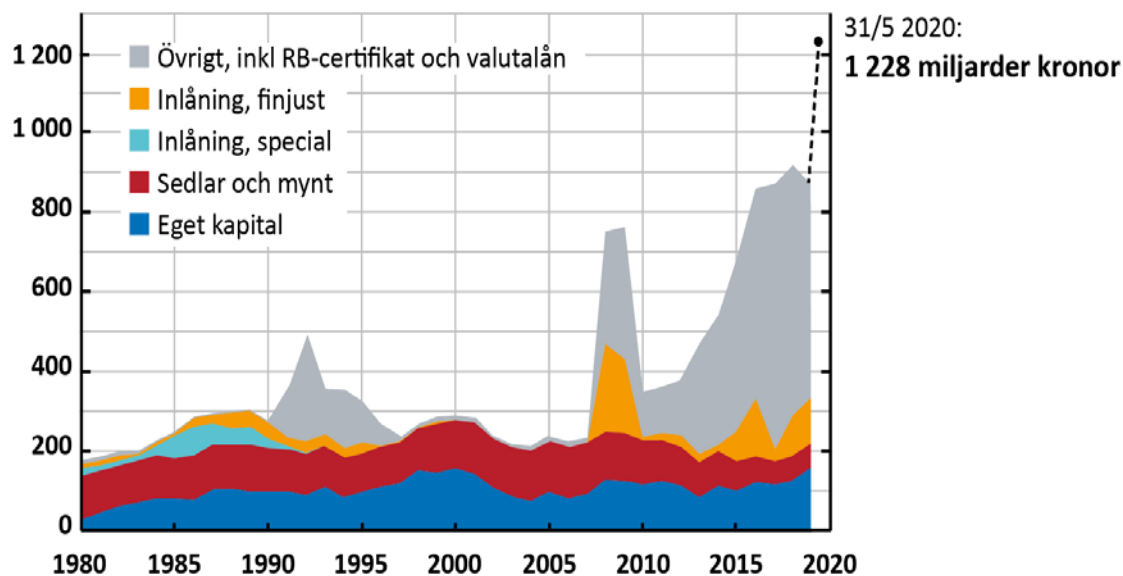
⁴ Det är svårt att få en helhetsbild över valutareservens egentliga utveckling då Riksbanken använde sig av olika terminsaffärer som en del i förvaltningen och dessa positioner syns inte i balansräkningen.

Diagram 1: Tillgångarna på Riksbankens balansräkning 1980-2019



Anm. Miljarder kronor. Årsdata där sista observation är 2019. Streckad linje Corona-relaterade åtgärder.
Källa: Riksbanken

Diagram 2: Skulderna på Riksbankens balansräkning 1980-2019



Anm. Miljarder kronor. Årsdata där sista observation är 2019. Streckad linje Corona-relaterade åtgärder.
Källa: Riksbanken

Kommunikationen när inflationsmålet infördes var tydlig och framgångsrik – inflationsförväntningarna anpassade sig gradvis ner till målet på 2 procent och lönebildningen fungerade bra när både arbetsgivare och arbetstagare kunde utgå från att den genomsnittliga inflationen skulle hamna nära inflationsmålet.

Det gick bra att styra räntorna under denna tid, trots att Riksbanken använde en mycket liten verktygslåda i utformningen av penningpolitiken. Vi gick från att **göra**

till att mest **prata** om penningpolitiken. Men att detta fungerar bygger på att Riksbanken har jobbat upp en trovärdighet mot marknaden och att den står redo att använda sin balansräkning om marknadsräntorna skulle börja avvika från önskade nivåer. På Wall Street finns uttrycket "Don't fight the Fed" – det är ingen bra idé att ta positioner som bygger på att centralbanken misslyckas med att uppnå de räntor man önskar. Räntestyrningen bygger även på att den grundläggande transmissionsmekanismen fungerar – att andra räntor i ekonomin faktiskt ändras när de kortaste penningmarknadsräntorna som Riksbanken påverkar ändras. Hur väl den fungerar beror på olika förhållanden i den finansiella sektorn som kan vara tillståndsberoende.

En liknande utveckling skedde i många länder under denna tid – centralbankens jobb med att bedriva penningpolitik var jämförelsevis enkelt.

Men under den stilla ytan bubblade två sammanlänkade problem – trendmässigt fallande realräntor och stigande skulder. Jag har pratat om dessa problem vid ett flertal tillfällen.⁵

Fallande räntor

Under de senaste 30 åren har räntorna i hela världen fallit kraftigt. Det beror naturligtvis till en del på att centralbankerna fört en penningpolitik som lyckats få ner den genomsnittliga inflationsnivån från 1980-talets höga nivåer, vilket har varit bra. Men det beror även på en global utveckling mot lägre *real*-räntor (se Diagram 3), något som de flesta menar inte har något med penningpolitiken att göra utan i stället förklaras av realekonomiska faktorer.⁶ Holston, Laubach och Williams (2017) har undersökt empiriskt hur "jämviktsrealräntan" utvecklats i några ledande ekonomier och finner en tydlig nedgång efter finanskrisen 2008-2009.

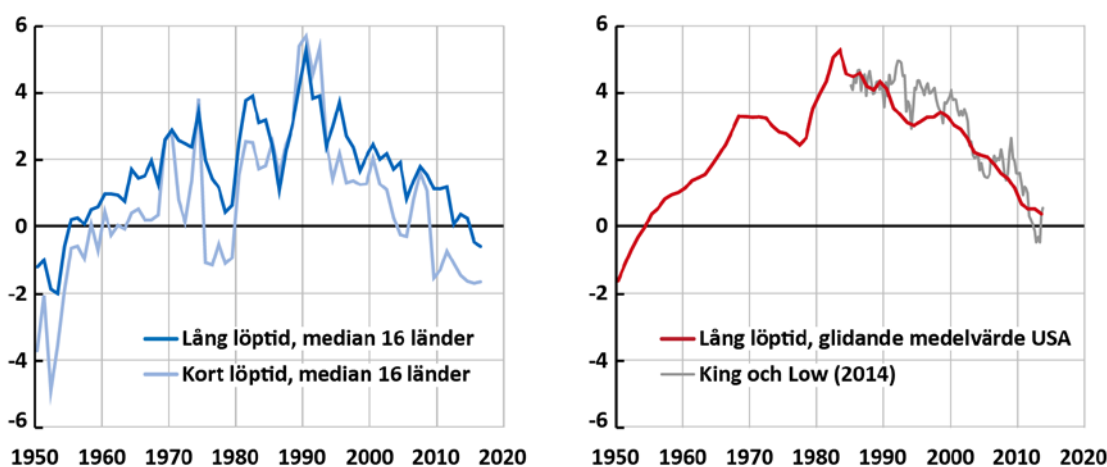
Bland försöken att förklara varför realräntorna idag är så mycket lägre än tidigare finns tre som är särskilt värda att nämna. Den första förklaringen tar fasta på grundläggande ekonomisk teori enligt vilken realräntan, i alla fall i en sluten ekonomi, blir proportionell mot *tillväxten i ekonomin* och denna har mattats av under senare år. Den andra handlar om den "global savings glut", det vill säga att (främst) de stora ekonomierna i Asien och Mellanöstern har genererat stora handelsöverskott och därmed ökat efterfrågan på sparande vilket tenderat att pressa ner räntorna eftersom utbudet av säkra tillgångar är begränsat. Den tredje förklaringen lyfter fram den demografiska utvecklingen. Idén är att en åldrande befolkning behöver spara till sin egen pension, vilket återigen leder till en ökad tendens till sparande, vilket i sin tur pressar ner realräntan. Med dagens integrerade kapitalmarknader får vi en global trend med lägre realräntor. Ett enskilt land med rörlig växelkurs kan visserligen avvika kortsiktigt från denna trend, dels av konjunkturella skäl och dels för att globala investerare kan kräva en tidsvarierande riskpremie för att investera just där, men på längre sikt kommer realräntan i en liten öppen ekonomi att följa den globala trenden nedåt.

⁵ Ingves (2019), och Frohm och Ingves (2020).

⁶ Se Lundvall (2020).

