

## Ny finansiell miljö – hur möter Riksbanken de nya utmaningarna?

### NATIONAL- EKONOMISKA FÖRENINGENS FÖRHANDLINGAR

2021-05-31

Manuset är nedtecknat av Didrik Prohorenko och Elisabeth Gustafsson. Såväl riksbankschef Stefan Ingves som professor Fredrik N G Anderssons inlägg återges här utifrån förskrivna, lätt redigerade tal. Övriga inlägg baseras på ljudupptagning.

*Ordförande:*  
Astri Muren

*Inledare:* Stefan Ingves, riksbankschef

*Kommentator:*  
Fredrik N G Andersson, docent vid Nationalekonomiska institutionen, Lunds universitet

*Övriga deltagare:*  
Magnus Henrekson och Volker Schulte

*Astri Muren*

Välkomna allihopa till dagens möte i Nationalekonomiska Föreningen. Astri Muren heter jag och är ledamot i föreningens styrelse, det är jag som kommer att moderera dagens möte. I dag har vi med oss riksbankschef Stefan Ingves för det årliga besöket hos Nationalekonomiska Föreningen, något vi är väldigt glada för. Det känns denna gång som ett extra väl-tajmat besök. Stefan Ingves kommer att inleda, därefter släpper vi fram dagens kommentator Fredrik N G Andersson, docent i nationalekonomi och verksam på Ekonomihögskolan vid Lunds universitet. Vi är mycket glada över att även ha Fredrik N G Andersson med oss här i dag. Varsågod, välkommen Stefan Ingves.

*Stefan Ingves*

Tack för att jag har fått komma hit till Nationalekonomiska Föreningen och tala i år igen. Det är alltid lika roligt att komma hit eftersom det är ett tillfälle för mig att gå lite mer på djupet i något ämne. Men i år tänkte jag ha ett lite bredare perspektiv och tala om Riksbankens tre huvudsakliga verksamhetsområden: betalningar, penningpolitik och finansiell stabilitet.

I den allmänna debatten finns det ofta en tendens att endast fokusera på ett område i taget. Under den senaste tiden har t ex betalningar varit mycket i fokus eftersom det händer mycket på betalmarknaden. Penningpolitiken är nästan alltid i fokus, men ofta utan att man nämner att finansiell stabilitet är en förutsättning för prisstabilitet. Men det är rätt naturligt att det är så, om inte annat för att det är svårt att vara expert

på alla dessa områden samtidigt.

Under mitt yrkesliv har jag haft privilegiet att under någon tid ansvara för vart och ett av dessa områden. Jag har också fått erfara hur det kan bli när något av dem inte fungerar och hur detta påverkar de andra områdena. Det har fått mig att bättre förstå hur de olika områdena är beroende av varandra. Om vi inte har finansiell stabilitet så fungerar inte heller penningpolitiken som den ska och betalningssystemet riskerar att fallera. Om inte betalningssystemet fungerar så leder det till risker för både den finansiella stabiliteten och penningpolitiken. Om vi inte har prisstabilitet får det konsekvenser för både den finansiella stabiliteten och betalningarna.

Under de senaste 10–20 åren har den tekniska utvecklingen, globaliseringen och olika reformer förändrat den finansiella miljön. Den finansiella sektorn har blivit en allt viktigare del av ekonomin. Det har tillkommit nya aktörer och nya tjänster. Fintech-bolagen har bidragit med nya finansiella innovationer. Förändringarna är i grunden positiva och bidrar till en gynnsam ekonomisk utveckling. Men den nya miljön medför också nya risker och utmaningar för samhället.

Riksbankens uppgift är att främja ett välfungerande finansiellt system och det innebär att vi ska upprätthålla ett fast penningvärde och främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Därför behöver vi anpassa vår verksamhet när finansmarknaderna förändras och utvecklas. Den nya finansiella miljön har nämligen implikationer för såväl betalningar som penningpolitik och finansiell stabilitet. Jag tänkte därför dels diskutera hur den finansiella miljön förändrats de senaste årtiondena, dels hur Riksbanken möter de utmaningar som detta för med sig.

