

## Den penningpolitiska verktygslådan

### NATIONAL- EKONOMISKA FÖRENINGENS FÖRHANDLINGAR

2020-06-10

Manuset är nedtecknat av Glenn Nielsen och Elisabeth Gustafsson. Såväl riksbankschef Stefan Ingves som professor Pär Österholms inlägg återges här utifrån förskrivna, lätt redigerade tal. Övriga inlägg baseras på ljudupptagning.

*Magnus Henrekson*

Hej och varmt välkomna. Mitt namn är Magnus Henrekson och jag är nyvald ordförande i Föreningen och ska moderera dagens presentation. Det är den årliga traditionella presentationen med riksbankschefen. Presentationen kommer att inledas med ett tal från riksbankschef Stefan Ingves på trettio minuter. Presentationen kommenteras av professor Pär Österholm från Örebro universitet. Eftersom dagens seminarium här hålls på ett litet annorlunda sätt, så kan ni som närvarar digitalt ställa frågor genom funktionen Q&A. Förhoppningsvis kommer frågorna kunna besvaras och en diskussion föras under seminariets avslutande kvart. Jag kommer att självsvåldigt välja ut vilka frågor som vi diskuterar inom ramen för den tid som finns. Med de orden hälsar jag Stefan Ingves välkommen att tala på temat ”den penningpolitiska verktygslådan”.

*Stefan Ingves*

Stort tack för att jag ännu en gång har möjligheten att komma till National-ekonomiska Föreningen och tala om mitt favoritämne: vad centralbanker sysslar med. I dag ska jag prata om den penningpolitiska verktygslådan. Mitt perspektiv i dag är både kortsiktigt, givet det rådande tillståndet i världen och för Sveriges ekonomi, men också mycket längre, där jag ska försöka sätta penningpolitik och centralbankers verksamhet i ett större sammanhang eftersom man tenderar att fokusera på nästa penningpolitiska beslut en längre tidsperiod framöver.

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.

I dag tänkte jag framför allt fokusera på hur den ”penningpolitiska verktygslådan” behöver se ut för att kunna hantera framtida utmaningar. Jag kommer att ha ett längre perspektiv och diskutera vilka verktyg Riksbanken kan komma att behöva använda, i synnerhet om den lågräntemiljö som karaktäriserat de senaste tio 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; t ex har vi i Sverige under senare

*Ordförande:*  
Magnus Henrekson

*Inledare:* Stefan Ingves, riksbankschef

*Kommentator:*  
Pär Österholm, professor vid Handelshögskolan vid Örebro universitet

*Övrig deltagare:*  
Susanne Ackum

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

Som det ser ut i dag 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.

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 till-

för likviditet som gör det möjligt för oss att sköta betalningar friktionsfritt.

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.<sup>1</sup> 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 trovärdighet.<sup>2</sup> 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.

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.<sup>3</sup>

I början av 1990-talet upplevde Sve-

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Under perioden 1946–71 påminde detta system i praktiken mycket om guldstandarden 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).

<sup>3</sup> Se t ex Rogoff (1985).

rige 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 prisstabilitet 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 två 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.

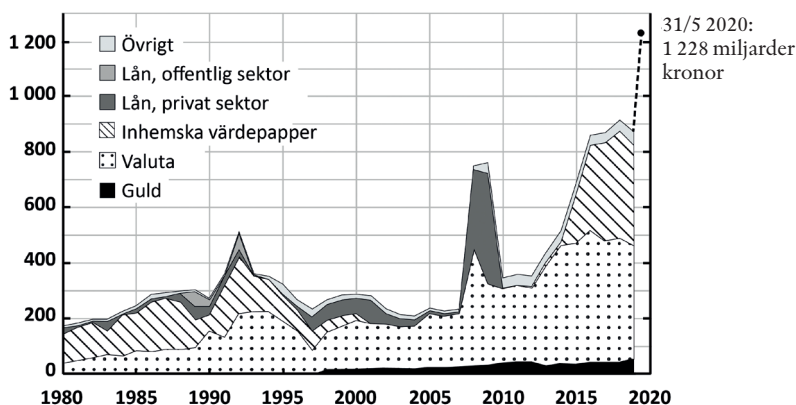
I början av 1990-talet växte Riksbankens balansräkning i samband med att valutareserven förstärktes genom lån (se figur 1 och 2). När den fasta växelkursen avskaffades ansågs behovet av en valutareserv för penningpolitiska ändamål begränsat och balansräkningens storlek minskade relativt snabbt. Mellan 1994 och 1998 såldes inhemska obligationspositioner av och valutalån betalades tillbaka.<sup>4</sup> 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 inflationsstryck 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.

Kommunikationen när inflationsmålet infördes var tydlig och framgångsrik – inflationsförväntningarna anpassade sig gradvis ner till målet på två 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.

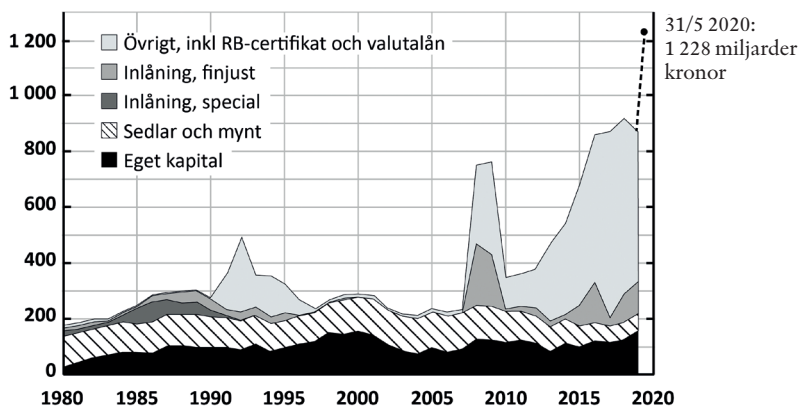
<sup>4</sup> Det är svårt att få en helhetsbild över valutareservens egentliga utveckling då Riksbanken använde sig av olika terminsaffärer som en del i förvaltningen och dessa positioner syns inte i balansräkningen.



