



SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00

ANFÖRANDE

DATUM: 2021-02-23
TALARE: Anna Breman
PLATS: Swedbank

Penningpolitiken i spåren av coronakrisen – vi behöver tänka i nya banor¹

Coronapandemin är en hälsokris som kostat över 2,4 miljoner människoliv och orsakat stort lidande för de insjuknade och deras anhöriga. Den har också orsakat en djup realekonomisk kris och under förra våren var det nära att den också utlöste en ny finansiell kris.

Pandemin är inte över. Fokus för Riksbanken är att fortsätta ge stöd till den ekonomiska återhämtningen och att upprätthålla prisstabilitet. Jag är försiktigt optimistisk kring den ekonomiska utvecklingen, under förutsättning att vaccinationerna når stora delar av samhället. Men vi ska inte ta ut någonting i förskott.

Och även under pågående kris behöver vi tänka på hur förutsättningarna för penningpolitiken förändras i dess spår. Vi kan *hoppas* att det tar tid innan en lika allvarlig kris händer igen. Men vi *vet* att en ny kris kan komma när som helst och från ett oväntat håll. Pandemin visar att vi måste ha beredskap, måste kunna agera kraftfullt och måste våga använda nya och oprövade verktyg.

Jag tycker att Riksbanken har lyckats tänka i nya banor hittills under krisen, och det illustreras inte minst av de nya penningpolitiska verktyg som vi har använt.² Utan Riksbankens åtgärder skulle krisen ha blivit djupare och mer utdragen. Men vad händer framöver?

Idag vill jag bjuda in till en diskussion om hur penningpolitiken bäst kan förnyas i spåren av coronakrisen.

Mina tankar är till stor del övergripande och preliminära. Och jag har inga enkla svar. Men en sak kan jag med säkerhet säga redan nu: Vi behöver vara öppna för

¹ Jag vill tacka Björn Lagerwall för hjälp med att skriva detta anförande, och Hanna Armelius, Emma Bylund, Charlotta Edler, Dag Edvardsson, Jesper Hansson, Per Jansson, Stefan Laséen, Marianne Nessén, Åsa Olli Segendorf, Marianne Sterner, Ulf Söderström och Anders Vredin för hjälp och värdefulla synpunkter, samt Gary Watson för hjälp med att översätta det till engelska.

² Jag utvecklade mina tankar kring detta i mitt inlägg i det penningpolitiska protokollet i september förra året: se Sveriges riksbank (2020a).

innovation och nytänkande. Jag ser två huvudsakliga orsaker till det. För det första kan räntorna förbli låga ännu längre än vad vi tidigare såg framför oss. För det andra har digitaliseringen i samhället accelererat under krisen. Det påverkar centralbankerna i högsta grad, bland annat eftersom färre människor använder kontanter och allt fler länder planerar för att införa digitala centralbanksvalutor. Båda dessa trender gör det också nödvändigt att analysera våra penningpolitiska verktyg och diskutera vad de kan innebära för gränsdragningen mot finanspolitiken.

Mina budskap idag kan sammanfattas i tre punkter:

- Den penningpolitiska verktygslådan kan behöva växa så att handlingsutrymmet ökar.
- Finanspolitiken kommer troligen att spela en större roll för stabiliteten i konjunkturen framöver, både på kort och på lång sikt, och det är också önskvärt att det blir så.
- Om mer penningpolitisk stimulans skulle behövas på kort sikt är de verktyg jag ser framför mig i första hand negativ reporänta och utökade kvantitativa lättnader – men inga av de övriga verktyg jag tar upp idag ska helt uteslutas, så länge de är legala.

Penningpolitik och finanspolitik har olika uppgifter

För att motverka den ekonomiska krisen har omfattande åtgärder satts in inom såväl finans- som penningpolitiken. Inom båda politikområdena har man också beslutat om åtgärder som inte har använts förut.

Som ett avstamp inför den fortsatta diskussionen tycker jag det är värt att fundera över vilka uppgifter penningpolitiken och finanspolitiken egentligen har och hur ansvarsfördelningen ser ut mellan regeringen och centralbanken.

I riksbankslagen står det: "Målet för Riksbankens verksamhet skall vara att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken skall också främja ett säkert och effektivt betalningsväsende." I praktiken innebär det att Riksbanken ger ut svenska kronor, att vi ser till att de kan användas för betalning och att de behåller sitt värde över tid.³

Uppgiften att se till att pengarna behåller sitt värde brukar normalt betraktas som penningpolitik. Den har antagit olika former genom historien.⁴ Sedan 1993 har Riksbanken valt att tolka uppgiften om det fasta penningvärdet i termer av ett *inflationmål* på 2 procent.⁵ I lagen från 1999 fick vi en större självständighet från det politiska systemet. Förutsättningarna att uppnå en låg inflation förbättrades då, eftersom penningpolitiken kunde bedrivas mer långsiktigt.

Finanspolitikens centrala beståndsdelar är beskattningsrätten och fördelningen av resurser. Det är regeringen som har ansvar för finanspolitiken och riksdagen som

³ Se exempelvis Georgsson m.fl. (2015) för en ingående beskrivning av centralbankers uppgifter genom historien.

⁴ Se Ingves (2015) för en beskrivning av penningpolitikens mål och medel i ett längre tidsperspektiv.

⁵ Redan under perioden 1931-1937 arbetade Riksbanken med ett prisstabilitetsmål, som den första centralbanken i världen. Därefter följde dock en period på 50 år med olika fasta växelkursregimer.

fattar beslut om den. Vad man väljer att inrikta den på beror i hög grad på politiska preferenser: sänkta skatter, högre arbetslöshetsersättning, mer pengar till sjukvården, fler poliser, klimatsatsningar och så vidare. Sedan 1990-talet har Sverige etablerat ett *finanspolitiskt ramverk*, som syftar till långsiktig hållbarhet i de offentliga finanserna.