Betalningsmarknaden går just nu igenom en fas av stora förändringar i Sverige och i omvärlden. Digitala betal-sätt blir allt vanligare på kontanternas

bekostnad och ny teknik leder till att betaltjänster erbjuds i allt större utsträckning av andra företag än banker, t ex k fintech-bolag. Digitaliseringen och den ökade konkurrensen gör betalningarna enklare och smidigare, men skapar också nya risker som Riksbanken behöver förhålla sig till. Vi behöver bli modernisera vårt system som bankerna använder för att göra betalningar sinsemellan. Vi behöver också komplettera kontanterna med ”digitala” kontanter – sk e-kronor. Jag vill dock understryka att det är viktigt att svenskarna även fortsättningsvis kan betala med fysiska kontanter.

En allt snabbare integration av finansmarknaderna har lett till att det finansiella kapitalet kan röra sig snabbt och fritt mellan olika länder och regioner. Att föra en självständig penningpolitik oberoende av omvärlden blir därmed allt svårare. Den nationella finansmarknadspolitiken har också fått mindre svängrum; ju mer finansmarknaderna integreras med varandra desto svårare blir det för den nationella finansmarknadspolitiken att upprätthålla finansiell stabilitet. I en värld med väl integrerade finansmarknader krävs det helt enkelt mer samarbete på övernationell nivå. Jag anser därför att Sverige, med sina stora gränsöverskridande banker, bör överväga ett medlemskap i bankunionen.

För att Riksbanken ska kunna utföra sina uppgifter och möta de utmaningar som förändringarna i det finansiella systemet medför behöver de penningpolitiska instrumenten vara ändamålsenliga och flexibla. Coronapandemin har visat att en kombination av flera instrument – inte bara styrräntan – kan behövas för att stabilisera ekonomin i en krisituation. Regeringen har i det förslag till ny riksbankslag som nu ligger hos lagrådet föreslagit flera begränsningar i den praktiska penningpolitiken. Detta tycker jag

är olyckligt eftersom det blir svårare för Riksbanken att värna ett välfungerande och stabilt finansiellt system om förslagen blir verklighet.

Riksbankens balansräkning är för närvarande mycket stor och detta beror framför allt på de omfattande köpen av statsobligationer som vi inledde i början av 2015 och på åtgärderna under pandemin. Jag tror att balansräkningen kommer att vara stor även framöver. Och detta av flera skäl. Framför allt så innebär det allmänt låga ränteläget att det blir svårare att använda styrräntan i penningpolitiken, men många av förändringarna i den finansiella miljön är också viktiga skäl. Min bedömning är därför att obligationsköp och innehav av obligationer kommer att spela en större roll än tidigare.

Innan jag börjar diskutera förändringarna i den finansiella miljön och hur de påverkar våra olika verksamhetsområden ska jag ta upp Riksbankens huvudsakliga roll i det finansiella systemet, nämligen att förse den svenska ekonomin med säkra pengar som är enkla och smidiga att använda.

Pengar behövs för att vi ska kunna köpa och sälja varor och tjänster. För att vi ska ha förtroende för pengarna, och vilja använda dem, behöver de vara både säkra och smidiga. För det behövs i sin tur finansiell stabilitet, prisstabilitet och väl fungerande system för betalningar. Låt mig beskriva hur Riksbanken försöker skapa de rätta förutsättningarna.

Om vi börjar med att pengar ska vara säkra, så betyder det att man ska kunna lita på att pengarna representerar ett värde i varor och tjänster och att de behåller detta värde till den dagen man vill lösa in dem mot just varor och tjänster. De papperslappar som vi ger ut har ju inget värde i sig, men de fungerar som ett slags bevis på att någon har producerat något av värde.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Pengar är ett vidare begrepp än bara kontanter. Större andelen av pengarna i Sverige i dag är elektroniska kronor utgivna av bankerna.