Figur 1  
Tillgångarna på Riksbankens balansräkning 1980–2019

Anm: Miljarder kronor. Årsdata där sista observation är 2019. Streckad linje coronarelaterade åtgärder.

Källa: Sveriges riksbank.



Figur 2  
Skulderna på Riksbankens balansräkning 1980–2019

Anm: Miljarder kronor. Årsdata där sista observation är 2019. Streckad linje coronarelaterade åtgärder.

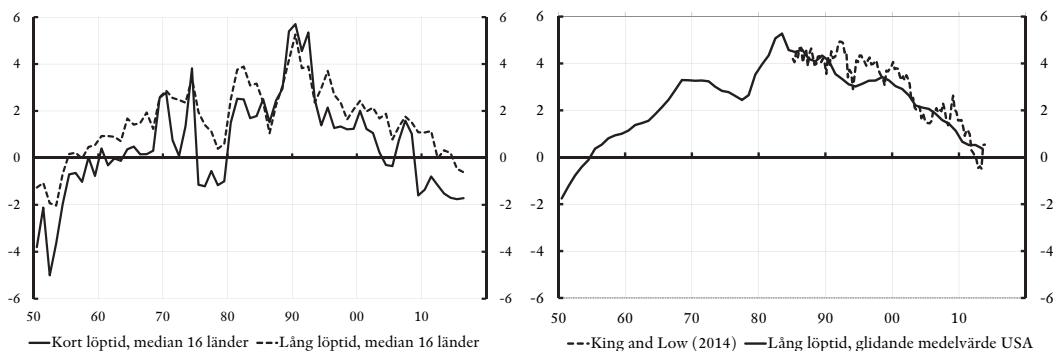
Källa: Sveriges riksbank.

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.<sup>5</sup>

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 figur 3), något som de flesta

<sup>5</sup> Ingves (2019) och Frohm och Ingves (2020)



Figur 3 Anm.: Procent.  
 Globala realräntor har fallit de senaste 25 åren  
 Källa: Lundvall (2020).

menar inte har något med penningpolitiken att göra utan i stället förklaras av realekonomiska faktorer.<sup>6</sup> Holston m fl (2017) samt King och Low (2014) har undersökt empiriskt hur ”jämviktsrealräntan” utvecklats i några ledande ekonomier och finner en tydlig nedgång efter finanskrisen 2008–09.

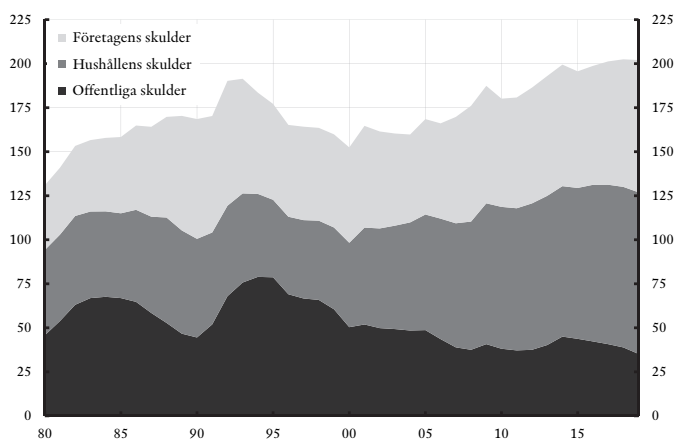
Bland försöken att förklara varför realräntorna i dag är så mycket lägre än tidigare finns tre som är särskilt värda att nämna. Den första förklaringen tar fasta på grundläggande ekonomisk teori enligt vilken realräntan, i alla fall i en sluten ekonomi, blir proportionell mot *tillväxten i ekonomin* och denna har mattats av under senare år. Den andra handlar om *global savings glut*, dvs 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.

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 en 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.

Parallellt med att realräntorna fallit har skuldsättningen i Sverige och i många andra länder ökat (se figur 4). I vissa länder har medborgarna skuldsatt

<sup>6</sup> Se Lundvall (2020).



Figur 4  
Skuldsättning som  
procent av BNP

Anm: Procent av BNP.

Källa: SCB.

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 i dag 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 har 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, såväl hushållens kon-

sumtionsbeslut, växelkursen som 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.

Nästan alla stora finanskriser har föregåtts av en kraftig expansion i kreditgivningen.<sup>7</sup> 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.

<sup>7</sup> Se t ex Jordå m fl (2013).

Drömmen om en värld där en finjusterande penningpolitik eliminerar konjunktursvängningar och leder till en helt stabil ekonomisk utveckling sprack definitivt med finanskrisen 2008–09. 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. Världens centralbanker reagerade med kraftiga åtgärder – en lärdom från tidigare kriser är att centralbankernas reaktioner är avgörande för krisförloppet. Många menar t ex 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.