Utmaningen för penningpolitiken är att den låga realräntan begränsar det penningpolitiska handlingsutrymmet att hantera en kraftig lågkonjunktur genom att sänka reporäntan. Den nominella räntan kan ju inte bli hur låg som helst – med en negativ reporänta blir det allt mer attraktivt att hålla kontanter. Även om friktioner i banksystemet gör att det går att ha svagt negativ reporänta blir det inte praktiskt möjligt att sänka räntan hur mycket som helst. Den genomsnittliga reporäntan är summan av den genomsnittliga realräntan och inflationsmålet – ju lägre realränta desto lägre genomsnittlig reporänta och därmed mindre utrymme för räntesänkningar i lågkonjunktur.

Diagram 3: Globala realräntor har fallit de senaste 25 åren



Anm. Procent.
Källa: Lundvall (2020)

Ökad skuldsättning

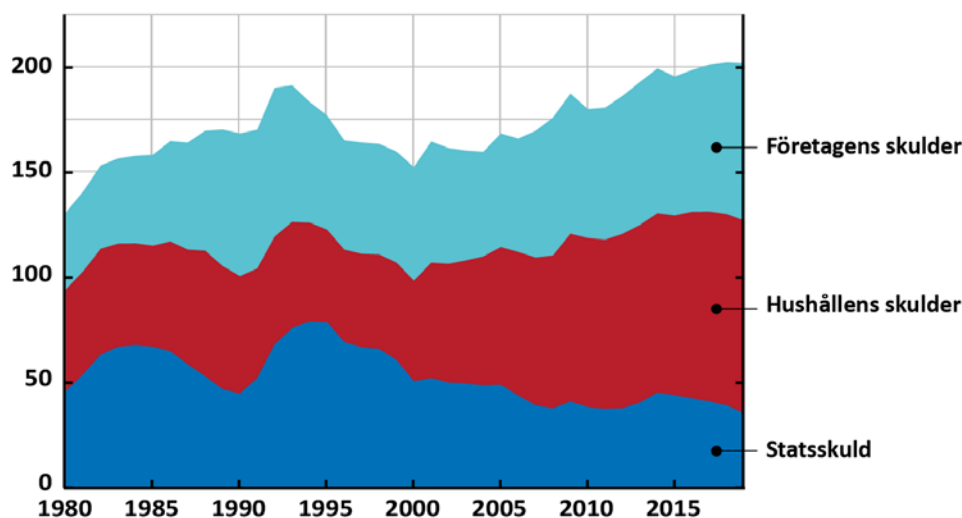
Parallellt med att realräntorna fallit har skuldsättningen i Sverige och i många andra länder ökat (se Diagram 4). I vissa länder har medborgarna skuldsatt sig via staten – en statsskuld på över 100 procent av BNP börjar bli vanligt förekommande. I andra länder som Sverige är statsskulden låg, men i stället är den privata skuldsättningen hög. En stor del av denna utveckling kan förklaras med lägre räntor. Hushållens ränteutgifter som andel av deras inkomster är inte speciellt mycket högre idag än tidigare, trots att nivån på skulderna har gått upp så kraftigt. Skulderna har huvudsakligen använts för att finansiera bostadsköp, och eftersom utbudet av bostäder ha varit relativt trögrörligt (även om byggandet de allra senaste åren varit stort) har bostadspriserna stigit kraftigt.

Men om vi kan förklara en del av ökningen med att räntorna varit låga, borde inte utvecklingen då kunna ses som oproblematiske? Nej, jag tycker inte det. Med hög skuldsättning kommer stora risker – om räntorna skulle gå upp så kommer hushållens räntebörda att stiga betydligt.

Penningpolitiken bedrivs för att uppnå en inflation nära målet och ett stabilt resursutnyttjande. Problemet är att penningpolitiken verkar genom flera olika kanaler, både hushållens konsumtionsbeslut, växelkursen och investeringarna spelar in. Vad som kan vara en väl avvägd penningpolitik utifrån inflationen och

resursutnyttjandet i hela ekonomin kan bli problematiskt för en grupp hushåll som är högt skuldsatta. Det blir i detta läge viktigt att bankerna och Finansinspektionen ser till att kreditgivningen är hållbar. Dessutom kan hushållens räntor stiga utan att Riksbanken höjer räntan – om problem uppstår i banksektorn som gör att bankernas finansieringskostnader stiger. Om de globala tendenser som drivit ner realräntan reverserar skulle detta med stor sannolikhet driva upp räntorna även i Sverige. Och man ska komma ihåg att det är lätt att öka skulden när räntan är låg, men svårare att minska den när räntan blir hög.

Diagram 4: Skuldsättning som procent av BNP



Anm. Procent av BNP.
Källa: SCB

Nästan alla stora finanskriser har föregåtts av en kraftig expansion i kreditgivningen.⁷ Det finns ingen konsensus om varför det är så, men jag tror att ökad hävstång betyder ökade risker. Om dessutom kort marknadsfinansiering blir vanligare när krediterna växer snabbt så ökar riskerna kring bankernas kortsiktiga likviditetshantering.

Den globala finanskrisen avslutar "The Great Moderation"

Drömmen om en värld där finjusterande penningpolitik eliminerar konjunktursvängningar och leder till en helt stabil ekonomisk utveckling sprack definitivt med finanskrisen 2008-2009. I USA skapades en grogrund för krisen när låntagare med svag återbetalningsförmåga fick möjlighet att ta stora lån med sina bostäder som säkerhet. Lånen såldes ofta vidare till andra finansiella institut i paket med andra tillgångar och till sist var det svårt att veta vilka finansiella institut som var exponerade mot de osäkra lånen. När osäkerheten spred sig blev effekterna oväntat stora och fick följdverkningar för hela världsekonomin. Finansiella kriser inträffade i flera länder i euroområdet och i Storbritannien.

⁷ Se till exempel Jorda et al. (2013).

Världens centralbanker reagerade med kraftiga åtgärder – en lärdom från tidigare kriser är att centralbankernas reaktioner är avgörande för krisförloppet. Många menar till exempel att en av anledningarna till att 1930-talets kris i USA blev så allvarlig var att Federal Reserve förde en för stram penningpolitik.

Även om det är svårt att särskilja syftet med olika insatser kan vi grovt säga att finanskrisen innebar tre olika typer av problem för centralbankerna: likviditetsproblem, problem med marknadens funktionssätt och svårigheter att hantera en ovanligt djup lågkonjunktur. Därutöver uppstod en lång rad solvensproblem. Att olika centralbanker i viss mån valde olika åtgärder under krisens faser speglar vilka problem som behövde motverkas vid olika tidpunkter.

Centralbankerna erbjöd likviditet under krisen

De akuta *likviditetsproblemen* uppstod när oron spred sig och aktörerna började ifrågasätta sina motparters kreditvärdighet. Detta ledde till att många finansiella aktörer fick svårt att få kort marknadsfinansiering. Många av dessa aktörer hade en affärsmodell som byggde på att låna ut eller placera pengar på längre sikt och löpande finansiera sig genom olika former av kort marknadsfinansiering. När tillgången till kort finansiering ströps hotade betalningsinställelse. För att motverka detta problem inrättade många centralbanker olika former av "faciliteter" där en rad finansiella institut kunde låna pengar mot olika former av säkerheter – även sådana som inte gick att omsätta till rimliga priser på marknaden.

Här ser vi att centralbanken har en viktig uppgift att fylla under en kris: att ta på sig risk i en tid när ingen annan är villig. Under en kris riskerar det att uppstå en "fire-sale"-dynamik. Institut som inte kan ersätta sin finansiering tvingas sälja tillgångar, vilket leder till att priserna på dessa faller. Om centralbanken i detta läge går in och erbjuder aktörer lån med dessa tillgångar som säkerheter, och inte fullt ut tillämpar rådande marknadsvärdering, kan marknaden stabiliseras. Syftet med åtgärden är främst att bevara den finansiella stabiliteten genom att se till att likviditetsförsörjningen fungerar. Men om centralbanken inte stöttar likviditetsförsörjningen hotar kreditåtstramning och konkurser, som naturligtvis i sin tur får makroekonomiska effekter som påverkar de penningpolitiska målen. Som synes är det ofta svårt att skilja på vad som är penningpolitik och finansiell stabilitetspolitik, både rent praktiskt i ett aktuellt läge och utifrån mer teoretisk synvinkel.⁸

Centralbankerna stöttade marknadens funktionssätt

Nästa grupp av problem är relaterade till *marknadens funktionssätt*. Vissa marknader för viktiga värdepapper kan bli så osäkra under en svår kris att ingen privat investerare är beredd att köpa dessa tillgångar. Eller också kan osäkerheten på de finansiella marknaderna leda till kraftiga variationer i den ersättning som de finansiella aktörerna kräver för att placera i riskfyllda tillgångar (riskpremier). Detta kan i sin tur leda till att den penningpolitiska transmissionen hotas. Sådana problem drabbade exempelvis de mycket viktiga amerikanska bostadsobligationerna under finanskrisen. För att undvika en ordentlig kreditåtstramning för de amerikanska

⁸ Se Billi och Vredin (2018) för en diskussion.

hushållen behövde denna marknad fortsätta fungera. Under en period köpte därför Federal Reserve en mycket stor andel av de nyemitterade bostadsobligationerna, vilket fick önskad effekt – marknaden stabiliserades.