Uppdelningen mellan penning- och finanspolitiken verkar ganska enkel, men de båda politikområdena påverkar varandra direkt och indirekt. Låt mig ge två enkla exempel: Inom finanspolitiken kan man besluta sig för att sänka skatterna för låginkomsttagare i fördelningsspolitiskt syfte. Även om det inte är avsikten kan åtgärden också medföra att konsumentpriserna stiger snabbare, på grund av att efterfrågan i ekonomin ökar. På så vis uppstår en *sidoeffekt*, som penningpolitiken kan behöva ta hänsyn till för att inflationsmålet ska uppfyllas. Och även en expansiv penningpolitik i syfte att höja inflationen kan ha fördelningseffekter, något vi på Riksbanken har diskuterat tidigare.⁶ Men som jag ser det är dessa också att betrakta som sidoeffekter som – beroende på politiska preferenser – kan behöva hanteras med hjälp av finanspolitik.⁷

De åtgärder som satts in under coronakrisen är en bra illustration av hur penning- och finanspolitiken fungerar i praktiken. Krisen har också aktualiserat våra frågor om gränsdragningen mellan de båda politikområdena.⁸

Coronakrisen har fått dramatiska konsekvenser för världsekonomin och den ekonomiska politiken

Hur har då penning- och finanspolitiken i Sverige hanterat effekterna av coronakrisen? Jag tycker att de båda politikområdena hittills har kompletterat varandra på ett bra sätt, utan att det funnits någon formell samverkan.

Här i Sverige liksom på många andra håll i världen har penningpolitiken inriktats på två saker: att hålla igång kreditförsörjningen och att bidra till att ränteläget är lågt. Det skapar förutsättningar för en god återhämtning och bidrar till att upprätthålla prisstabilitet. Styrräntan är nu kring noll eller lägre på många håll, och centralbankerna har expanderat sina balansräkningar, bland annat i syfte att göra omfattande tillgångsköp (se diagram 1 och 2).

⁶ Min kollega i direktionen, Henry Ohlsson, höll ett tal om detta för några år sedan: se Ohlsson (2017). Vi har även analyserat fördelningseffekter i samband med våra åtgärder under coronakrisen: se Sveriges riksbank (2020a).

⁷ Man bör ha i åtanke att fördelningseffekterna av penningpolitiken tenderar att jämnas ut över konjunkturcykeln, genom att penningpolitiken växelvís görs mer och mindre expansiv. Det är också viktigt att vara medveten om att ett av motiven bakom införandet av inflationsmålet i Sverige 1993 just var att hög och varierande inflation kan medföra godtyckliga förmögenhetsomfördelningar i samhället. En hög inflation tenderar att gynna låntagare i förhållande till sparare, medan en låg inflation har den omvända effekten.

⁸ Det finns också olika teoribildningar om exakt hur kombinationen av finans- och penningpolitik kan uppnå de stabiliseringspolitiska målen. En känd sådan är "Fiscal theory of the price level", som i grunden handlar om att finanspolitiken måste utformas på ett visst sätt för att centralbankens mål om prisstabilitet ska kunna uppfyllas. För en enkel introduktion till teorin, se exempelvis Lagerwall (2019).

Penningpolitiken verkar via de finansiella marknaderna. Riksbankens åtgärder under krisen inkluderar utlåning till företag via banker, köp av värdepapper, och extraordinär utlåning till banker i svenska kronor och i amerikanska dollar.⁹ Men Riksbanken ger inte något direkt stöd till utvalda hushåll, företag eller branscher.

Det är här finanspolitiken kommer in i bilden. Den kan ge ett riktat stöd till de hushåll och branscher som drabbats extra hårt. I stora delar av omvärlden och i Sverige har det införts omfattande finanspolitiska åtgärder med fokus på att dels hjälpa företag i krisbranscher så att de inte slås ut och behöver säga upp personal, dels ge stöd till de hushåll som har drabbats av krisen (se diagram 3).

En del av centralbankernas åtgärder har dock skapat en debatt om huruvida penningpolitiken närmar sig finanspolitiken, exempelvis när det gäller köp av värdepapper utgivna av privata företag.¹⁰ I Riksbankens fall har köpen omfattat räntebärande värdepapper i form av såväl företagscertifikat med kort löptid som företagsobligationer med längre löptid. Dessa köp genomförs enligt principen om marknadsneutralitet enligt tydligt uppsatta kriterier. Det är alltså inte fråga om något riktat stöd direkt till enskilda företag. Riksbanken köper dessutom enbart på andrahandsmarknaden efter en spärrtid.¹¹ Ett motiv till köpen har varit att många företag till stor del finansierar sig genom att ge ut sådana värdepapper. I Sverige idag är det en tredjedel av företagets finansiering som kommer via obligationsmarknaden. Riksbankens innehav är dock mycket litet och motsvarar i dagsläget 0,4 procent av marknaden för företagsobligationer.

Jag anser att vårt agerande på den här marknaden, i kombination med våra övriga tillgångsköp, har bidragit till att vi hittills lyckats upprätthålla kreditförsörjningen till hushåll och företag och undvika att den realekonomiska krisen utvecklas till en finanskris, vilket i förlängningen också bidrar till att upprätthålla pristabilitet.

Varje kris leder till omprövning

Varje ekonomisk kris leder till omprövning inom penningpolitiken. Efter 90-talskrisen etablerades inflationsmålet och det finanspolitiska ramverket i Sverige. Och efter den globala finanskrisen 2008-2009 utvecklades makrotillsynen som ett komplement till övrig tillsyn och reglering av de finansiella marknaderna.

En annan effekt av finanskrisen var att handlingsutrymmet minskade för penningpolitiken men ökade för finanspolitiken. Det berodde på kombinationen av de låga globala räntorna och det faktum att centralbankerna hade sänkt sina styrräntor kraftigt (se diagram 1 och 4).¹² Då kan styrräntan inte sänkas så mycket mer om ekonomin skulle behöva extra stimulans. Men effekterna av finanspolitisk stimulans blir i stället ovanligt stora, eftersom centralbanken inte har något motiv att motverka effekterna av den expansiva finanspolitiken.¹³

⁹ Se Sveriges riksbank (2020b) för en beskrivning av centralbankernas åtgärder. En genomgång av hur Riksbankens åtgärder fungerat under krisen ges i Sveriges riksbank (2020c).

¹⁰ Se exempelvis Ekholm (2020).

¹¹ Att vi köper på andrahandsmarknaden betyder att vi inte köper värdepapper direkt av utgivaren. Spärrtid innebär att en tid måste ha förflutit mellan det att värdepapperet ges ut och att Riksbanken köper det.

¹² I Japan hade man redan långt före finanskrisen stött på liknande problem.

¹³ Se Lagerwall (2019) för en beskrivning.

Slutsatsen blev i det här fallet ganska klar: Vid nästa lågkonjunktur kommer finanspolitiken att behöva spela en större roll.

Frågan är vilka omprövningar som kan krävas efter coronakrisen.