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 *sk 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.<sup>8</sup>

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 transmissio-

<sup>8</sup> Se Billi och Vredin (2018) för en diskussion.

nen hotas. Sådana problem drabbade exempelvis de mycket viktiga amerikanska bostadsobligationerna under finanskrisen. För att undvika en ordentlig kreditåstramning för de amerikanska 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 (t ex exempel genom sk *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.

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, s k *forward guidance*. Här diskuterades och testades olika former i olika länder.

Både obetingade löften ("räntan höjs tidigast om två år") och betingade löften ("räntan ska inte höjas förrän tidigast då inflationen åter når upp till två 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 s k *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 kreditåstramning 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 kr till svenska banker och lånade även ut motsvarande strax under 200 miljarder kr 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 krisituation. Båda dessa åtgärder ledde till att Riksbankens balansräkning blev betydligt större än vad den tidigare varit (se figur 1).

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 kr för att underlätta utlåningen till företag
- Köp av säkerställda obligationer för 145 miljarder kr
- Köp av kommunobligationer för 30 miljarder kr

- Köp av statsobligationer, utöver tidigare beslut från 2019, för 25 miljarder kr
- Köp av företagscertifikat för 32 miljarder kr<sup>9</sup>
- 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

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

<sup>9</sup> 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 (inklusive företagsobligationer), valuta samt rättigheter och skyldigheter som anknyter till sådana tillgångar.

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 bottenar 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.

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 uppfylla 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 för-

väntningar 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, s k 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 förvis-

so 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 t ex 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 öpenekonomi-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.<sup>10</sup> 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 mäng-

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

den centralbanksreserver i systemet och på så sätt se till att marknadsräntorna hamnade nära målet för styrräntan. Hur mycket centralbanksreserver de privata bankerna hade berodde bl a 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, dvs 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 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 den mening 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.<sup>11</sup>

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.

<sup>11</sup> Se t ex De Rezende och Ristinieni (2018).

### *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 trots 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 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 i dag. Det finns dock en diskussion om hur effektiv sådan kommunikation egentligen är, speciellt på längre horisonter.<sup>12</sup>

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 två procent.<sup>13</sup> 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 krävs 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

<sup>12</sup> Se Del Negro m fl (2015).

<sup>13</sup> 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).

finns en politisk frestelse att använda penningpolitiken kortsiktigt vilket riskerar att skapa onödiga svängningar i ekonomin.

Trots denna uppdelning finns det alltid en viss implicit interaktion mellan finans- och penningpolitik.<sup>14</sup> 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.<sup>15</sup> 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.<sup>16</sup>

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 balansräkning avsevärt

<sup>14</sup> Det finns även en akademisk diskussion om en mer grundläggande interaktion mellan finans- och penningpolitik, den s.k. *fiscal theory of the price level*, se Leeper (1991) och Sims (2016).

<sup>15</sup> Se Ubide (2020) och Bartsch m fl (2019) för en diskussion om samspelet mellan finans- och penningpolitik.

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

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 blir mer effektiv än normalt.<sup>17</sup> 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. I dag 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.<sup>18</sup>

#### *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 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 den nedre gränsen elimineras helt. Men frågan är inte enkel – en del av Riksbankens samhällskontrakt med medborgarna är att erbjuda

<sup>17</sup> Se Coenen m fl (2012) som uppskattar den sk finanspolitiska multiplikatorn med och utan nedre gräns för räntan.

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

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 två procent för att kompensera för att importen är billig?

Ja, jag anser att en sådan kompensering 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 t ex 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. Phillipskur-

van skattas allt flackare, dvs sambandet mellan real aktivitet och inflation verkar ha blivit svagare.<sup>19</sup> 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 visa av dessa åtgärder innebär stora konsekvenser för Riksbankens balansräkning. Det är 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

<sup>19</sup> Se Andersson m fl (2020) för en diskussion.



polycymix som är lämplig i de extrema situationer vi har att förhålla oss till.

Tre olika utredningar och en lagrådsremiss har under en femtonårsperiod funderat på olika förändringar i riksbankslagen. Den senaste utredningen presenterades i november.<sup>20</sup> Ursprung- et 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.<sup>21</sup>

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 2008–09. 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 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 t o m 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.<sup>22</sup>

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

<sup>20</sup> Se SOU 2007:51, SOU 2013:9 och SOU 2019:46.

<sup>21</sup> Detsamma gäller av historiska skäl i flera av länderna i eurosystemet.

<sup>22</sup> 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 statsobligationsräntorna är positiva.

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.<sup>23</sup> 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 kr, 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 en 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 t ex om seignoraget skulle falla eller realräntan bli lägre. Problemet är att om intjäningsförmågan initialt är satt för att precis täcka kostnaderna finns inget 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 triggar 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.

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.<sup>24</sup> 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 att 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

<sup>23</sup> Se Kjellberg och Vestin (2019) och Riksbankens remissvar, Sveriges riksbank (2020b).

<sup>24</sup> Se Sveriges riksbank (2020b) och Vredin (2019) för en kritisk diskussion av denna gränsdragning.

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

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 valuta-reserv 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 valuta-reserv. 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 valuta-reserv. 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 valuta-reserv inte begränsas. En tillräckligt stor valuta-reserv 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 valuta-reserven 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.