Ibland kan det räcka med att centralbanken är tydlig med att den tänker agera om problem uppstår. Själva signalen kan då räcka för att marknaden ska lugna ner sig. Ibland kan en facilitet göra jobbet. Om marknaden är orolig för att det ska bli svårt att tillfälligt omvandla en tillgång till likviditet via privata marknader (till exempel genom repor), kan centralbankens facilitet vara tillräcklig för att lugna ner situationen. Om detta inte räcker till kan centralbanken genom direkta köp kompensera för marknadens ovilja att ta risk. Vi noterar att det är möjligheten att expandera centralbankens balansräkning, indirekt eller direkt, som skapar möjligheten att lugna ner situationen.

Nedre gränsen för räntan motiverade andra penningpolitiska åtgärder

Den *kraftiga lågkonjunktur* som uppstod i många länder i spåren av finanskrisen hanterades initialt genom mycket stora räntesänkningar. Men dessa var inte tillräckliga – resursutnyttjandet bedömdes fortfarande vara mycket svagt och inflationsutsikterna var låga. I detta läge bestämde sig flera centralbanker för att ytterligare åtgärder krävdes för att göra penningpolitiken mer expansiv.

Både dagens räntor och förväntningar om framtida nivåer spelar roll när hushåll och företag fattar sina konsumtions- och investeringsbeslut. En första åtgärd flera centralbanker vidtog var därför att kommunicera om den troliga utvecklingen för centralbankens styrränta under de närmaste åren, så kallad "*forward guidance*". Här diskuterades och testades olika former i olika länder. Både obetingade löften ("räntan höjs tidigast om 2 år") och betingade löften ("räntan ska inte höjas förrän tidigast då inflationen åter når upp till 2 procent") prövades. Riksbankens egen räntebana kan ses som en form av *forward guidance*.

Många centralbanker bedömde att räntesänkningar och kommunikation om framtiden inte räckte till när penningpolitiken skulle göras ännu mer expansiv. De tillgrip då ytterligare en variant, kallad "*quantitative easing*", som innebär att man pressar ner långa marknadsräntor på olika marknader genom direkta köp av finansiella tillgångar.

Ytterligare en åtgärd som både Bank of England och ECB införde var så kallade "*funding-for-lending*"-program. Idén med dessa är att banker får låna pengar till en låg kostnad med det explicita syftet att öka utlåningen till hushåll och företag. Åtgärderna infördes när en kreditåtstramning hotade att hämma tillväxten.

Sverige, som en liten öppen ekonomi, drabbades hårt via handeln med andra länder trots att de finansiella problemen i vårt land var betydligt mildare än i många andra länder, även om det initialt fanns oro kring de svenska bankernas exponering i Estland, Lettland och Litauen. Reporäntan sänktes med över fyra procentenheter för att mildra effekterna på svensk ekonomi. Utöver det sattes flera åtgärder in i syfte att stödja det svenska finansiella systemet. Riksbanken lånade ut 400 miljarder kronor till svenska banker och lånade även ut motsvarande strax under 200 miljarder kronor i utländsk valuta för att hjälpa de

svenska bankerna med kortsiktiga likviditetsproblem. Under 2010 växte svensk ekonomi kraftigt och Riksbanken och många andra prognosticerande en uppgång i världsekonomin och en snabb återhämtning i svensk ekonomi. Riksbanken inledde därför räntehöjningar men tvingades vända när det stod klart att världsekonomin utvecklades svagare än väntat. Dessutom sjönk de långsiktiga inflationsförväntningarna. Räntenivån sänktes 2015 ner till -0,5 procent. Riksbanken köpte även en större mängd statsobligationer för att ytterligare stimulera den ekonomiska utvecklingen. Riksbanken har även förstärkt valutareserven för att ha bättre beredskap att ge svenska banker tillgång till utländsk valuta i en krissituation. Båda dessa åtgärder ledde till Riksbankens balansräkning blev betydligt större än vad den tidigare varit (se Diagram 1).

Riksbankens svar på coronaviruset

I början av 2020 drabbades världen återigen av en global ekonomisk kris, denna gång i form av följder av coronaviruset. De åtgärder som satts in för att minska smittspridningen har fått mycket stora ekonomiska konsekvenser och skapat behov av stödåtgärder från olika myndigheter. Riksbankens roll i krisens inledande skede har varit att se till att det inte saknas likviditet så att långivningen kan fortsätta och att med en expansiv penningpolitik fortsätta att stödja ekonomin. Riksbanken har därför vidtagit ett stort antal åtgärder för att minska de ekonomiska konsekvenserna av coronapandemin. När det blir tydligare hur långvarig krisen väntas bli kan det bli aktuellt att ytterligare justera expansiviteten i penningpolitiken.

Under de senaste månaderna har Riksbanken beslutat om

- Utlåningsprogram till bankerna på 500 miljarder kronor för att underlätta utlåningen till företag
- Köp av säkerställda obligationer för 145 miljarder kronor
- Köp av kommunobligationer för 30 miljarder kronor
- Köp av statsobligationer, utöver tidigare beslut från 2019, för 25 miljarder kronor
- Köp av företagscertifikat för 32 miljarder kronor⁹
- Utlåning av 60 miljarder dollar till bankerna
- Lättare krav på säkerheter så att bankerna enklare kan låna från Riksbanken
- Sänkt ränta i utlåningsfaciliteten till 0,2 procentenheter över reporäntan (från 0,75 procentenheter).
- Erbjudande till bankerna om obegränsade lån mot säkerhet med tre månaders löptid i veckovisa extraordinära marknadsoperationer

⁹ Riksbanken köper inte vanligtvis denna tillgångstyp, men redan i 1897 års riksbankslag fastslogs befogenhet att köpa och sälja vilka som helst svenska obligationer samt där jämte vissa utländska statspapper. Befogenheten har sedan dess traderats från 1897 års lag via 1934 års riksbankslag till den nu gällande lagen från 1988. Befogenheten har under denna resa genomgått vissa förändringar i sin lydelse men kärnan består. Riksbanken äger rätt att i penningpolitiskt syfte köpa, sälja och förmedla värdepapper (inkl. företagsobligationer), valuta samt rättigheter och skyldigheter som anknyter till sådana tillgångar.

Gemensamt för många av dessa åtgärder är att de leder till markanta förändringar av Riksbankens balansräkning.

Det kan även komma att bli aktuellt att justera nivån på reporäntan, även om utrymmet för räntesänkningar inte är speciellt stort. Men det stora problemet just nu är inte att räntan är för hög, risken för en kreditåtstramning handlar mer om de stora svårigheter som många svenska företag och hushåll står inför. När bankerna ska bestämma sig för att ge lån måste de naturligtvis fråga sig om låntagaren kan betala tillbaka framöver. Men här är det viktigt att vi alla hjälps åt att tänka på helheten: om alla aktörer bara ser till sina egna kortsiktiga intressen finns en risk att konsekvenserna för samhället som helhet, och därmed för oss alla, blir onödigt stora. För att öka incitamenten att ge lån har regeringen avsatt ett antal miljarder kronor för att kunna dela risken i nyutlåningen med bankerna. Villkoren i detta program blir mer avgörande för hur mycket bankerna kommer att låna ut än de villkor vi på Riksbanken bestämmer över. Vi kan erbjuda bankerna en något billigare finansiering, men om oviljan till utlåning bottnar i en bedömning att risken är för hög är det andra åtgärder som måste till. Då handlar det om finanspolitik, inte penningpolitik.