Inom den akademiska litteraturen finns det t ex en gren som heter *monetary economics*, eller i modern tappning *new monetarist economics*<sup>2</sup> som har intresserat sig för varför det uppstår pengar och under vilka förhållanden de behåller sitt värde. Grundtanken i penningteori är att pengar behövs för att ekonomin är så stor att vi inte kan lita på att alla alltid kommer att hålla sina löften. Ett annat sätt att uttrycka det är att det inte finns något smidigt sätt för oss att skriva perfekta kontrakt med alla andra i ekonomin.

I liten skala skulle vi kunna förklara det med ett exempel. Pelle arbetar som lärare och vill gärna ha mat. Anna arbetar som bonde och vill gärna att hennes barn ska få gå i skolan. Om Anna kunde lova Pelle att han ska få mat när hon skördar till hösten skulle Pelle kunna undervisa barnen hela året och sedan få mat när Anna skördar. Men om Annas barn redan fått sin skolgång så finns det inget incitament för henne att faktiskt ge Pelle mat i efterhand. Anna och Pelle skulle dock kunna skriva ett kontrakt som ser till att båda håller sin del av avtalet. Om vi tänker oss att sådana kontrakt skulle skrivas med alla som vi ville ha varor och tjänster av så ser vi snabbt att det dels skulle bli väldigt invecklat att skriva alla dessa kontrakt, dels att det behövs något slags yttre garant för att kontrakten efterlevs. Det är här pengar kommer in och underlättar för alla; genom att vi kommer överens om vad vi ska använda som betalningsmedel och bevarare av värde kan Anna ge Pelle pengar för hans arbete som representerar ett värde av hennes skörd. Pengarna är en representation av det arbete som någon har gjort.<sup>3</sup>

Men för att det ska fungera måste

alla lita på att det kommer att gå att köpa det man vill ha för pengarna, plus att det måste vara smidigt och billigt att använda dem. Det är här centralbankerna och andra statliga myndigheter kommer in. Riksbankens roll är att tillföra smidighet och förtroende för svenska kronor och det gör vi:

Genom att se till att pengarna behåller sitt värde. Det är via penningpolitiken som Riksbanken håller inflationen låg och stabil.

Genom att se till att man kan lita på betalningar i Sverige. Vi behöver veta säkert när en betalning är slutgiltigt genomförd, annars skulle vi inte kunna handla med varandra. Det skulle dessutom kunna uppstå stora risker för det finansiella systemet om många aktörer hade fordringar på varandra. Genom att tillhandahålla ett betalningssystem så att bankerna sköter sina betalningar via Riksbanken säkerställer vi att betalningarna fungerar.

Genom att se till att man kan lita på banksystemet där pengar bevaras och skapas. I kristider ska centralbanker kunna låna ut pengar till banker som anses systemviktiga och är solventa men som har likviditetsproblem. Detta kallas på engelska för att vara *lender of last resort* och det har visat sig att centralbankerna på detta sätt stärker förtroendet för banksektorn och därmed reducerar finansiell stress och minskar risken för finansiella kriser.<sup>4</sup> Ett annat viktigt sätt att bygga förtroende för banksektorn är att se till att bankerna står under tillräckligt strikt finansiell reglering och tillsyn – ett ansvar som är delat mellan olika myndigheter i Sverige. Detta säkerställer att bankerna har tillräckligt med kapital och likviditet samt att de begränsar sitt risktagande.<sup>5</sup>

<sup>2</sup> Se t ex Williamson och Wright (2010) eller Lagos m fl (2017).

<sup>3</sup> Kocherlakota (1996) har skrivit en uppsats som heter ”Money is Memory”.

<sup>4</sup> Walter Bagehot skrev om detta så tidigt som 1873.

<sup>5</sup> Jag vill också nämna att insättningsgarantin, som Riksgälden hanterar, också är viktig för att undvika uttagsanstormningar.