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 15/2015, Washington.
- 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 105, Wien.
- Bernanke, B (2020), "The New Tools of Monetary Policy", American Economic Association Presidential Address", Brookings Institution, Washington.
- Billi, R och A Vredin (2018), "Penningpolitik och finansiell stabilitet – en enkel historia", *Penning- och valutapolitik* 2018:2, Sveriges riksbank.
- Blanchard, O (2019), "Public Debt and Low Interest Rates", *American Economic Review*, vol 109, s 1197–1229.
- Blanchard, O och J Simon (2001), "The Long and Large Decline in U.S. Output Volatility", *Brookings Papers on Economic Activity*, nr 1, s 135–164.
- Clarida, R (2019), "The Federal Reserve's Review of Its Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices", tal, 26 september 2019.
- Coenen, G m fl (2012), "Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol 4, s 22–68.
- De Rezende, R och A Ristiniemi (2018), "A Shadow Rate without a Lower Bound Constraint", Working Paper Series 355, Sveriges riksbank.
- Del Negro, M, M Giannoni och 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.
- Galí, J (2020), "The Effects of a Money-financed Fiscal Stimulus", under utgivning i *Journal of Monetary Economics*.
- Holston, K, T Laubach och J Williams (2017), "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants", *Journal of International Economics*, vol 108, supplement 1 (maj), s 39–75.
- Ingves, S (2019), "Långsiktiga trender – viktiga pusselbitar i den penningpolitiska analysen", anförande, Nationalekonomiska Föreningens förhandlingar, 7 maj 2019, *Ekonomisk Debatt*, årg 47, nr 5, s 75–100.
- Jonung, L (2000), "Från guldmynftot till svenskt inflationsmål – svenskt stabiliseringspolitik under det 20:e seklet", *Ekonomisk Debatt*, årg 28, nr 1, s 17–32.
- 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, s 1255–1310.
- Jordà, O, M Schularick och A Taylor (2013), "When Credit Bites Back", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol 45, s 3–28.
- Leeper, E (1991), "Equilibria under 'Active' and 'Passive' Monetary and Fiscal Policies", *Journal of Monetary Economics*, vol 27, 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", NBER Working Paper 19887.
- 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*, 6 mars 2020.
- Rogoff, K (1985), "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", *Quarterly Journal of Economics*, vol 100, s 1169–1189.
- Rogoff, K (2017), *The Curse of Cash*, Princeton University Press, Princeton NJ.
- Sims, C (2016), "Fiscal Policy, Monetary Policy and Central Bank Independence", Jackson Hole Symposium, 25–27 augusti 2016.
- 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 2020, Sveriges riksbank, Stockholm.
- Sveriges riksbank (2020b), "Remissvar, SOU 2019:46", Sveriges riksbank, Stockholm.
- 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), "Fiscal Policy when Interest Rates are Zero", i Méndez de Andés, F F

(red), *The Euro in 2020: A Yearbook on the European Monetary Union*, IEAF, FEF.

Vredin, A (2019), *Särskilt yttrande av kommitténs sakkunnige Anders Vredin*, SOU 2019:46, s 1898–1908.

### *Magnus Henrekson*

Varmt tack för detta Stefan Ingves. Då lämnar jag över ordet till Pär Österholm.

### *Pär Österholm*

Då vill jag börja med att tacka för inbjudan och för möjligheten att komma hit och kommentera Riksbankschefens tal. Jag vill även passa på att påpeka att de synpunkter jag framför här inte är Örebro universitets, Finanspolitiska rådets eller Konjunkturinstitutets – bara mina egna.

Stefan Ingves gav i sitt tal bl a en översikt av de mer okonventionella delarna av den penningpolitiska verktygslådan. Jag tänkte huvudsakligen ägna min kommentar åt att diskutera några aspekter av okonventionell penningpolitik ur ett mer principiellt perspektiv eftersom det ofrånkomligen kommer att vara en del av stabiliseringspolitiken under de kommande åren. Som redan har påpekats så står vi i en ekonomisk kris i coronavirusets spår, samtidigt som reporäntan endast i begränsad utsträckning kan sänkas. Här vill jag poängtera att jag diskuterar detta utifrån ett penningpolitiskt perspektiv, så fokus ligger alltså på hur okonventionell penningpolitik ska bidra till måluppfyllelse när det gäller inflationsmålet. Riksbanken har ju på slutet – bl a i sitt remissvar på riksbankslagsutredningen – påpekat svårigheterna att skilja penningpolitik från finansiell stabilitet. Även om det är lätt att hålla med om att det inte finns några vattentäta skott här så vill jag mena att huvudsyftet med en åtgärd ändå generellt tenderar att vara relativt tydligt.

Den första fråga man bör ställa sig är om okonventionella penningpolitiska åtgärder faktiskt behövs. Det har un-

der ett antal år förts en debatt i Sverige om Riksbankens penningpolitik har varit lämplig. Ett antal aktörer – både från akademi och näringsliv – har ifrågasatt såväl den låga räntan som köpen av statsobligationer. Ett återkommande argument har varit att det inte kan vara något jätteproblem att inflationen är lite låg om ekonomin i övrigt utvecklas väl. Ett annat ofta framfört argument är att den låga räntan har bidragit till uppblåsta tillgångspriser – framför allt på bostäder. Vissa hävdar dessutom att Riksbanken genom sitt agerande inte påtagligt kan påverka inflationen då inflationen i alltför stor utsträckning bestäms av faktorer i vår omvärld.

Min uppfattning i den här frågan är att Riksbanken i mångt och mycket har agerat rätt när den har hållit reporäntan låg och genomfört statsobligationsköp för att ytterligare pressa ned ränteläget. Jag menar att det är värt att inom rimliga gränser eftersträva måluppfyllelse. Misslyckanden när det gäller att leverera inflation nära målet kommer ju nämligen inte utan kostnad. Det får negativa effekter, t ex för pris- och lönebildning, så att måluppfyllelse kan bli än svårare.