Det centrala här är att de flesta av krisåtgärderna verkar via Riksbankens balansräkning i stället för genom räntan. De senaste tio åren har sådana åtgärder blivit allt vanligare, både i Sverige och internationellt. En viktig fråga framöver är i vilken utsträckning denna typ av åtgärder kommer att användas för att bedriva penningpolitik i mer normala tider.

Den internationella diskussionen om verktygslådan

Redan innan coronapandemin bröt ut fördes en intensiv internationell diskussion om hur det penningpolitiska ramverket och verktygslådan behöver anpassas för att möta framtidens utmaningar. En del av diskussionen präglas av en önskan eller förhoppning att vi ska återgå till hur det såg ut innan finanskrisen. Men en del handlar om insikten att vi kanske måste förändra hur vi jobbar även mer långsiktigt. Dagens situation förstärker detta redan stora behov. Nedan följer ett antal av de förslag som förts fram. Vissa av dem är tänkta att institutionalisera den användning som vi redan stött på i min beskrivning av krisåtgärderna.

Ett bärande tema i diskussionen är behovet av att ha verktyg som är tillräckliga för att man trovärdigt ska kunna motverka framtida lågkonjunkturer. Det är också viktigt att vara systematisk och tydligt beskriva under vilka villkor dessa verktyg kan komma att användas. Med dessa förutsättningar uppfyllda kan vi få en bättre automatisk stabilisering av framtida ekonomiska störningar, eftersom aktörerna i ekonomin förstår hur penningpolitiken kommer att agera framöver och därmed anpassar sina förväntningar därefter. Om den privata sektorn i stället uppfattar penningpolitikens möjligheter som begränsade eller politiken som svårförståelig kan trovärdigheten för inflationsmålet hotas, speciellt i ett läge där begränsningarna uppfattas som långvariga.

Förslagen på verktyg som skulle kunna användas för att ge bättre möjligheter att motverka en lågkonjunktur inkluderar:

- Höjt inflationsmål

- "Make-up"-strategier för bättre automatisk stabilisering av ekonomin efter störningar
- Kvantitativa lättnader som används systematiskt i implementeringen av penningpolitiken
- *Forward guidance*
- Koordinering med finanspolitiken under speciella omständigheter
- Finanspolitisk stimulans finansierad med centralbankspengar, så kallade helikopterpengar
- Acceptans för låg inflation

Vi ska nu granska argumentationen bakom dessa förslag.

Höjt inflationsmål

Först ska sägas att förespråkarna för denna idé inte brukar mena att höja inflationsmålet i dagens situation. Om inflationsmålet ska höjas bör det snarare ske från ett normalläge, när inflationen legat nära målet under en tid och penningpolitiken är någorlunda normaliserad.

Argumentet för att höja inflationsmålet är att det skulle öka det genomsnittliga penningpolitiska handlingsutrymmet i framtida lågkonjunkturer, eftersom den genomsnittliga nominella räntan är summan av realräntan och inflationen. Om realräntan faller kan inflationsmålet i princip höjas lika mycket för att återställa handlingsutrymmet.

Spelar det någon roll för ekonomin om inflationsmålet är två eller, säg, fyra procent? Empirisk forskning har förvisso identifierat ett samband mellan nivån på den genomsnittliga inflationen och tillväxten, men sambandet är ganska svagt och verkar främst vara relevant då inflationen är relativt hög. Hög inflation verkar även sammanfalla med större variation runt den genomsnittliga nivån. Det finns således ett visst stöd för att inflationsmålet bör vara ganska lågt. Men inflationsmålets viktigaste funktion är att erbjuda ekonomin det nominella ankare som till exempel lönebildningsrörelsen kan koordinera sig kring.

Det finns praktiska aspekter att ta hänsyn till om man vill ändra på inflationsmålet. Att etablera en ny nivå kan kräva en hel del arbete eftersom det tar tid för aktörerna i ekonomin att vänja sig vid nya mål och en ändring kan även innebära att den privata sektorn börjar förvänta sig ytterligare förändringar av målet längre fram. Det finns även öppenekonomi-aspekter på denna fråga, det är knappast någon slump att i stort sett alla länder som tillämpar någon form av inflationsmålspolitik har valt ett inflationsmål nära två procent. Det är troligt att en rörelse mot ett högre inflationsmål bör vara resultatet av en internationell diskussion där Sverige knappast blir det land som går först.

Make-up strategier för bättre automatisk stabilisering av chocker

En annan idé som diskuterats är att ändra centralbankens mål så att ett visst mått av historieberoende byggs in i den penningpolitiska strategin. Till exempel har den amerikanska centralbanken inlett en översyn av sitt penningpolitiska ramverk där

ett alternativ som diskuterats intensivt är ett mål för genomsnittlig inflation.¹⁰ Tanken är att aktörerna i ekonomin förstår att om en störning i ekonomin driver ner inflationen så kommer centralbanken i framtiden att kompensera ("make-up") för detta genom att tillåta en lite högre inflation senare. Om priser är trögörliga blir det inte så stort incitament att sänka priserna som svar på störningen och inflationen blir därför högre. En sådan penningpolitisk strategi skulle därför teoretiskt sett kunna ge en bättre automatisk stabilisering av chocker och leda till ett mindre behov av att justera räntan, något som är speciellt intressant när styrräntan är nära sin nedre gräns. Bernanke (2020) har ett alternativt förslag som går ut på att denna typ av mål skulle införas endast tillfälligt när penningpolitiken är begränsad. Även här blir det dock viktigt att detta kommuniceras i förväg – då får åtgärden maximal effekt eftersom den bidrar till att öka centralbankens möjligheter att stabilisera ekonomin och därmed påverka aktörernas förväntningar.

Ett motargument är att om förväntningarna i stället är bakåtblickande så leder make-up strategierna till onödiga variationer i BNP och räntor. Vårt inflationsmål som fokuserar på dagens inflation är då förlåtande eftersom gamla missar "glöms bort". Eftersom det är svårt att göra inflationsprognoser kommer utfallet för inflationen ofta att avvika en bit från inflationsmålet och det är viktigt att vara tydlig med det i förväg, för att undvika att ge ett felaktigt intryck av stor precision i Riksbankens möjligheter att stabilisera inflationen.

Kvantitativa lättnader som en permanent del av den penningpolitiska verktygslådan

Köp av finansiella tillgångar har under olika tidsperioder varit en del av den penningpolitiska implementeringen. Till exempel använde den amerikanska centralbanken Federal Reserve tidigare räntelösa reserver, tillsammans med direkta köp eller försäljningar av statsobligationer, för att reglera mängden centralbanksreserver i systemet och på så sätt se till att marknadsräntorna hamnade nära målet för styrräntan. Hur mycket centralbanksreserver de privata bankerna hade berodde bland annat på hur stor bankinlåning de hade i sina böcker, relaterat till de reservkrav Federal Reserve tillämpade. Bankernas efterfrågan på reserver bestämde då hur mycket obligationer Fed var tvungen att köpa för att styra räntorna till önskad nivå. Detta ledde till att Fed redan före finanskrisen hade en ordentlig portfölj med statsobligationer. Sedan ränteläget i många länder hamnat nära den nedre gränsen har de flesta centralbanker världen över gjort betydligt större köp av finansiella tillgångar med motivet att göra penningpolitiken mer expansiv.

Längre marknadsräntor kan delas upp i summan av framtida förväntade korta räntor plus en premie. Om marknaderna inte är friktionsfria kan storleken på denna premie delvis bero på den relativa tillgången på en viss obligation, det vill säga den utestående stocken i händerna på den privata sektorn. Om centralbanken köper en betydande andel av stocken kan därför priset på de kvarvarande obligationerna stiga, och räntorna därmed falla. När Riksbanken

¹⁰ Se Nessén och Vestin (2005) för akademisk diskussion av denna penningpolitiska strategi. Se Clarida (2019) för en diskussion i den amerikanska kontexten.

köper obligationerna tillförs likviditet till marknaden – placeraren byter obligationen mot inlåning i bank och mängden centralbanksreserver i banksystemet som helhet ökar. Hur effektiva kvantitativa lättnader är beror på hur investerare och banker använder denna likviditet. Förhoppningen är att investerarna letar nya placeringsmöjligheter och därmed pressar ner andra marknadsräntor som är viktigare för företag och hushåll. När ränteläget går ner kan bankerna expandera kreditgivningen – här kan den ökade likviditeten i centralbanken bidra eftersom den utgör en buffert mot eventuella utflöden av likviditet som kan drabba banken om den skapar nya lån. Det finns även andra tänkbara effekter av kvantitativa lättnader såsom en förstärkning av trovärdigheten för *forward guidance*.