Jag anser det troligt att finanspolitiken behöver spela en större roll när det gäller att stabilisera konjunkturen framöver, och jag ser det dessutom som önskvärt. Men vi behöver också fundera på vilka penningpolitiska verktyg som finns att tillgå om det låga globala ränteläget består och hur effektiva och proportionerliga de är. Med effektiva menar jag att de bidrar till prisstabilitet och med proportionerliga att det finns en rimlig balans mellan effektiviteten och eventuella negativa sidoeffekter på ekonomin i övrigt. Det är därför viktigt att följa och utvärdera de förslag på nya åtgärder som kommer fram i den ekonomisk-politiska debatten runt om i världen.

Vi kan behöva öka det penningpolitiska handlingsutrymmet

En centralbank kan alltid försöka att göra penningpolitiken mer expansiv. Som jag ser det är problemet att de traditionella åtgärderna inte är effektiva och ändamålsenliga i alla situationer. Det kan göra det svårare att uppnå prisstabilitet framöver. Men man skulle kunna öka handlingsutrymmet för penningpolitiken antingen genom att göra mer övergripande **förändringar av ramverket**, alltså av hur prisstabilitetsmålet är formulerat, eller genom **utöka den penningpolitiska verktyglådan**.

Diskussionen om förändringar i ramverket, som att höja inflationsmålet, är viktig och har tidigare lyfts fram av mina kollegor i direktionen.¹⁴ Jag vill därför ägna resten av mitt tal idag åt att diskutera olika sätt **att utöka vår penningpolitiska verktyglåda**.¹⁵

Hur kan verktyglådan bli större?

Låt oss göra en utblick över olika penningpolitiska verktyg som diskuteras internationellt och som Riksbanken ännu inte använt sig av. Som ni kommer att märka kan den penningpolitiska verktyglådan, framför allt på längre sikt, till viss del komma att hänga ihop med utvecklingen mot ett alltmer kontantlöst samhälle. Flera av verktygen gör också att vi behöver diskutera gränsdragningen mot finanspolitiken. Jag har därför valt att presentera dem i en ordning som avspeglar ett stigande behov av en sådan diskussion.

¹⁴ Per Jansson och Cecilia Skingsley har nyligen hållit tal där de diskuterar förändringar av det penningpolitiska ramverket: se Jansson (2020) och Skingsley (2020).

¹⁵ Riksbankschefen Stefan Ingves höll nyligen ett tal som bland annat berör den penningpolitiska verktyglådan: se Ingves (2020).

Flera tänkbara verktyg har lyfts fram i den internationella debatten

I den internationella debatten saknas det inte idéer om hur den penningpolitiska verktygslådan kan utvidgas. Jag tänker ge min högst personliga syn på några av dessa idéer. Innan jag ger mig i kast med det är det bra att tillägga att den här listan inte är att betrakta som fullständig. Andra verktyg kan visa sig bli aktuella med kort varsel, inte minst under en kris.

”Mycket negativa räntor”

Vi hade en reporänta under noll mellan 2015 och 2019 och den var $-0,5$ procent som lägst. Men måste gränsen gå vid $-0,5$ procent? Kan vi inte sänka räntan mycket mer, kanske till -5 procent?

Det är detta som idén om ”mycket negativa räntor” (”deeply negative rates”) handlar om. Ken Rogoff är en av förespråkarna.¹⁶ Idén är intressant, och vi analyserar själva löpande var den nedre gränsen för styrräntan kan tänkas ligga.¹⁷

Den kanske främsta invändningen mot negativa styrräntor, speciellt innan de infördes i praktiken, har varit att de får hushåll och företag att ta ut kontanter, som har noll ränta. Detta kan i värsta fall leda till uttagsanstormningar och problem med bankernas finansiering. Jag tycker därför att det är intressant att analysera det här verktyget när samhället nu blir alltmer kontantlöst och det blir alltmer nödvändigt att närmare analysera om vi behöver en e-krona.¹⁸

Vi ser att kontanterna som betalningsmedel är på nedgång i rask takt, och den utvecklingen har accelererat under coronakrisen, vilket visas i vår senaste rapport om svenskarnas betalningsvanor (se diagram 5).¹⁹ Ken Rogoff har just lyft fram att mycket negativa räntor kan vara särskilt effektiva om kontanterna avvecklas.²⁰

Men vad skulle hända om kontanterna i så fall ersattes av en e-krona? Ja, det beror på hur e-kronan är konstruerad. Om e-kronan saknar ränta kommer den nedre gränsen för reporäntan sannolikt att ligga högre än idag och kring noll, eftersom e-kronan då blir en direkt ersättning för kontanter, som dessutom är enklare och säkrare att hantera. Sparandet kan då med lätthet flyttas från ett bankkonto med negativ ränta till en e-krona med nollränta. Men om e-kronan är räntebärande kan dess ränta sättas till både positiva och negativa värden.²¹ Då skulle den nedre gränsen för reporäntan kunna bli betydligt lägre än idag.

Mycket negativa styrräntor skapar inga uppenbara gränsdragningsproblem mot finanspolitiken. Däremot finns det risk för att negativa sidoeffekter kan uppstå även i ett kontantlöst samhälle, exempelvis genom att hushållen har färre likvida tillgångar och genom att risktagandet i deras övriga placeringar ökar. Man kan, framför allt från ett teoretiskt perspektiv, argumentera för att de riskerna mer är

¹⁶ Se Rogoff (2020).

¹⁷ Se exempelvis Alsterlind m.fl. (2015).

¹⁸ Riksbankens tidskrift Penning- och Valutapolitik har i det senaste numret specialtemat e-kronan och Central Bank Digital Currencies (CBDC): se Sveriges riksbank (2020e).

¹⁹ Se Sveriges riksbank (2020f)

²⁰ Se Rogoff (2020).

²¹ Se exempelvis Armelius m.fl. (2018) och Nessén m.fl. (2018).

förknippade med ett allmänt lågt ränteläge än just negativa räntor. Men som beslutsfattare måste vi ta hänsyn till att mycket negativa räntor kan skapa beteendeförändringar som inte ryms inom traditionella nationalekonomiska modeller.

Jag tycker i det här sammanhanget att det är viktigt att poängtera att de grundläggande motiven för att införa en e-krona inte handlar om att kunna ha en mer negativ styrränta. Men den snabba trenden mot ett kontantlöst samhälle innebär att vi behöver fortsätta att kontinuerligt analysera för- och nackdelar med mycket negativa räntor.

Jag anser inte att en mycket negativ reporänta är aktuell som ett penningpolitiskt verktyg i dagsläget. Som jag har varit inne på finns viktiga sideoffekter på ekonomin att ta hänsyn till även på längre sikt. Däremot är det möjligt att i närtid återgå till svagt negativa nivåer kring $-0,5$ procent för att stödja den ekonomiska återhämtningen.