Givet att man anser att det kan behövas okonventionell penningpolitik för att uppnå inflationsmålet bör man därefter ställa sig frågan om det är lämpligt att göra det. Denna fråga har i sin tur två delar. Den första är huruvida en okonventionell åtgärd kan tänkas ha en relevant effekt på inflationen. Åtgärder som inte har någon relevant effekt kan ju rimligen sorteras bort. Här tyder analys baserad på data från finanskrisen och de efterföljande åren t ex på att köp av statsobligationer har haft önskvärd effekt, så att ränteläget har blivit lägre och inflationen – med en fördröjning – högre. Detta anser jag också ger stöd för den politik som bedrivits.

Men bland de åtgärder som kan tänkas ha effekt, och därmed potentiellt kan övervägas, ska man också fråga sig

om de bör stå till centralbankens förfogande. En anledning till att jag vill ta upp den här frågan är det remissvar från Riksbanken på riksbankslagsutredningen som jag nyss nämnde. I det argumenterar Riksbanken för att den bör ha extremt fria tyglar när det kommer till penningpolitiken. Formuleringar runt detta återkommer i remissvaret – jag tänkte här exemplifiera med följande (Sveriges riksbank 2020, s 6):

Direktionen anser att lagen bör vara mer principiellt hållen så att det inte krävs ständiga revideringar av den på grund av den snabba tekniska utvecklingen, tillkomsten av nya finansiella aktörer, nya finansiella marknader och nya betalningsformer. Utvecklingen kommer att kräva att Riksbanken kan agera snabbt och använda hela sin penningpolitiska verktygslåda men också ingripa med nya instrument och på nya sätt och det behövs en lag som gör detta möjligt.

Jag håller naturligtvis med om att Riksbanken måste ha en ändamålsenlig verktygslåda, men jag är inte villig att ge den carte blanche. De åtgärder som vidtas kan komma att få stora konsekvenser för svenska folket som skattebetalare. Att lagstiftaren ger Riksbanken väldefinierade ramar för sin verksamhet är därför inte orimligt på något vis.

Om vi då tittar på några okonventionella åtgärder så kan vi börja med en som svenska ekonomer förefaller kluvna inför, nämligen valutainterventioner. Att exempelvis införa ett växelkursgolv kan onekligen medföra att inflationen tar fart. Det är därmed intressant för Riksbanken att ha i sin verktygslåda. Men som det visade sig i Schweiz så kan det också medföra stora kostnader. Det växelkursgolv som Swiss National Bank övergav 2015 beräknas ha medfört förluster på mellan 20 och 50 miljarder CHF, eller mellan ungefär tre och åtta procent av Schweiz BNP. När det gäller Riksbankens möjligheter att i framtiden använda sig av valutainterventioner så

anser jag att det finns en beklaglig oklarhet runt detta i riksbankslagsutredningen. Det finns onekligen både för- och nackdelar med att låta Riksbanken ha tillgång till detta verktyg och jag ser det som önskvärt att läget klargörs.

En annan okonventionell åtgärd som centralbanker kan ägna sig åt är tillgångsköp. Riksbanken har i sitt remissvar även invändningar mot att den inte ska få köpa andra värdepapper än statspapper om det inte föreligger synnerliga skäl. Här menar Riksbanken att proportionalitetsprincipen som utredningen föreslår är tillräcklig och "...sätter tydliga gränser för Riksbankens mandat" (Sveriges riksbank 2020, s 7). Här måste jag säga att jag är av en fundamentalt motsatt uppfattning. Förvisso är proportionalitetsprincipen en ypperlig princip, men den är problematisk om man vill sätta väldefinierade ramar för Riksbanken just för att den saknar tydliga gränser. Vad som är proportionerligt för en person är nämligen inte nödvändigtvis proportionerligt för en annan. Här kan vi gå tillbaka till en välkänd episod i svensk penningpolitik. I september 1992 beslöt britterna att låta pundet flyta medan Riksbanken i stället höjde styrräntan till 500 procent. När brittiske finansministern fick frågan om inte de kunde ha gjort som Riksbanken svarade han "Yes, but we use common sense". Proportionalitet är – liksom sunt förnuft – inte entydigt definierat. För att avrunda ämnet köp av privata värdepapper kan det noteras att sådana kan innebära att centralbanken tar på sig väldigt mycket risk och att den potentiellt kan göra mycket stora förluster. Åter har vi alltså att ta ställning till en åtgärd med tydliga för- och nackdelar, vilket nog gör att många är kluvna även inför den. Jag tycker nog att det är rimligt att Riksbanken kan köpa andra tillgångar än statspapper, men att man samtidigt inte helt bör sakna ramar när man gör det.

Den sista okonventionella åtgärden som jag tänkte diskutera är helikopterpengar. Den kommer jag dock bara att nämna helt kort då det i riksbankslagsutredningen tydligt deklarerats att detta inte hör hemma i den penningpolitiska verktygslådan och jag inte har sett några indikationer på att Riksbanken tycker annorlunda. Även om även helikopterpengar skulle kunna vara effektivt så är det i grunden en finanspolitisk åtgärd och bör därför också ligga på politiker-nas bord.