I Sverige har Riksbankens balansräkning ökat kraftigt och Riksbanken äger nu en ganska stor andel av utestående statsobligationer.

Bernanke (2020) är en av dem som argumenterar för att de kvantitativa lättnaderna har fungerat, i meningen att de har bidragit till att göra penningpolitiken mer expansiv. Därför kan de även framöver bli en permanent del av den penningpolitiska verktygslådan – i alla fall om realränteläget fortsätter att hålla korta nominella räntor vid nedre gränsen. Även kvantifieringar gjorda på Riksbanken tyder på att köpen av statsobligationer fått en signifikant effekt.¹¹

Det finns dock en gräns för hur mycket de långa räntorna kan tryckas ner i Sverige. Dels har Riksgälden en facilitet som skapar möjligheter för ett arbitrage om de långa räntorna ligger tillräckligt långt under reporäntan. Dels kan vissa investerare välja att växla över till kontanter om räntenivån blir för låg.

Om kvantitativa lättnader ska bli en del av den permanenta penningpolitiska verktygslådan vore det fördelaktigt om instrumentet kunde användas mer systematiskt än vad som varit fallet under krisen. Mycket av utvecklingen kring den penningpolitiska analysen har handlat om vikten av systematik och kommunikation – och det borde även gälla nya instrument, återigen för att påverka omvärldens förväntningar så mycket som möjligt. Dessutom behöver centralbankerna hitta tydliga strategier för hur de ska minska sina innehav av finansiella tillgångar när konjunkturen förbättras och inflationen stiger, för att undvika att balansräkningarna ökar med varje lågkonjunktur.

Forward guidance för att påverka förväntningar om framtida räntor

Riksbanken har ända sedan 2007 ägnat sig åt en form av *forward guidance*, genom att i varje penningpolitisk rapport publicera sin bästa bedömning av den framtida utvecklingen för såväl reporäntan som inflationen och realekonomin. Det handlar om att övertyga marknaden om vart vi tror att ekonomin och räntan är på väg. Även om det är svårt att göra prognoser och vi ofta trott att räntorna skulle stiga snabbare än vad som blivit fallet, har kommunikationen om framtiden ändå varit användbar, speciellt på den kortare horisonten. Vi har kunnat påverka förväntningarna för nästkommande år genom vår kommunikation. Andra

¹¹ Se till exempel De Rezende och Ristiniemi (2018).

centralbanker, som inte traditionellt ägnat sig åt denna typ av kommunikation, har som jag tidigare nämnde experimenterat med olika former av grövre ”triggers” av olika slag.

Den akademiska bakgrunden till begreppet är insikten att förväntningar om framtida styrräntor är minst lika viktiga som dagens nivå när det gäller att påverka investerings- och konsumtionsbeslut. I normala fall antas centralbanken kunna påverka förväntningarna på ett tillfredställande sätt genom sin systematiska penningpolitik. Men när räntan slår i nedre gränsen kan man kommunicera sin avsikt att avvika från normalt beteende och hålla räntan låg under en lägre period och på så vis i viss mån substituera för en räntesänkning idag. Det finns dock en diskussion om hur effektiv sådan kommunikation egentligen är, speciellt på längre horisonter.¹²

Riksbankens metod ger en mer fullständig bild av hur vi ser på läget och den ekonomiska utvecklingen. Men andra sätt att kommunicera kring framtiden har sina fördelar. En variant är den amerikanska: att säga att räntan ska höjas tidigast när utfallet för inflationen når 2 procent.¹³ I lägen när marknaden inte delar Riksbankens syn på inflationsutvecklingen kan det amerikanska sättet att kommunicera ge mer information än inflations- och ränteprognoser. Marknaden kan därmed själv bedöma när räntorna kommer att börja stiga. Riksbanken kan visserligen åstadkomma motsvarande effekt genom att vara tydlig och med hjälp av alternativa scenarier och systematisk penningpolitik få marknaden att förstå hur vi kommer att reagera på framtida överraskningar. Men det kan inte uteslutas att någon form av mer explicit *forward guidance* ibland kan vara ett mer enkelt och effektivt sätt att kommunicera.

Koordinera med finanspolitiken vid nedre gränsen

De senaste 30 åren har uppdelningen mellan finans- och penningpolitik i Sverige varit ganska tydlig. En oberoende centralbank med inflationsmål har använt räntan för att på kort sikt driva på ekonomin i den riktning som krävts för att uppnå inflationsmålet. Hög ränta i högkonjunktur och låg ränta i lågkonjunktur. Det finanspolitiska bidraget till konjunkturstabiliseringen har i första hand kommit i form av automatiska stabilisatorer. Finanspolitiken har i stället i huvudsak inriktats på fördelningspolitik och strukturella frågor som att skapa stabila förutsättningar för uthållig tillväxt.

Bakgrunden till denna uppdelning var den långsamma beslutsprocessen i finanspolitiken och svårigheten att snabbt anpassa den till förändrade förutsättningar. Men även insikten att det finns en politisk frestelse att använda penningpolitiken kortsiktigt vilket riskerar att skapa onödiga svängningar i ekonomin.

¹² Se Del Negro et al. (2015).

¹³ Den amerikanska centralbanken introducerade en typ av tillståndsberoende forward guidance i december 2012 genom att kommunicera att räntorna inte skulle höjas innan arbetslösheten minskat till 6,5 procent under förutsättning att inflationsförväntningarna var fortsatt förankrade, se Bernanke (2020).

Trots denna uppdelning finns det alltid en viss implicit interaktion mellan finans- och penningpolitik.¹⁴ När räntan sänks minskar statens räntebetalningar och därmed ökar utrymmet för en aktiv finanspolitik. När Riksbanken köper statsobligationer leder det till minskande kostnader för nyupplåning på längre löptider. Och omvänt, när finanspolitiken blir mer expansiv ökar aktiviteten i ekonomin och i förlängningen inflationstrycket, och den påverkar därigenom penningpolitiken.

De senaste två stora kriserna i kombination med det låga ränteläget reser dock några svåra frågor. För det första, om den normala penningpolitiken inte räcker till, skulle man kunna tänka sig att finanspolitiken "hjälper till" mer explicit när det behövs, inte bara med automatiska stabilisatorer – som kan vara mer betydelsefulla än penningpolitiken? Alltså genom mer diskretionära åtgärder som kräver aktiva beslut.¹⁵ Beroende på omständigheterna är en sådan "koordinering" mellan finans- och penningpolitik förstås mer eller mindre komplicerad. I en svår lågkonjunktur med mycket svagt resursutnyttjande är det naturligt att de automatiska stabilisatorerna går igång av sig själva och att den diskretionära delen av finanspolitiken, som naturligt strävar efter ett normalt resursutnyttjande, blir expansiv. Men frågan är om det sker i tillräcklig omfattning, givet det finanspolitiska ramverket. En intressant – och delikat – fråga är om det går att utöka koordineringen av penning- och finanspolitik just i djupa lågkonjunkturer.