”Dubbla räntor”

Ytterligare ett verktyg som diskuterats internationellt är ”dubbla räntor” eller ”dual interest rates”. I en bemärkelse är detta inget nytt, eftersom Riksbanken redan idag använder två räntor (utöver reporäntan) inom ramen för sitt vanliga styrsystem: en inlåningsränta under reporäntan och en utlåningsränta över reporäntan, alltså ett ”korridorsystem”. Bankerna kan låna från eller placera hos Riksbanken över natten till dessa räntor. Den bärande tanken bakom dubbla räntor är i stället att sänka utlåningsräntan utan att röra inlåningsräntan, för att på så vis stimulera bankerna att låna ut mer till aktörerna i ekonomin.

Men en restriktion i styrsystemet brukar vara att man helst vill ha inlåningsräntan under utlåningsräntan för att förhindra arbitrage, alltså att bankerna kan tjäna riskfria pengar genom att låna till en lägre ränta än vad de placerar till hos oss (se diagram 6). Men måste det vara så? Kan man inte få igång ekonomin genom att sänka utlåningsräntan till negativa nivåer och behålla inlåningsräntan och reporäntan på dagens nivåer? Då skulle man få många av fördelarna med mycket negativa styrräntor, men inte så många av nackdelarna.²²

Att sätta utlåningsräntan under inlåningsräntan generellt i vårt styrsystem skulle dock vara en ren subvention till bankerna och också leda till direkta förluster för Riksbanken. Man kan också se det som en överföring av offentliga medel till banksektorn. Att använda detta som ett generellt penningpolitiskt stimulansverktyg skulle därför inte fungera under någorlunda normala förutsättningar.

Däremot tycker jag att det är mer realistiskt att fundera kring räntevillkoren mot bankerna inom ramen för ett riktat program för vidareutlåning till företag. Europeiska centralbanken, ECB, har inom sitt TLTRO III-program lanserat en variant av det här verktyget. Bankerna får låna i centralbanken till en ränta under inlåningsräntan under förutsättning att de lånar ut pengar till företag.²³

Man måste ha klart för sig att förutsättningarna för att införa ”dubbla räntor” som penningpolitiskt verktyg i Sverige beror på förhållandena i ekonomin. Svenska

²² Se Lonergan och Greene (2020).

²³ Se Lane (2020).

banker är exempelvis mer lönsamma och har en starkare finansiell ställning än bankerna generellt i euroområdet, och det ökar deras utlåningskapacitet. För att undvika att subventionera banksektorn skulle man därför kunna tänka sig att de banker som får ta del av lånen från centralbanken i sin tur måste hålla låga räntor på sin vidareutlåning till företagen. Israels centralbank införde i höstas en sådan typ av program.²⁴ I framtiden skulle man också kunna tänka sig utlåningsprogram där villkoren för bankerna är extra förmånliga om vidareutlåning sker till "gröna investeringar" eller där man ställer villkor att "bruna investeringar" exkluderas, något som för närvarande diskuteras inom ECB.²⁵

Om man överväger att införa dubbla räntor ställs man också inför ett avvägningsproblem. Ju mer generella och villkorlösa lånen till bankerna är, desto mer karaktär av subvention får de. Men ju mer riktade de är i termer av vilka typer av företag som bankerna måste låna ut till, desto närmare finanspolitikens domäner hamnar man.

För min del finns några viktiga kriterier att ta hänsyn till om det skulle bli aktuellt med dubbla räntor: För det första måste det penningpolitiska syftet vara tydligt, det vill säga att verktyget utformas så att det så effektivt som möjligt kan bidra till att vi uppnår prisstabilitet. För det andra bör verktyget vara villkorat på en vidareutlåning mot företag. Och för det tredje måste vi genom tydliga begränsningar minimera risken för att verktyget blir en subvention till banksystemet.

"Yield curve control"

"Yield curve control" (YCC) kan låta som något väldigt mystiskt men är i själva verket ganska enkelt. Vad går det då ut på?

Det enklaste sättet att förklara YCC är att utgå från våra nuvarande köp av statsobligationer. Riksbanken köper, i likhet med flera andra centralbanker, dessa obligationer i penningpolitiskt syfte. Tanken är att vi genom köpen pressar ned räntorna på obligationerna och på så vis bidrar till ett allmänt lägre ränteläge i ekonomin. Men när vi har genomfört och talat om köpen har vi gjort det i termer av kvantiteter (miljarder kronor). Även när vi köpt andra värdepapper har vi talat om det på samma sätt, alltså i termer av kvantiteter. Därför är det inte så överraskande att centralbankers tillgångsköp brukar kallas *kvantitativa lättnader*. Ofta används den engelska förkortningen *QE* (*quantitative easing*).

Tanken med YCC är att centralbanken fortfarande köper statspapper, men i stället riktar in sig på att köpa till en viss räntenivå i stället för i en viss volym. Ett exempel skulle kunna vara att köpa statspapper så att tvåårsräntan håller sig kring noll procent. Sedan får kvantiteten på köpen anpassa sig så att räntan håller sig på denna nivå.²⁶

Japans centralbank använder sig av verktyget sedan 2016, då man satte en målnivå för den tioåriga statsobligationsräntan kring noll procent, i närheten av styrrentans nivå på -0,1 procent. Australiens centralbank införde verktyget som en del av responsen på coronapandemins utbrott i mars förra året. Man lanserade en

²⁴ Se Bank of Israel (2020).

²⁵ Se ECB (2020).

²⁶ För en närmare beskrivning, se exempelvis Belz och Wessel (2020).

målnivå för den treåriga statsobligationsräntan på 0,25 procent, samma nivå som på styrräntan.²⁷ Lael Brainard vid Board of Governors på Federal Reserve har förespråkat yield curve control som ett tänkbart verktyg i USA.²⁸

Det här verktyget fungerar bättre på vissa marknader än andra och troligen också bättre på kortare löptider. En fördel jämfört med vanliga kvantitativa lättnader är att det är betydligt enklare att förklara hur verktyget fungerar. Reporäntan har under lång tid varit det dominerande penningpolitiska verktyget, och dess nivå kan enkelt relateras till målnivån på obligationsräntan. Dessutom kan man vara tydlig med vad man vill åstadkomma med sina köp av obligationer när det gäller räntor på längre löptider.