Så om jag väldigt kort ska sammanfatta rörande den okonventionella penningpolitiken så tycker jag att det finns goda argument för att Riksbanken ska ha tillgång till okonventionella åtgärder i sin penningpolitiska verktygslåda. Men det är också rimligt att det sätts tydliga ramar för vilka åtgärder som ska ingå i denna verktygslåda. Även varma anhängare av ett inflationsmål som tas på stort allvar håller nog med om att det inte är rimligt att det ska uppnås till vilket pris som helst.

Jag tänkte avsluta med att säga några ord om den samordning av penning- och finanspolitiken som Stefan Ingves också nämnde i talet. Under de kommande åren finns det högst sannolikt ingen motsättning mellan de två. Den situation man normalt tänker sig – där en expansiv finanspolitik motverkas av penningpolitiken – känns långt borta. Det förefaller mycket osannolikt att Riksbanken skulle se något behov av att höja räntan i ljuset av expansiv finanspolitik. Frågan i dag är snarast hur mycket stöd man kan önska att finansdepartementet ger Riksbanken om det är tydligt att den får mycket svårt att uppnå inflationsmålet inom en rimlig tidshorisont. Är låg inflation något som finanspolitiken ska beakta? Det här är en stor och komplicerad fråga som nu – av uppenbara skäl – debatteras internationellt. Komplicerade frågor löser man inte i en handvändning, så det är nog önskvärt

att vi inleder en ingående diskussion av den även här i Sverige. För saker och ting handlar ju trots allt inte bara om inflationsmålet när det gäller ekonomisk politik. I Sverige har vi ju även ett ramverk för finanspolitiken – ett överskottsmål och ett skuldankare – att förhålla oss till och givet situationen i dag där vi tror att statskulden kommer att öka ganska snabbt så måste vi naturligtvis även i ett längre perspektiv förhålla oss till det. Det var mina kommentarer och jag tackar för tiden.

#### REFERENSER

Sveriges riksbank (2020b), ”Remissvar, SOU 2019:46”, Sveriges riksbank, Stockholm.

#### *Magnus Henrekson*

Varmt tack för detta Pär. Stefan Ingves skulle du kunna komma fram för att kommentera vad Pär Österholm har sagt? Sedan kan ni som lyssnar komma med frågor och jag har en egen fråga som jag tänkte inleda med.

#### *Stefan Ingves*

Under rådande omständigheter menar jag att penningpolitik och finansiell stabilitet uppenbarligen flyter ihop – för väldigt mycket handlar om samlingsbegreppet kreditförsörjning. Om kreditförsörjningen stannar av då har det effekter på båda hållen.

Sedan till frågeställningen om valutainterventioner. Jag håller med om att utredningen inte tar upp detta i någon större omfattning och jag tror att detta beror på att det inte varit en stor fråga i Sverige. Det var en stor fråga på 1990-talet att komma fram till valet av växelkursregim och det ligger hos regeringen. Men då ska Riksbanken yttra sig om valet av växelkursregim och så har det varit och frågan har egentligen inte diskuterats sedan dess. Sedan vi intervernerade senast, och nu gissar jag lite, 2001 eller 2002, så har inte det varit en aktuell fråga. Samtidigt är det ju så att när kro-

nan började stärkas lite för fort 2015 sa vi att vi inte utesluter växelkursinterventioner, men inte för att övergå till en fast växelkurs – för det är ju en politisk fråga om vi ska ha fast växelkurs eller inte. Utan det är för att i någon mån påverka utvecklingen av växelkursen och därigenom göra det lite lättare att klara av inflationsmålet.

Detta med proportionalitetsprincipen. Det ändras ju inte så mycket om man kallar det proportionalitetsprincipen eller om man säger att det är ”synnerliga skäl”, för då måste ju någon annan definiera vad synnerliga skäl är för någonting. Då är ju frågan om man ska hantera det i centralbanken eller i riksdagen. Jag tror att centralbanken är bättre skickad att hantera det, men det är ett värdeomdöme ifrån min sida.

Om helikopterpengar. Ja, det är en fråga om kombinationen penningpolitik och finanspolitik. Det finns ingen entydig definition av detta. Det är i mycket stor utsträckning en fråga om finanspolitik i någon form. Det som vi inte pratar om här, och inte i talet heller, är att man måste komma ihåg att, oberoende vad man tycker i sakfrågan, är Sverige medlem i EU. Det innebär att frågan om monetär finansiering och Riksbankens roll, vad Riksbanken gör och inte gör, inte har vilka frihetsgrader som helst i Sverige. Så länge vi är med i EU är det faktiskt Maastrichtfördraget som styr och det ser man ju väldigt tydligt också om man läser ECB:s remissvar på riksbanksutredningen där de säger ungefär samma saker. Det är väldigt lätt att glömma bort det när vi pratar om centralbanksverksamhet utifrån en ekonoms perspektiv. Men det finns där. Det är ju en snårig fråga om monetär finansiering och vad man egentligen menar med det. Om Riksgälden emitterar statsobligationer direkt till Riksbanken är det ju ett ”no-no”. Om vi däremot köper samma statsobligationer ifrån någon annan en vecka senare fungerar det.

*Pär Österholm*

Hur länge måste de hålla dem?

*Stefan Ingves*

Det finns inget svar. Det är en öppen fråga. Och den kommer ju igen med jämna mellanrum i Europa, Sverige och andra länder. Så det är inte preciserat exakt.