I det nuvarande finanspolitiska ramverket är budgetreglerna för finanspolitiken ett möjligt hinder. Reglerna instiftades för att säkerställa en ansvarsfull finanspolitik och för att undvika en ständigt ökande statsskuld. Men kanske skulle vi behöva föra en diskussion om hur dessa regler ska tillämpas i en djup lågkonjunktur och fundera på om utrymmet för diskretionär finanspolitik kunde kopplas till penningpolitikens begränsningar. En mild form av koordinering skulle kunna ske i form av att Riksbanken publicerar alternativa scenarier i den penningpolitiska rapporten där det framgår att penningpolitiken är begränsad och att om finanspolitiken blir mer expansiv så kommer det inte att leda till högre räntor utan bara till en inflation närmare målet. En starkare form skulle kunna vara att Riksbanken skulle informera finansdepartementet om att penningpolitiken behöver hjälp av en mer expansiv finanspolitik om inflationsmålet ska kunna uppfyllas. En sådan kommunikation skulle påminna om den motsatta situationen, när centralbanken är orolig för "fiscal dominance" – en situation där en ohållbar finanspolitik gör det omöjligt för centralbanken att hålla tillbaka inflationen – och kommunicerar om detta.¹⁶

Personligen tycker jag inte att en oberoende penningpolitik förutsätter total avsaknad av dialog mellan Riksbanken och det politiska systemet om sådana frågor.

Den andra frågan gäller effektiviteten i olika åtgärder och de risker som de för med sig. Anta exempelvis att Riksbanken kan göra penningpolitiken mer expansiv genom att köpa vissa finansiella tillgångar. Detta kan öka riskerna på Riksbankens

¹⁴ Det finns även en akademisk diskussion om en mer grundläggande interaktion mellan finans- och penningpolitik, den så kallade "fiscal theory of the price level", se Leeper (1991) och Sims (2017).

¹⁵ Se Ubide (2020) för en diskussion om samspelet mellan finans- och penningpolitik.

¹⁶ Se även Posen (2020) för en diskussion om den räntepeg som Bank of Japan infört.

balansräkning avsevärt och leda till framtida förluster för skattebetalarna. Anta nu att motsvarande effekt hade kunnat uppnås med en relativt mild finanspolitisk stimulans. Detta skulle troligen vara möjligt i ett läge där penningpolitiken befinner sig vid nedre gränsen. Riksbanken skulle då inte höja räntan när den ekonomiska aktiviteten stiger och därmed skulle finanspolitiken bli mer effektiv än normalt.¹⁷ I detta fall bör det finnas förutsättningar för att föra en diskussion om vilken policy-mix som är mest ändamålsenlig.

Blanchard (2019) gör dessutom poängen att om realräntan är lägre än tillväxttakten i ekonomin så blir kostnaden för skuldfinansierade offentliga investeringar mycket låg. De reala räntebetalningarna understiger tillväxten och då faller kvoten mellan statsskuld och BNP även om man lånar till räntebetalningar och inte amorterar på skulden.

Helikopterpengar som ett sätt att finansiera en finanspolitisk stimulans

Ytterligare en idé som framförts är att centralbanken finansierar en finanspolitisk expansion med sedelpressarna. Det är svårt att hitta en exakt definition av helikopterpengar, men den viktiga frågan är vad i detta som är finanspolitik, vad som är penningpolitik och vad som är koordination. Grundtanken leker lite med elden: alla vet att misslyckad penningpolitik där man förlorar kontrollen över sedelpressarna enkelt kan sluta i hyperinflation – historien innehåller flera tydliga exempel på detta. Men i dessa exempel brukar initiativet komma från andra hållet: staten sätter press på centralbanken att finansiera en expansiv finanspolitik för att skatteintäkterna inte räcker till och lånemöjligheterna är begränsade. Idag handlar diskussionen i stället om att inflationen är för låg och penningpolitiken behöver assistans av en mer expansiv finanspolitik. Frågan är dock om det går att generera en lagom mängd inflation och sedan stänga av, eller om dammluckorna inte går att stänga när penningströmmen väl börjat rinna med full kraft.

Det finns även intressanta teknikaliteter som skiljer sig åt mellan olika länder som kan bli avgörande för om helikopterpengar skulle fungera annorlunda än en vanlig lånefinansierad finanspolitisk stimulans. Betalar centralbanken ränta på centralbanksreserver och kan kontanter lösas in ett till ett mot dessa? Om priserna inte ökar ett till ett med ökningen av sedelmängden (elektronisk eller papper) så kommer en andel av penningmängdsökningen i mycket att likna en skuldökning eftersom Riksbanken i framtiden betalar ränta på denna.¹⁸

Att avskaffa kontanter – eller sätta negativ ränta på dem

Ett annat förslag handlar om anledningen till att den nedre gränsen för räntan finns, nämligen existensen av en riskfri tillgång som avkastar 0 – kontanter. Om räntorna blir tillräckligt negativa kommer hushållen (om det är bankernas inlåningsräntor) eller bankerna (om det är centralbankens inlåningsräntor) att i stället ta ut kontanter. Därför går det inte att sänka ränteläget hur långt som

¹⁷ Se Coenen et al. (2012) som uppskattar den så kallade finanspolitiska multiplikatorn med och utan nedre gräns för räntan.

¹⁸ Det pågår en intressant akademisk diskussion om helikopterpengar, se exempelvis Galí (2020).

helst. Rogoff (2017) samt Agrawal och Kimball (2015) har påpekat att om centralbanken antingen avskaffar kontanter helt, eller inför en växelkurs mellan kontanter och centralbanksreserver och låter denna växelkurs spegla negativa räntor, så kan nedre gränsen elimineras helt. Men frågan är inte enkel – en del av Riksbankens samhällskontrakt med medborgarna är att erbjuda de betalningsmedel som efterfrågas och många medborgare vill fortfarande använda kontanter.

Acceptera låg inflation

En intressant frågeställning är vilket inflationsmått en liten öppen ekonomi egentligen borde ha. Riksbanken mäter inflationen med KPIF, och i denna varukorg finns ett ganska stort inslag av importerade varor eftersom Sverige är en liten öppen ekonomi. Frågan är om Sverige kan ha en inflation på målet om övriga världen har en mycket låg inflation. Eller måste vi acceptera att inflationen är för låg? Är det rimligt att priset på inhemskt producerade varor och tjänster ska öka mer än 2 procent för att kompensera för att importen är billig?

Ja, jag anser att en sådan kompensation är möjlig, eftersom den rörliga växelkursen i princip kan fånga upp skillnaden mellan den svenska inflationen och inflationen i omvärlden. De realekonomiska förutsättningarna avgör vilka relativpriser som ska råda mellan svenska och utländska varor. En försämring av relativpriset på svenska varor kan till exempel komma till stånd antingen genom ett fall i svenska priser eller en höjning av utländska priser eller genom en kombination. Valet av ett inflationsmål på två procent väljer implicit en av de möjliga kombinationerna. Om vi lyckas med det får vi ett större utrymme att hantera framtida ekonomiska störningar, jämfört med om vi ger upp och låter en ny inflationsnivå etableras som är lägre än inflationsmålet. Vi noterade ju i diskussionen ovan att om något så handlar den internationella diskussionen om att *höja* inflationsmålet.

Ett närliggande problem är att det har visat sig svårt att förstå inflationsutvecklingen den senaste tiden utifrån de standardteorier som är grunden för den penningpolitiska analysen. Phillipskurvan skattas allt flackare, det vill säga sambandet mellan real aktivitet och inflation verkar ha blivit svagare.¹⁹ Många ekonomer blev överraskade av att inflationen inte föll mer under finanskrisen, när resursutnyttjandet uppfattades som mycket svagt.

Vi behöver bättre förstå hur företagen egentligen sätter sina priser och hur deras beteende samspelar med makroekonomin. Mycket forskning fokuserar för närvarande på att studera olika typer av mikrodata och förhoppningsvis kommer vi att få mer kunskap om dessa saker framöver.

Ändamålsenlig penningpolitik kräver handlingsfrihet

Det finns många intressanta saker att fundera på kring alla de olika förslag som cirkulerar i diskussionen. Det som är i fokus i denna presentation är att vissa av dessa åtgärder innebär stora konsekvenser för Riksbankens balansräkning. Det är

¹⁹ Se Andersson et al. (2020) för en diskussion.

därför viktigt att Riksbanken framöver har tillräcklig handlingsfrihet för att kunna utforma en ändamålsenlig penningpolitik. De risker som Riksbanken kan komma att behöva bära på sin balansräkning innebär dessutom att vi behöver ha finansiella buffertar, för att säkerställa att vi har ett tillfredställande finansiellt oberoende, något som jag strax återkommer till.