Genom att se till att man kan lita på svenska kronor i alla dess former. Efter som banksättningar är utbytbara mot centralbankspengar kan man lita på att en krona alltid är en krona. Förr i tiden när privata banker fick ge ut egna sedlar kunde det hända att sedlar från olika banker handlades till olika värde.<sup>6</sup>

Genom att se till att det finns säkra pengar i tillräcklig utsträckning. Riksbanken tillhandahåller så mycket konstanter som efterfrågas och bidrar till stabiliteten i banksystemets utbud av övriga betalningsmedel. I framtiden kan Riksbanken behöva komplettera konstanterna med en e-krona för att säkra allmänhetens tillgång till centralbankspengar.

Man kan säga att Riksbanken fungerar som ett nav i det svenska finansiella systemet. Vi kan också konstatera att det finansiella system som har vuxit fram världen över bygger på att länder eller valutaområden har statliga pengar och statlig kontroll över betalningssystemet. Det behövs helt enkelt statliga institutioner för att garantera att kraven i dessa punkter är uppfyllda.<sup>7</sup>

Nästan all ekonomisk aktivitet är förknippad med någon form av betalning, så utan fungerande betalningssystem skulle ekonomin stanna av. Det är därför viktigt att centralbankerna anpassar sig till de tekniska innovationer som nu snabbt förändrar betalningsmarknaden. Svenska kronor ska vara *transaktionseffektiva* och med det menar jag att de ska vara billiga och smidiga att använda vid såväl inhemska som internationella betalningar. Det är också vad hushållen med rätta förväntar sig i dagens digitala samhälle. Genom att hålla jämna steg med den tekniska utvecklingen säkerställer vi att det skyddsnet som jag nämnde tidigare, som bevarar pengarnas värde och gör

dem smidiga och billiga att använda, finns kvar.

För Riksbankens del innebär det att vi behöver fortsätta vårt arbete med att modernisera våra pengar så de bättre passar en digital ekonomi, dvs fortsätta vårt arbete med e-kronan. Vi behöver också uppdatera infrastrukturen för betalningar. Man ska inte behöva vänta flera dagar på att en betalning ska gå igenom. Därför kommer vi att erbjuda vad som kallas ”omedelbara betalningar”, dvs betalningar som går igenom direkt, dygnet runt alla dagar i veckan. Vi behöver dessutom lägga mer resurser på cybersäkerhet och krisberedskap så att betalningssystemet kan stå emot störningar. Inte minst är det av största vikt att vi fortsätter det internationella samarbetet som vi har tillsammans med andra centralbanker och Bank for International Settlements (BIS). Där arbetar vi bl a med att förenkla valutaöverskridande betalningar och att analysera digitala centralbankspengar (även kallade CBDC från *Central Bank Digital Currency*). Det är därför mycket roligt att BIS nya Innovation Hub snart öppnar i Stockholm. Dessa hubbar är ett sätt att säkerställa att centralbankerna har ett bra samarbete med varandra och hänger med i den snabba tekniska utveckling som nu sker.

På betalningsmarknaden märks denna utveckling tydligt. Ny teknik och ny lagstiftning har gjort det lättare för andra typer av företag än banker att konkurrera om att förmedla betalningar. Även konsumtionsvanorna förändras, exempelvis i och med att det blir allt vanligare att handla över internet i stället för i fysisk butik. Det kan verka som om konkurrensen och effektiviteten bara kommer att öka i takt med digitaliseringen. Men betalningsmarknaden utmärker sig av att det finns positiva

<sup>6</sup> Se exempelvis Söderberg (2018).

<sup>7</sup> Det är förstås också viktigt med en stabil finanspolitik för att det ska finnas förtroende för valutan.

*nätverkseffekter*. Det innebär att när nya användare ansluter sig till en betalningslösning ökar nyttan för alla deltagare. Det leder till att marknaden till slut lätt domineras av ett eller ett par stora företag som får en monopolställning. Det är därför viktigt att staten tar ett ansvar och reglerar marknaden, men eftersom nya produkter är positiva för konsumenterna behöver staten också sätta in åtgärder som gynnar konkurrens och innovation.<sup>8</sup>

Dessa nya typer av företag som börjat konkurrera på betalningsmarknaden har ofta som affärsidé att samla in och analysera data, vilket gör att de kan erbjuda billiga tjänster. Denna sk fintech-sektor har vuxit snabbt och utmanar nu bankerna. Generellt sett är ökad konkurrens positivt, eftersom det leder till lägre priser för företag och kunder. Det är dock viktigt att samma regler gäller för alla spelare på marknaden och att lagstiftningen också hinner med när nya, ibland svårklassificerade och svårgenomsådliga fenomen dyker upp.