*Magnus Henrekson*

Tack för detta. Jag vill än en gång uppmana alla som lyssnar och sitter med digitalt att gå in och ställa frågor. Något som vi inte pratat om, men som hela världen pratar om, är ökade förmögenhetsskillnader. Om jag minns rätt lärde vi oss på makrokurserna att realräntan ska ungefär vara lika med tillväxttakten i ekonomin. Nu visade du Stefan att den är minus ett eller minus två procent. Det leder till en frikoppling mellan tillgångsvärdena på värdepapper och avkastningen på de underliggande reala tillgångarna, dvs en frikoppling av den finansiella från den reala ekonomin. Först skedde detta för statsobligationer, sedan med bostadsobligationer, bostäder och företagsobligationer. Nu verkar det som att samma sak sker på aktiemarknaden genom att P/E-talen exploderar. Så den som sparar i dag från en normalinkomst kommer inte långt, plus att det är ett enormt risktagande för den som i dag går in på de här marknaderna med mycket låg löpande avkastning med förhoppningen om ännu högre värdering i förhållande till faktisk avkastning på de här papperna. Men den som däremot råkade ha dessa tillgångar innan den nuvarande ”lågräntedoktrinen” har ju kunnat bli rik utan att göra någonting. Och den som är rik har säkerheter, vilket möjliggör att vederbörande kan låna till nästan ingen kostnad alls, vilket ger möjlighet att köpa fina fritidshus och andra attraktiva kapitalföremål. Slutsatsen blir att de som råkat *ha* tillgångar blir rika per automatik och de kan dessutom till låg kostnad komma åt väldigt mycket mer



pengar och därigenom expandera sin tillgångsmassa. Sedan får vi ett problem på andra ändan med flagranta orättvisor vad gäller förmögenhetsfördelning som politiker sedan försöker rätta till med andra medel. Jag tycker ju att den här baksidan av penningpolitiken fallit bort och att fokus alltför ensidigt handlat om inflationsmål och finansiell stabilitet. För samtidigt är ju de ökade förmögenhetsskillnader som lågräntepolitiken i hög grad bidrar till något som leder till stora politiska konvulsioner. Vad har ni att säga om det? Jag skulle gärna vilja höra bådas kommentarer kring den frågan. Jag vet att det inte ingår i Riksbankens uppdrag men det är ändå ett bekymmer.

#### *Stefan Ingves*

Penningpolitiken är inte designad för att hantera den frågan. Om man tittar på grafen jag visade i början om hur realräntorna fallit de senaste trettio åren så får man precis dessa effekter. Oberoende av vad penningpolitiken har varit eller inte varit. Men samtidigt finns frågeställningen och det är absolut på det sättet. Jag skrapade lite på ytan när det gäller den frågeställningen tidigare. Om man ska öka efterfrågan i ekonomin i dag, och gör det via penningpolitiken, då kommer skuldstockarna i den privata sektorn att öka. Om man ska öka efterfrågan med hjälp av finanspolitik då kommer skuldstocken i den offentliga sektorn att öka. Men i båda fallen får man olika sammansättning av den aggregerade efterfrågan. Vi har aldrig trasslat oss igenom vad det kan tänkas innebära och låt mig ge ett exempel. Det kanske är ett dåligt exempel, vad vet jag. Räntan går ned, vi kämpar med penningpolitiken och vårt inflationsmål, vilket är vårt jobb och det är vad vi ska göra. Ja, då stiger naturligtvis kapitalstocken i värde, bostäderna stiger i pris, om räntan blir jättemycket minus så faller väl växelkursen också och vi får

ett stort kapitalutflöde. Och alla som då förstår hur allt detta fungerar kommer att tjäna någonting på det. Samtidigt så vet vi inte väldigt mycket om var man får mest "bang for the buck", i den meningen att detta leder till en efterfrågeökning som är sådan att vi får upp inflationen och tillväxten kommer igen. Eller är det så att om man gör någonting annat på den finanspolitiska sidan och ser till så att de med högst marginell konsumtionsbenägenhet får pengar och använder pengarna. Dessa individer reser förmodligen inte till Thailand utan spenderar pengarna lokalt. Någon sådan diskussion förs egentligen inte i dagsläget överhuvudtaget utan det är två separata diskussioner, men det är en berättigad frågeställning.

#### *Pär Österholm*

Jag tycker nog att fördelningspolitik bör vara en fråga för våra politiker och inte för centralbanken. Jag tycker att man bör ha en ganska väldefinierad förlustfunktion. Ska man börja väga in allting när man fattar sina penningpolitiska beslut så blir det dels otroligt svårt men det blir också omöjligt att utvärdera Riksbanken. Ska Riksbanken ta hänsyn till såväl inflation, sysselsättning som ojämlikhet och kanske många andra saker så blir det ett ogenomförbart jobb. Här måste man säga att det får konsekvenser och tycker man inte om dem får man hantera det med politiska insatser. Man hamnar ju också i den motsatta situationen om vi nu ska börja höja räntan. Tycker vi att "Sverige har ju internationellt för låg ojämlikhet", ska vi då låta bli att höja räntan bara för att vi inte vill påverka den? Det här handlar ju på något vis om politiska preferenser och det tycker jag inte Riksbanken ska behöva ta hänsyn till.

#### *Magnus Henrekson*

Jag har en kommentar. Jag håller med om att Riksbanken inte kan ha det här

som mål, men mitt intryck är att de politiker som på något sätt gett mandat till Riksbanken inte gillar att det här leder till det som Stefan beskrev. Samtidigt verkar det som att politikerna inte är medvetna om att det blir den här effekten och vid varje ny kris öser man på med ännu lägre realräntor, vilket ökar förmögenhetsskillnaderna, vilket i sin tur ställer till stora problem och ett stort missnöje i befolkningen som måste hanteras. Jag förstår ju att Riksbanken inte kan ta ansvar för detta, men på politisk nivå verkar man heller inte riktigt beakta den här effekten.