Den andra frågan som jag tycker är speciellt intressant är möjligheterna till koordinering mellan finans- och penningpolitik när styrräntan har nått sin nedre gräns. Här behövs både mer forskning och en praktisk dialog mellan centralbanker och finansdepartement om hur ett sådant samarbete skulle kunna se ut. Det är naturligtvis en känslig fråga, vi har instruktionsförbud och oberoende att förhålla oss till. Men dessa välmentade regler får inte bli ett hinder för att föra en ändamålsenlig diskussion om vilken policymix som är lämplig i de extrema situationer vi har att förhålla oss till.

Riksbanksutredningen – möjligheter och begränsningar

Tre olika utredningar och en lagrådsremiss har under en femtonårsperiod funderat på olika förändringar i Riksbankslagen. Den senaste utredningen presenterades i november.²⁰ Ursprunget till de två första utredningarna var i huvudsak en kritik från ECB angående Riksbankens finansiella oberoende. Frågan aktualiserades när riksbanksfullmäktige valde att göra två stora vinstutbetalningar i början av 2000-talet, något som tydligt illustrerade att vinstutdelningsbeslutet ligger hos den politiska makten snarare än hos direktionen, vilket står i strid med EU-rätten.²¹

Riksbankens finansiella oberoende

Både de två tidigare utredningarna som gjordes av Ingrid Bonde och Harry Flam och nu den senaste Riksbanksutredningen har alla utgått ifrån en idé om att centralbankens balansräkning i normala fall ska vara ganska liten. Tanken är enkel: i vanliga tider kan valutareserven vara liten och penningpolitiken skötas med variationer i styrräntan. Riksbanken behöver dock finansiera sin verksamhet utan årliga anslag från staten och behöver därför ha en intjäning som i genomsnitt är minst lika stor som kostnaderna. Storleken på det egna kapitalet behöver alltså kalibreras så att avkastningen på det, tillsammans med eventuellt seignorage från sedlar och mynt, blir minst lika stor som kostnaderna. Under antagandet att balansräkningen är liten behövs mycket lite extra eget kapital för att täcka extra risker.

Problemet med denna utgångspunkt är att den utgår från att vi är på väg tillbaka till det normaltillstånd som rådde innan finanskrisen 2008-2009. Sällan är tillvaron så enkel. Jag tror att det finns en stor sannolikhet att lågräntemiljön kommer att vara en del av det penningpolitiska landskapet under överskådlig tid, och givet att

²⁰ Se SOU 2007:51, SOU 2013:9 och SOU 2019:46.

²¹ Detsamma gäller av historiska skäl i flera av länderna i eurosyste

det tog nästan 20 år att komma fram till ett beslut om ny riksbankslag måste det nya förslaget vara robust och klara av olika tänkbara utvecklingar framöver.

En kritisk fråga handlar om Riksbankens intjäning. I detta avseende finns två oroande trender. Dels minskar efterfrågan på sedlar och mynt och dels bidrar det låga ränteläget till att Riksbankens intjäning minskar. Om realräntan är runt noll eller till och med negativ (som den har varit under merparten av de senaste tio åren) fungerar den föreslagna finansieringsmodellen inte alls eftersom den bygger på att det investerade egna kapitalet ska generera en positiv real avkastning. Således behövs en "backstop" om detta scenario skulle realiseras. I vårt remissvar till utredningen föreslår vi ett räntefritt kassakrav som en alternativ finansieringsform för Riksbanken.²²

Min bedömning att vi framöver antagligen kommer att behöva bedriva penningpolitik på ett sätt som innebär stora konsekvenser för balansräkningen. Utredningens förslag tillåter visserligen köp av statsobligationer, men om Riksbanken av penningpolitiska skäl behöver ha en stor balansräkning måste vi också förhålla oss till de förlustrisker som följer och därför behöver vi ha en säkerhetsmarginal i vårt eget kapital som tryggar ett tillfredställande finansiellt oberoende.

Diskussionen kring eget kapital är delvis ny eftersom centralbanker tidigare varit skyddade mot förluster genom ett stort seignorage. Men Riksbanken står, tillsammans med några få andra centralbanker i världen, inför ett nytt faktum i och med att efterfrågan på kontanter nu är så låg att seignoraget knappt räcker till att finansiera de löpande kostnaderna. Dessutom så har perioderna då centralbankerna expanderat sina balansräkningar tidigare varit ganska korta.

Om vi nu i stället står inför en framtid där storleken på balansräkningen även i normala tider kan väntas bli större än tidigare behöver ramverket kring vårt finansiella oberoende reflektera detta. Det betyder att mängden eget kapital behöver stå i proportion till de risker som Riksbanken kan komma att behöva hålla på balansräkningen.²³ Grundtanken är att sannolikheten för att Riksbanken ska behöva be riksdagen om en återkapitalisering ska vara tillfredställande låg – endast i så fall kan vi säga att vi har ett finansiellt oberoende. Utöver intjäningen måste det egna kapitalet generera ett rimligt överskott så att Riksbanken har vinster som kan användas för att bygga upp eget kapital i händelse av förluster.

Utredningens förslag begränsar Riksbankens egna kapital till 60 miljarder kronor, uppräknat endast med inflationen. En tolkning av detta är som sagt att utredningen ser en återgång till ett *steady state* där balansräkningen ska vara liten – och ett litet eget kapital är i en sådan värld adekvat, under förutsättning att realräntan återvänder till minst 1 procent och att variationer i reporäntan räcker för att uppnå de penningpolitiska målen. Den föreslagna lagen gör det visserligen möjligt för Riksbanken att be om att få höja kapitalnivån till exempel om seignoraget skulle falla eller realräntan bli lägre. Problemet är att om intjäningsförmågan initialt är satt för att precis täcka kostnaderna finns inget

²² Bank of England finansieras på detta sätt. Dessutom justeras beloppet så att Bank of Englands intäkter blir tillfredställande oavsett ränteläget, i alla fall så länge längre statsobligationsräntor är positiva.

²³ Se Kjellberg och Vestin (2019) och Riksbankens remissvar, Sveriges riksbank (2020).

utrymme att använda vinsten för att självständigt bygga upp eget kapital. Om intäkterna faller för att realräntorna är låga så spelar det ingen roll att målsatt eget kapital är högre – Riksbanken gör förluster fram till dess att ramverket triggas en återkapitalisering. När det gäller att ta höjd för en större balansräkning är problemet att riskerna kan öka ganska fort – och då kan Riksbanken hamna i en situation där återhållna vinster inte räcker till att bygga upp eget kapital tillräckligt fort. Slutsatsen är att det även måste finnas en viss buffert för att i förväg säkerställa att balansräkningens storlek kan expandera om nya utmaningar kräver det. Annars riskerar penningpolitiken att bli begränsad i framtiden.

Än en gång: detta illustrerar att Riksbanken behöver flexibilitet att kunna använda balansräkningen om så skulle behövas för att kunna bedriva en väl avvägd penningpolitik.

Begränsningar i den penningpolitiska verktygslådan är inte ändamålsenliga

Utredningen förordar en separation av verktygen för penningpolitik och för finansiell stabilitet. Jag har redan nämnt att jag tror att denna separation i många fall blir svår att göra – alla åtgärder vidtas av skäl som ytterst handlar om en omsorg om makroekonomin och de penningpolitiska målen.²⁴ Centralbankens balansräkning är dess verktygslåda. Att dela in verktygslådan i olika fack där vissa verktyg bara får användas för vissa ändamål skulle strida mot hur nationalekonomisk teori och praktisk politik traditionellt sett på centralbanksverksamhet och det skulle kunna innebära att penningpolitiken begränsas. Internationellt suddas gränserna ut mer och mer mellan penningpolitik och finansiell stabilitet medan vi i Sverige riskerar få en lag som gör det mycket svårt för Riksbanken att använda sig av hela sin balansräkning för att bedriva penningpolitik. Jag hävdar att alla åtgärderna under pandemin innehåller element av både penningpolitik och finansiell stabilitet.

Sverige är medlem i EU sedan länge och som andra svenska myndigheter måste Riksbanken på något sätt förhålla sig till vad som sker och gäller inom EU. Andra centralbanker inom EU har rätt till långtgående köp av olika värdepapper i penningpolitiskt syfte. Det blir därför märkligt med en nationell lagstiftning som ger Riksbanken en markant avvikande verktygslåda än den som kan sägas vara den standardiserade inom EU.