Det här verktyget kan betraktas som nygammalt. I USA försökte centralbanken Federal Reserve under och precis efter andra världskriget hålla ner räntorna på statsobligationer för att underlätta finansieringen av de utgifter staten dragit på sig.²⁹ Centralbankernas oberoende i förhållande till det politiska systemet har överlag ökat sedan 1940-talet. Med Riksbankens starka självständighet idag skulle en sådan form av YCC inte vara legalt möjlig.

Även om Riksbanken helt självständigt skulle besluta om YCC ser jag ändå en del tveksamheter kring verktyget i en svensk kontext. För det första: Det skulle kunna uppstå diskussioner om huruvida vi närmar oss gränsen till finanspolitiken, i och med att vi förbinder oss att köpa statsobligationer på en viss löptid till en given räntenivå. För det andra: Köpen av obligationer är inte givna på förhand utan genomförs i den omfattning som krävs för att uppnå den målsatta räntenivån. Därför vet ingen hur stora köpen skulle kunna bli; Riksbanken skulle kunna behöva köpa en väldigt stor andel av den utestående stocken av obligationer. För det tredje: Frågan är om det här verktyget skulle tillföra något väsentligt i förhållande till de köp av statsobligationer som vi redan har använt oss av.

“Helikopterpengar”

“Helikopterpengar” är ett av de flitigast diskuterade verktygen i den internationella debatten. Idén går tillbaka till Milton Friedman, som i en känd artikel 1969 diskuterade vad som skulle hända i ekonomin om centralbanken släppte en hög med sedlar från en helikopter.³⁰

I mer modern tid har bland andra Ben Bernanke diskuterat verktyget i många sammanhang.³¹ Men begreppet har kommit att användas i två betydelser: “Peo-ple’s QE” och “finanspolitik finansierad av centralbanken”.

²⁷ I november sänktes både styrräntan och målnivån för den längre räntan till 0,1 procent. Se Reserve Bank of Australia (2020).

²⁸ Se exempelvis Brainard (2019).

²⁹ För en mer ingående beskrivning, se Garbade (2020).

³⁰ Se Friedman (1969).

³¹ Se exempelvis Bernanke (2016).

”People’s QE”

Det som ligger närmast Milton Friedmans tanke om helikopterpengar är ”People’s QE”. Som jag beskrev tidigare innebär kvantitativa lättnader (QE) att centralbanken skapar pengar för att köpa statsobligationer. Idén med ”People’s QE” är i stället att centralbanken skapar pengar som den helt enkelt distribuerar till hushållen.

Liksom när det gäller ”mycket negativa räntor” finns det paralleller till digitaliseringen av betalningar och det eventuella införandet av en e-krona. Om e-kronan skulle innebära att hushåll får konton hos Riksbanken finns åtminstone den tekniska möjligheten att vid behov sätta in pengar på dessa konton. Ett väldigt speciellt exempel på ”People’s QE” var när den lokala regeringen i Shenzhen i Kina nyligen genomförde ett lotteri med vinster till befolkningen på sammanlagt motsvarande ungefär 12 miljoner svenska kronor. Det speciella var att vinnarna fick ta del av pengarna genom att ladda ned en app som fylldes med digital valuta utgiven av den kinesiska centralbanken. Och valutan gick sedan att använda i ett stort antal butiker i staden, bland annat Walmart.³²

”People’s QE” kan te sig som ett effektivt verktyg för att få inflationen att stiga. Men det är riksdagen som beslutar om fördelningspolitik och direkta transfereeringar till hushåll. Därför kan man säga att helikopterpengar i den här formen skulle innebära att Riksbanken i praktiken bedrev finanspolitik. Det rättsliga läget kring det här verktyget är dock oklart.³³

Precis som i fallet med en mycket negativ reporänta är det viktigt att poängtera att motivet till att införa en e-krona inte är att kunna använda sig av ”People’s QE”. Min personliga åsikt är att beslut om vilka hushåll som ska få pengar från offentliga medel måste vila på politiska överväganden, och sådana hör hemma inom finanspolitiken, inte penningpolitiken.

”Finanspolitik finansierad av centralbanken”

En annan och vanligare tolkning av begreppet helikopterpengar är ”finanspolitik finansierad av centralbanken”, vilket även brukar kallas monetär finansiering eller Money-Financed Fiscal Program (MFFP). Det är också ett nygammalt verktyg som använts genom historien. Idén är att regeringen sätter in finanspolitisk stimulans precis som i vanliga fall i en lågkonjunktur, men i stället för att finansiera denna genom att öka statsskulden tar man hjälp av centralbanken, som skapar nya pengar.

I praktiken skulle det kunna gå till på följande sätt: När Riksbanken exempelvis köper tillgångar finansieras dessa genom att det skapas centralbankspengar eller, mer formellt, centralbanksreserver. Tanken är att dessa centralbanksreserver i stället skulle kunna användas till expansiv finanspolitik. Bland andra Jordi Galí har förespråkade detta verktyg som en respons på coronakrisen.³⁴

³² Se CNBC (2020).

³³ Den nyligen publicerade Riksbanksutredningen skriver att ”När det gäller den andra åtgärden – direkt transfereering från centralbanken till individer – är det rättsliga läget mer oklart. Enligt en genomgång av lagstiftningarna i euroområdet, Japan, Storbritannien och USA är denna åtgärd inte explicit förbjuden”. Se SOU 2019:46 (2019), s. 812.

³⁴ Se Galí (2020).

En stor fördel jämfört med "People's QE" är att regeringen beslutar hur den finanspolitiska stimulansen ska utformas, vilket gör att politiska preferenser kan få fritt spelrum. Men det finns ändå viktiga argument mot denna typ av helikopterpengar som ett stabiliseringspolitiskt verktyg.

Det viktigaste motargumentet är att det, på goda grunder, är olagligt. Inom EU finns det ett förbud mot monetär finansiering. I grunden är syftet med förbudet att värna centralbankens oberoende, den finanspolitiska disciplinen och prisstabiliteten.³⁵ Så länge detta förbud består är det därför inte möjligt att förverkliga idén om helikopterpengar i bemärkelsen finanspolitik finansierad av centralbanken.