#### *Stefan Ingves*

Jag håller med Pär, vår målfunktion är begränsad. Sedan händer det saker i ekonomin. Räntan kan inte fixa allt.

#### *Magnus Henrekson*

Tack.

#### *Susanne Ackum*

Det här är en väldigt intressant diskussion för vi pratar om ekonomisk politik och den brukar vi definiera som finans- och penningpolitik. Tidigare har vi egentligen sagt att den ekonomiska politiken har tre uppgifter: att stabilisera, allokera och fördela. Vad har Riksbanken egentligen då för roll? Är det vad du var inne på Stefan, dvs stabiliseringspolitiken, men ska penningpolitiken också bidra till tillväxt, alltså allokering? Har finanspolitiken numera hela ansvaret för fördelningspolitiken? Har vi, som ni säger, diskuterat igenom detta ordentligt?

#### *Stefan Ingves*

Det finns indirekta effekter av det som Riksbanken gör men vårt jobb är i allt väsentligt att stabilisera. Om man genom att stabilisera kan reducera svängningarna eller hålla inflationen hyggligt i närheten av två procent, då skapar man bättre förutsättningar för en långsiktig strukturell ekonomisk utveckling jämfört med om det är en monetär oreda

som leder till att växelkursen eller inflationstakten fluktuerar kraftigt. Kan vi bara på ett hyggligt sätt hantera det här med pengarna kan alla andra fokusera på något annat.

#### *Pär Österholm*

Jag kan egentligen bara instämma. Jag tycker att Riksbankens huvuduppgift ska vara stabiliseringspolitiken. Sedan har det ju fördelningspolitiska konsekvenser och en god sådan är att om Riksbanken sköter sitt jobb kommer vi inte att se arbetslöshet i onödan. Att inte bli arbetslös är faktiskt en väldigt bra fördelningspolitik och det tycker jag heller inte att man ska ignorera. Men, huvudansvaret för fördelningspolitik ska otvetydigt ligga hos politikerna.

#### *Magnus Henrekson*

En sista fråga som har kommit upp. Nu ser vi att Grekland kanske kommer att ligga på 240 procent av BNP i skulder när den här krisen är över, Italien på 200 procent. De kommer att få låna till, antar jag, mycket låga räntor av ECB. Det är svårt att tänka sig att någon privat frivilligt köper de här papperna, som är skuldebrev, till en mycket låg ränta. Vad kommer att hända? Kommer dessa någonsin att betalas tillbaka? Vad får det för reala effekter om de aldrig betalas tillbaka? Vem är det som står ute med skuldebrev som ger en låg avkastning långsiktigt? Det här är ju någonting helt nytt och svårt att bedöma tycker jag. Har ni någon syn på det? Det sista vi hinner med nu.

#### *Stefan Ingves*

Det här är en otroligt svår fråga att besvara och få ett bra grepp om. Låt mig använda en oerhört grov förenkling, vilket kanske är att göra det för enkelt: det är ju också så att även Grekland köper svenska lastbilar. Så på något sätt måste man någon gång acceptera att *bygones are bygones* och så får man börja om från

början. Många gånger blir det något av en moralfråga och det känns olämpligt att fundera kring det på det sättet. Men hjulen ska ju ändå hållas i gång i någon form och vid något tillfälle i vissa situationer får man acceptera att land A, B och C körde i diket. Vi får börja om från början för det är bättre för alla att försöka lappa ihop det här igen. Tyvärr är det ju så att vissa länder verkar ha otroligt svårt att lära sig. Argentina är ett sådant fall. Detta har vi ju väldigt svårt att greppa i ett land som Sverige där vi tycker att det närmast är en självklarhet att levnadsstandarden stiger. Men det är fullt möjligt att med dålig ekonomisk politik se till att levnadsstandarden systematiskt sjunker. Och det är ju naturligtvis en stor tragedi. Men när man väl har kommit till en punkt där man känner att ”det här går aldrig, vi måste börja om från början” har jag inget svar på. Jag har ju jobbat på Valutafonden och ställt de där villkoren och kraven och vet hur bekymmersamt, tungt och svårt det är eftersom varje anpassning alltid leder till att levnadsstandarden faller. Och det är tungt.

*Magnus Henrekson*

Jättebra. Har du någonting att tillägga Pär?

*Pär Österholm*

Till sist vill jag bara säga att när det gäller exempelvis Grekland såg vi ju i praktiken en skuldavskrivning redan i samband med eurokrisen. Man har ju gömt den naturligtvis, så att statskulden ser ut som att den finns där men i praktiken har man ju reducerat Greklands börda. Det man i praktiken kommer att behöva göra framgent med bl a Grekland, och vi får se vilka andra länder det också blir relevant för, är att man återigen mer eller mindre explicit kommer att se till att de inte behöver betala tillbaka sina skulder. Det kommer de ju inte att klara.

*Magnus Henrekson*

Det får bli sista ordet. Varmt tack till Stefan Ingves och Pär Österholm för era inledningar och diskussioner och varmt tack till alla som har medverkat. Därmed avslutar vi dagens förhandlingar som varit det årliga mötet med riksbankchefen. Tack ska ni ha!