Dessutom innebär utredningens förslag att vissa åtgärder endast får vidtas under extraordinära omständigheter. Sådana förslag står i skarp kontrast till den flexibilitet centralbanker behövt visa de senaste tio–femton åren för att kunna hantera störningar som få kunde förutse. En kritisk fråga handlar om hur mycket man tror (eller fruktar) att balansräkningen kommer att behöva användas även under mer normala omständigheter framöver. Eftersom jag är en av dem som tror att det finns en stor sannolikhet att så blir fallet, och inte ser poängen med att ge penningpolitik en snävare tolkning än vad som varit vanligt i ett historiskt

²⁴ Se Sveriges riksbank (2020) och Vredin (2019) för en kritisk diskussion av denna gränsdragning.

perspektiv, tycker jag inte att det är rimligt att införa den typ av begränsningar som utredningen förordar.

En lättillgänglig valutareserv ger trygghet i kris

När det gäller frågan om lämplig storlek på valutareserven har jag två synpunkter. Den första är att storleken måste avgöras av banksystemets storlek och finansieringsstruktur. Det är därför olämpligt att lagfästa en specifik siffra, eftersom det är mycket svårt att göra en träffsäker prognos över hur banksystemet och de finansiella marknaderna kommer att utvecklas de närmsta decennierna.

Den andra synpunkten har att göra med om man ska hålla valuta i förväg eller låna upp då problem uppstår. En fördel med att ha en liten valutareserv är att de löpande kostnaderna för den blir mycket små. Om man tror att valuta alltid går att låna upp vid behov finns därför goda skäl att endast ha en liten valutareserv. Men jag har varit med om att hantera ett antal bankkriser världen över och en lärdom från det arbetet är hur snabbt ett krisförlopp kan förvärras om man saknar en lättillgänglig valutareserv. Jag tror heller inte att det i alla tänkbara scenarier kommer att gå så lätt att låna upp utländsk valuta tillräckligt fort och tycker därför att det är viktigt att möjligheten att hålla en väl avvägd valutareserv inte begränsas. En tillräckligt stor valutareserv sänder också en viktig signal till omvärlden om att man är redo att hantera problem om sådana skulle uppkomma. Vidare är det alltid de som lånar ut som sätter villkoren och helst lånar man ut till dem som inte behöver låna. Jag tycker alltså att det bör vara Riksbanken som bestämmer storleken på valutareserven men också hur den ska finansieras. I orostider och kriser måste Riksbanken alltid överväga alla möjligheter att utföra sitt uppdrag. Finns det inga andra möjligheter för Riksbanken att säkra tillgång till utländsk valuta än att ge ut skuldebrev i utländsk valuta i eget namn, ja då måste en sådan åtgärd givetvis övervägas och användas i de fall då nöden så kräver.

En centralbank måste kunna använda sin balansräkning

Jag har flera gånger återkommit till centralbankens balansräkning. Det är för att jag tror att det finns en stor sannolikhet att denna kommer att spela en viktig roll för penningpolitiken framöver, precis som den gjort tidigare, åtminstone om vi är beredda att blicka längre bakåt i tiden än till "The Great Moderation". Om dessutom realräntorna fortsätter ligga kvar på de svaga nivåer vi sett de senaste tio åren kommer förändringar i villkoren för de penningpolitiska faciliteterna och värdepappersköpen att bli nödvändiga inslag i den normala penningpolitiken. Därför är det viktigt att den nya riksbankslagen inte begränsar dessa möjligheter.

Referenser

Agrawal, R. och M. Kimball (2015), "Breaking Through the Lower Bound", IMF Working Paper No. 15/2015.

Andersson, B., M. Jonsson och H. Lundvall (2020), "Den nya makroekonomiska miljön efter den globala finanskrisen", Penning- och valutapolitik 2020:1, Sveriges riksbank.

Bartsch, E., J. Boivin, S. Fisher och P. Hildebrand (2019), "Dealing with the next downturn", SUERF policy note Issue No. 105.

Bernanke, B. (2020), "The new tools of monetary policy", American Economic Association Presidential Address", Brookings Institution.

Billi, R. och A. Vredin (2014), "Penningpolitik och finansiell stabilitet – en enkel historia", Penning- och valutapolitik 2018:2, Sveriges riksbank.

Blanchard, O., and J. Simon (2001). "The Long and Large Decline in U.S. Output Volatility," Brookings Papers on Economic Activity, 1, s. 135-64.

Blanchard, O. (2019), "Public debt and low interest rates", American Economic Review 109(4): 1197-1229.

Clarida, R. (2019), "The Federal Reserve's Review of Its Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices", tal, 26 september.

Coenen, G., C. Erceg, C. Freedman, D. Furceri, M. Kumhof, R. Lalonde, D. Laxton, J. Lindé, A. Mourougane, D. Muir, S. Mursula, C. de Resende, J. Roberts, W. Roeger, S. Snudden, M. Trabandt, och J. Veld. (2012), "Effects of fiscal stimulus in structural models", American Economic Journal: Macroeconomics 4(1) s. 22-68.

De Rezende, R. och A. Ristinemi (2018), "A shadow rate without a lower bound constraint", Working Paper Series No. 355, Sveriges riksbank.

Del Negro, M., M. Giannoni and C. Patterson (2015), "The Forward Guidance Puzzle", Federal Reserve Bank of New York Staff Reports 2012:574.

Frohm, E. och S. Ingves (2020) "Framtiden är inte vad den en gång var – perspektiv på förändringar i svensk ekonomi", Penning- och valutapolitik 2020:1, Sveriges riksbank.

Gali, J (2020), "The Effects of a Money-Financed Fiscal Stimulus", Journal of Monetary Economics, forthcoming.

Holston, K., T. Laubach och J. Williams (2017), "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants," Journal of International Economics 108, supplement 1 (May): s. 39–75.

Ingves, S. (2019), "Långsiktiga trender – viktiga pusselbitar i den penningpolitiska analysen", anförande, Nationalekonomiska föreningen 7 maj.

Jordà, O., M. Schularick och A. Taylor (2013), "When Credit Bites Back", Journal of Money, Credit and Banking, vol. 45, s. 3–28.

Jordà, O., K. Knoll, D. Kuvshinov, M. Schularick, och A. Taylor (2019), "The rate of return on everything, 1870–2015", Quarterly Journal of Economics, vol. 134, nr. 3.

Jonung, L. (2000), "Från guldmyntfot till svenskt inflationsmål – svensk stabiliseringspolitik under det 20:e seklet", Ekonomisk Debatt 28:1.

- Leeper, E. (1991), "Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policies," *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 27(1), s. 129-147.
- Lundvall, H. (2020) "Vad driver den globala trenden mot lägre realräntor?", *Penning- och valutapolitik 2020:1*, Sveriges riksbank.
- King, M. och D. Low, (2014), "Measuring the 'world' real interest rate", Working Paper nr 19887, National Bureau of Economic Research.
- Kjellberg, D. och D. Vestin (2019) "Riksbankens balansräkning och finansiella oberoende", *Penning- och valutapolitik 2019:2*, Sveriges riksbank.
- Nessén, M. och D. Vestin (2005), "Average Inflation Targeting", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 37, s. 837-863.
- Posen, A. (2020), "Bank of Japan's policies have been a success", *Nikkei Asian Review*, March 6.
- Rogoff, K. (1985), "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target." *Quarterly Journal of Economics* 100, s. 1169-1189.
- Rogoff, K. (2017), "The curse of cash". Princeton University Press.
- Sims, C. (2016), "Fiscal policy, monetary policy and central bank independence", *Jackson Hole Symposium*.
- SOU 2007:51, "Riksbankens finansiella oberoende".
- SOU 2013:9, "Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning".
- SOU 2019:46, "En ny riksbankslag".
- Sveriges riksbank (2020a), "Penningpolitisk rapport", april.
- Sveriges Riksbank (2020b), "Remissvar, SOU 2019:46".
- Söderberg, G. (2018), "Vad är pengar och vilken typ av pengar skulle en e-krona vara?", *Penning- och valutapolitik 2018:2*, Sveriges riksbank.
- Ubide, A. (2020), "Euro yearbook".
- Vredin, A. (2019), "Särskilt yttrande av kommitténs sakkunnige Anders Vredin", SOU 2019:46, s. 1898-1908.