Det finns även andra motargument som är värda att lyfta fram. Helikopterpengar är mest relevanta i ett läge när statsfinanserna är ansträngda, vilket inte är fallet i Sverige. Slutligen är det med dagens låga ränteläge inte billigare att finansiera den finanspolitiska stimulansen via centralbanken än via ökad statlig upplåning.³⁶

Vi behöver vara öppna för innovationer

Idag har jag fokuserat på nya verktyg som kan bidra till att göra penningpolitiken mer expansiv, i en värld där räntorna är låga och kontanterna successivt försvinner från samhället. Att vara öppen för att anpassa penningpolitiken till nya utmaningar innebär självklart också öppenhet och beredskap för andra scenarier. Coronapandemin och dess efterdyningar kan göra låg inflation och låga räntor till gårdagens problem. Jag anser dock att riskerna är asymmetriska, det vill säga, risken att låga räntor och låg inflation består är högre än att trenden vänder mot högre inflation och högre räntor.

En del av de verktyg jag har tagit upp idag används redan i andra länder, medan andra känns mer främmande eller inte är tillåtna med dagens lagstiftning. Men jag menar att vi behöver inse att den nuvarande penningpolitiken inte nödvändigtvis är ändamålsenlig i ett föränderligt samhälle. Coronapandemin visar att vi med kort varsel kan ställas inför nya utmaningar.

Som avslutning vill jag skicka med er mina tre viktigaste slutsatser:

För det första: Vi måste ha beredskap, kunna agera kraftfullt och våga använda nya och oprövade verktyg om prisstabiliteten är hotad.

För det andra: Finanspolitiken kommer troligen att spela en större roll för stabiliteten i konjunkturen framöver, vilket jag i så fall skulle välkomna. Men det är inte finanspolitikens uppgift att upprätthålla ett fast penningvärde, utan det ansvaret ligger på oss.

³⁵ Förbudet framgår av artikel 123 i EUF-fördraget och har införlivats i riksbankslagen genom följande skrivning: "Riksbanken får inte bevilja kredit till eller förvärva skuldförbindelse direkt från staten, annat offentligt organ eller institution inom Europeiska unionen."

³⁶ I praktiken skulle inte åtgärden finansieras med en ökad mängd pengar utan med att Riksbanken ger ut räntebärande reserver, precis som vid våra tillgångsköp. Om räntan på reserverna följer räntorna på statsobligationer behöver därför inte finansieringskostnaden bli så mycket lägre ens vid ett mer normalt ränteläge.

För det tredje: Om mer penningpolitisk stimulans skulle behövas på kort sikt är de verktyg jag ser framför mig i första hand negativ reporänta och utökade kvantitativa lättnader. Med det sagt tycker jag inte att några av de verktyg jag diskuterat idag bör uteslutas, så länge det inte strider mot lagen att använda dem.

Med detta vill jag bjuda in till en diskussion om hur penningpolitiken bäst kan förnyas i spåren av coronakrisen.

Tack för ordet!

Referenser

Alsterlind, J. Armelius, H., Forsman, D., Jönsson, B. och A-L. Wretman (2015), "Hur långt kan reporäntan sänkas?", Ekonomiska kommentarer nr 11, Sveriges riksbank.

Armelius, H., Boel, P., Claussen, C.-A. och M. Nessén (2018), "E-kronan och makroekonomin", Penning- och valutapolitik nr 3, Sveriges riksbank.

Bank of Israel (2020), "The Bank of Israel launches a new pillar of the program to ease terms of credit to small and micro businesses", pressmeddelande den 22 oktober, tillgängligt på <https://www.boi.org.il/en/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/22-10-20a.aspx>.

Belz, S. och D. Wessel (2020), "What is yield curve control?", tillgänglig på <https://www.brookings.edu/blog/up-front/2020/06/05/what-is-yield-curve-control/>.

Bernanke, B.S. (2016), "What tools does the Fed have left? Part 3: Helicopter money", tillgänglig på <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/04/11/what-tools-does-the-fed-have-left-part-3-helicopter-money/>.

Brainard, L. (2019), "Federal Reserve Review of Monetary Policy Strategy, Tools, and Communications: Some Preliminary Views", tal publicerat den 26 november, Board of Governors of the Federal Reserve System.

CNBC (2020), "China hands out \$1.5 million of its digital currency in one of the country's biggest public tests", tillgänglig på [China digital currency trial: Over \\$1 million handed out in lottery \(cnbc.com\)](https://www.cnbc.com/2020/09/01/china-digital-currency-trial-over-1-million.html).

ECB (2020), "Committee on Economic and Monetary Affairs Monetary Dialogue with Christine Lagarde, President of the European Central Bank, 28 September", tillgänglig på https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200928_2_transcript~a0db0fa5.en.pdf.

Ekholm, K. (2020), "Långsiktiga konsekvenser av ekonomisk politik i spåren av coronakrisen", Ekonomisk debatt, nr 8.

Friedman, M. (1969), "The Optimum Quantity of Money", Adline Publishing Company, Chicago.

Galí, J., (2020), "Helicopter money: The time is now", tillgänglig på <https://voxeu.org/article/helicopter-money-time-now>.

Garbade, K. (2020), "Managing the Treasury Yield Curve in the 1940s", Staff Report No. 913, Federal Reserve Bank of New York.

Georgsson, M., A. Vredin och P. Åsberg Sommar (2015), "Den moderna centralbankens mandat och diskussionen efter krisen", Penning- och valutapolitik nr 1, Sveriges riksbank.

Ingves, S. (2015), "Centralbankens mål och medel genom historien – perspektiv på dagens penningpolitik", anförande vid Nationalekonomiska föreningen, 6 maj, Sveriges riksbank.

Ingves, S. (2020), "Penningpolitik i en föränderlig värld", anförande vid Business Arena, 8 december, Sveriges riksbank.

Jansson, P. (2020), "Tankar kring behovet av förändringar i inflationsmålpolitiken", digitalt anförande anordnat vid Handelsbanken, 16 december Sveriges riksbank.

Lagerwall, B. (2019), "Finanspolitik i ett penningpolitiskt perspektiv", Ekonomiska kommentarer nr 5, Sveriges riksbank, tillgänglig på [Finanspolitik i ett penningpolitiskt perspektiv | Sveriges Riksbank](#).

Lane, P. (2020), "The monetary policy package: an analytical framework", ECB Blog, tillgänglig på <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200313~9e783ea567.en.html>.

Lonergan, E. och M. Greene (2020), "Dual interest rates give central banks limitless fire power", tillgänglig på <https://voxeu.org/article/dual-interest-rates-give-central-banks-limitless-fire-power>.

Nessén, M., Sellin, P. och P. Åsberg Sommar (2018), "Implikationer av en e-krona för Riksbankens penningpolitiska styrsystem", Penning- och valutapolitik nr 3, Sveriges riksbank-

Ohlsson, H. (2017), "Penningpolitikens fördelningseffekter", anförande vid LO, 7 april, Sveriges riksbank.