Ibland kan förändringarna på betalmarknaden nämligen ske fort. I Kina tog det inte lång tid för företag som Alipay och WeChat Pay att få en dominerande ställning. Det är här nätverkseffekterna gör sig gällande. Även *big tech*-bolag som Apple och Google har börjat intressera sig för betalningar. Vissa *big tech*-bolag har redan många kunder på sina plattformar. Om de lägger till betaltjänster med vissa kringtjänster som gör dem lockande, som t ex rabatterbjudanden, kan det gå fort att uppnå en kritisk massa av användare. Om de riktigt stora internationella *big tech*-bolagen på allvar börjar erbjuda bankliknande tjänster eller egna valutor kan det inne-

bära en stor förändring för det finansiella systemet.

Det är dock inte alltid så att de nya aktörerna konkurrerar med bankerna. Ofta samarbetar de med bankerna.<sup>9</sup> En stor del av innovationen sker också hos bankerna. Swish och Bank ID är ett par svenska exempel som bankerna själva står för. Det är dock möjligt att bankerna inspireras av nya innovativa företag och att de tvingas lägga mer resurser på utveckling när det finns ett omvandlingstryck utifrån. En möjlig utveckling är att gränserna mellan banker, betaltjänstföretag och fintech-bolag kommer att suddas ut i framtiden.

En ytterligare utmaning på marknaden är kryptotillgångarna (eller kryptovalutor som de också kallas), som t ex *bitcoin*. Detta är privata valutor som saknar statlig backning. I *bitcoins* fall har man försökt ersätta statens funktion som garant för pengarna med teknik som begränsar utbudet. Men denna teknik gör samtidigt *bitcoin* mycket ineffektiva att använda då varje betalning kräver tid och energi i stora mängder. Det finns inte heller något som begränsar utbudet av kopior av *bitcoin* i form av andra kryptovalutor. Så kallade *stablecoins* bygger i stället på att de lånar trovärdighet av statliga pengar genom att lova full backning i någon statlig valuta.<sup>10</sup> Det är dock mycket svårt för en helt privat valuta att vinna samma trovärdighet som statliga pengar har.

Vad innebär då alla dessa utmaningar och förändringar för oss centralbanker? Jo, även vår verksamhet måste anpassas till den nya miljön. Det här är i sig givetvis inget nytt för en institution som Riksbanken som existerat i mer än 350 år. Det är svårt att överleva

<sup>8</sup> Det här är också något som har gjorts på EU-nivå t ex genom PSD2-lagstiftningen som gör det möjligt för betaltjänstleverantörer, som inte själva har insättningskonton, att erbjuda betalningslösningar som initieras från bankkonton. Därmed ökar kretsen av företag som kan erbjuda betalningsprodukter.

<sup>9</sup> För mer information om detta, se CPMI:s rapport "Non-banks in Retail Payments" (2014).

<sup>10</sup> För mer information om *stablecoins*, se Arner m fl (2020).

så länge utan att anpassa sig. Men det som är nytt den här gången är hur fort vi kan behöva anpassa oss. När det gäller betalningsmarknaden tycker jag att ambitionen bör vara att Riksbanken främjar harmonisering och konkurrens på lika villkor genom att erbjuda attraktiva plattformar för banker och andra att göra sina slutgiltiga betalningar på. Det ökar dessutom säkerheten genom att likviditetsriskerna i systemet minskar.