Reserve Bank of Australia (2020), "3-year Australian Government Bond Yield Target", tillgänglig på [3-year Australian Government Bond Yield Target | RBA](#).

Rogoff, K. (2020), "The case for deeply negative interest rates", tillgänglig på <https://think.ing.com/opinions/the-case-for-deeply-negative-interest-rates>.

Skingsley, C. (2020), "Post-pandemisk penningpolitik och ränteverktyget i framtiden", digitalt anförande vid Nordea, 7 oktober, Sveriges riksbank.

SOU 2019:46 (2019), "En ny riksbankslag".

Sveriges riksbank (2020a), Penningpolitiskt protokoll, september.

Sveriges riksbank (2020b), "Fördelningseffekterna av Riksbankens åtgärder", fördjupning i Penningpolitisk rapport, november.

Sveriges riksbank (2020c), "Centralbankernas åtgärder", fördjupning i Penningpolitisk rapport, april.



Sveriges riksbank (2020d), "Så har Riksbankens åtgärder fungerat under coronakrisen", fördjupning i Penningpolitisk rapport, september.

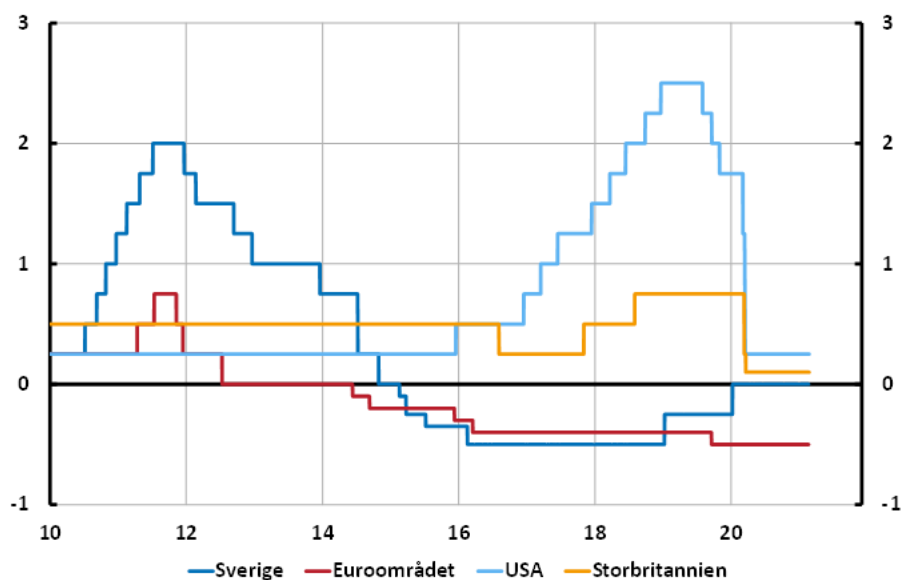
Sveriges riksbank (2020e), "Temanummer om digitala centralbankspengar och e-kronan", Penning- och valutapolitik nr 2.

Sveriges riksbank (2020f), "Så betalar svenskarna 2020", digital rapport, oktober

Diagram

Diagram 1. Styrrentor

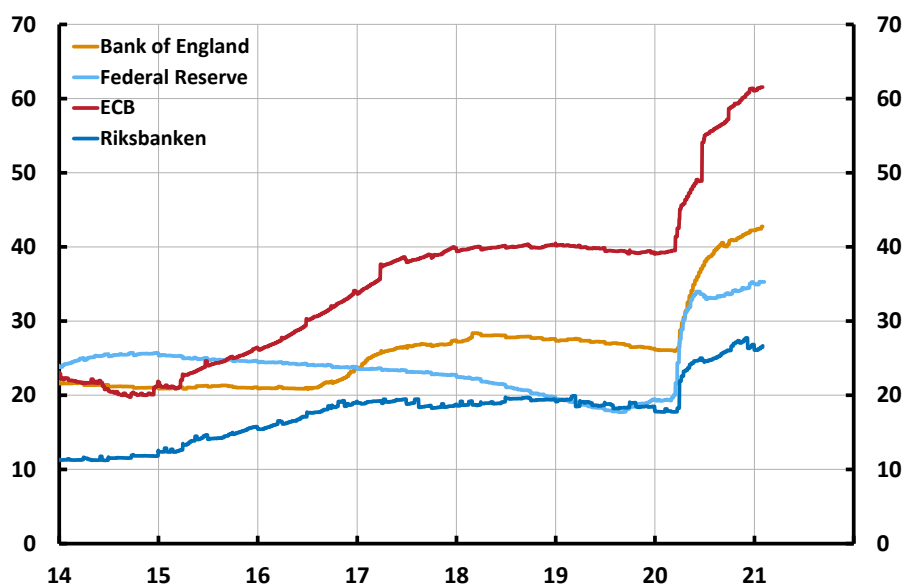
Procent



Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken.

Diagram 2. Centralbankernas balansräkningar

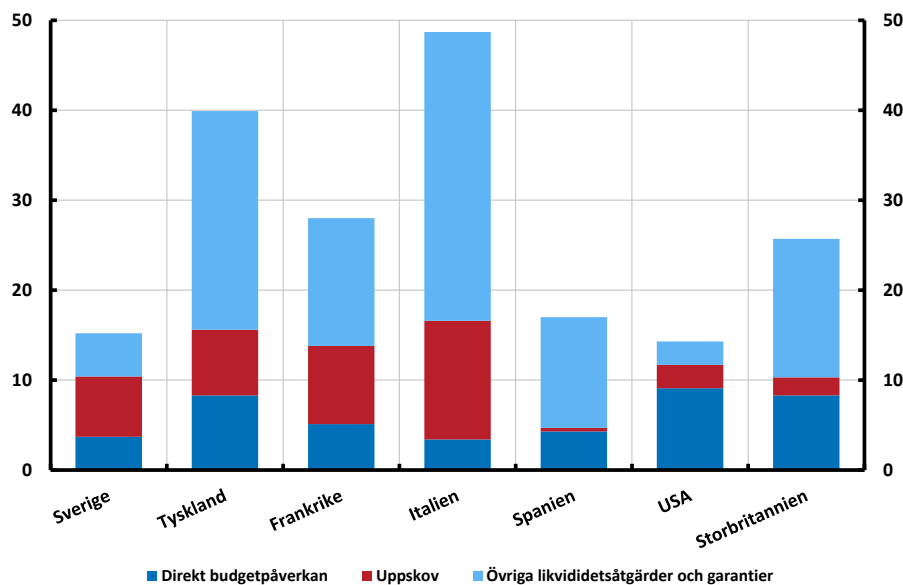
Procent av BNP



Källor: Macrobond, Bank of England och Riksbanken

Diagram 3. Finanspolitiska stödåtgärder 2020

Procent av BNP 2019

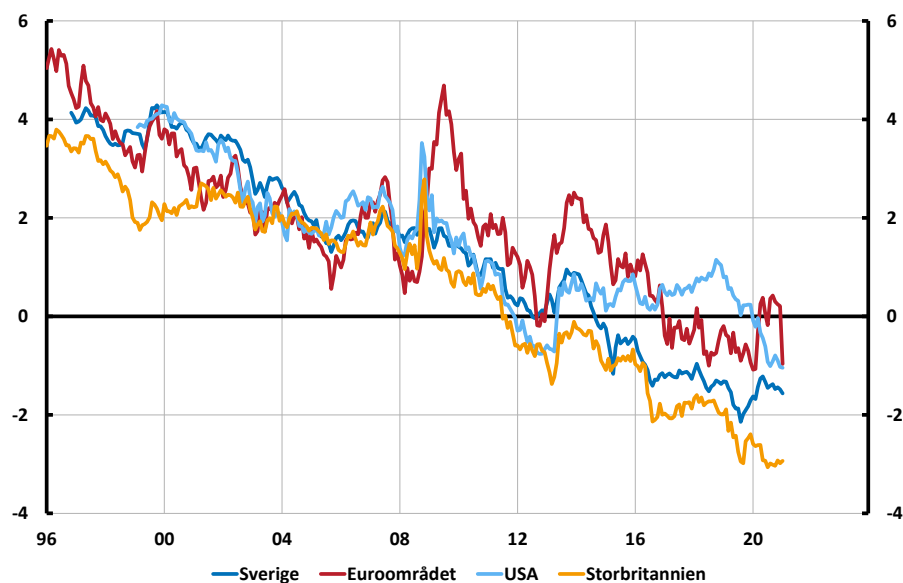


Anm. Procent av BNP 2019, prognos. För Sverige visas totalt utlovat uppskov, likviditetsåtgärder och garantier samt Riksbankens bedömning av kostnaden för de diskretionära åtgärderna. För omvärlden visas Bruegels bedömning per den 24 november av vad som utnyttjas av motsvarande poster

Källor: Bruegel, Regeringskansliet och Riksbanken.

Diagram 4. 10-åriga realräntor

Procent

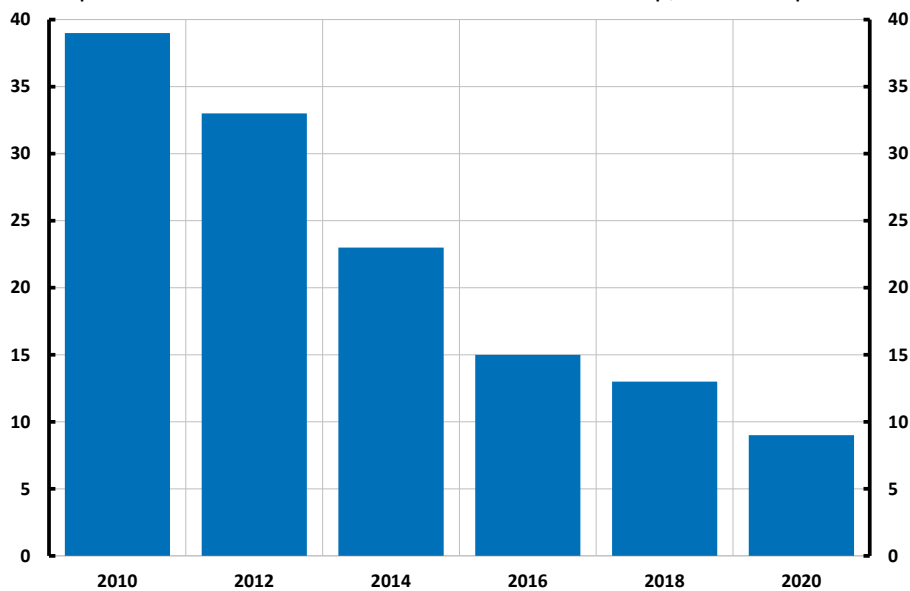


Anm. Reala statsobligationsräntor, 10 års löptid.

Källa: Bank of England, Macrobond och Riksbanken.

Diagram 5. Kontant användningen över tid

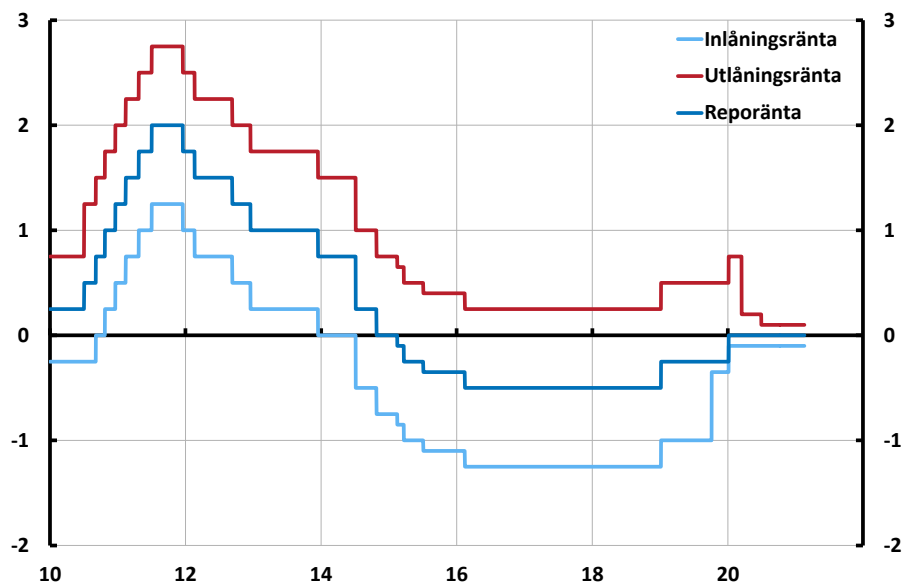
Andel personer som betalat kontant vid sitt senaste köp, andelar i procent.



Källa: Riksbanken

Diagram 6. Reporäntan, utlåningsräntan och inlåningsräntan

Procent



Källa: Riksbanken