Man skulle förstås kunna tänka sig att bankerna hade ett eget system för att reglera betalningar med varandra. Men om en privat aktör skulle driva ett sådant system så skulle alla deltagande banker ha stora fordringar på den aktören, precis som de har hos Riksbanken i dag. Om en sådan privat aktör skulle gå i konkurs skulle pengarna kunna gå förlorade om en betalning inte hunnit gå igenom. Den risken finns inte när centralbanken driver avvecklingssystemet. Dessutom kan det bli stora volymer med betalningar så att kostnaderna blir låga, speciellt om många länder går samman, vilket nu sker på ECB:s TIPS-plattform.<sup>11</sup> Genom att se till att det råder transaktionseffektivitet i svenska kronor minskar vi dessutom risken för att någon annan typ av valuta tar över delar av ekonomin.

Förändringarna på betalmarknaden handlar inte bara om nya företag som ger sig in i konkurrensen. Sättet som hushåll och företag gör sina betalningar på ändras också. Till exempel gör de oftare direktbetalningar till andra länder, eftersom handeln över internet ökar. Centralbankerna behöver se till att även de strömmarna är stabila och effektiva. I dag är valutaöverskridande betalningar ofta långsammare och dyrare än inhemska betalningar.<sup>12</sup> Därför pågår just

nu ett stort internationellt samarbete inom ramen för G20, FSB och BIS för att förbättra internationella betalningar. Trots att Sverige inte är med i G20 har vi en aktiv roll i detta arbete, där en av arbetsgrupperna leds av förste vice riksbankschef Cecilia Skingsley.

Förutom detta arbetar Riksbanken också mer lokalt för att underlätta för svenska hushåll och företag som vill göra valutaöverskridande betalningar. Vi har tillsammans med ECB börjat undersöka om det skulle gå att använda TIPS-plattformen även för valutaöverskridande betalningar. Som jag nämnde tidigare kommer ju Riksbanken att ha sin tjänst RIX INST för omedelbara betalningar i kronor där. Om vi lyckas med den typen av standardisering skulle det också kunna fungera som ett exempel för andra länder och regioner att ta efter.

En annan förändring som pågår framför allt i Sverige är att användningen av kontanter fortsätter att minska. Enligt Riksbankens senaste undersökning görs numera mindre än var tionde köp i Sverige med kontanter, se figur 1, och förra året var Swish för första gången mer använt än kontanter.

Det finns många anledningar till att svenskarna väljer att överge kontanterna.<sup>13</sup> Ett exempel är den snabba framväxten av mobil-appen Swish. Även om vi välkomnar teknisk utveckling och den ökade konkurrensen på betalningsmarknaden så finns det en risk med att utvecklingen går för fort. Det finns många som har problem med att använda digitala betalsätt och när allt färre butiker och restauranger accepterar kontanter hamnar en del personer i kläm.

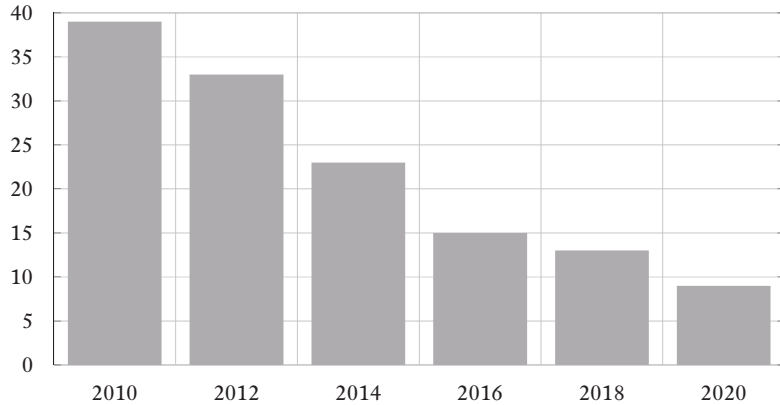
Kontanterna är inte längre lätta att använda. Många butiker och restauranger tar inte längre emot kontanter och det

<sup>11</sup> Riksbanken har slutit avtal med ECB om avveckling av svenska kronor på TIPS. För mer information om detta, se länk på Riksbankens hemsida.

<sup>12</sup> Detta gäller främst betalningar utanför EU. För ett räkneexempel, se rapporten *Så betalar svenskarna*.

<sup>13</sup> För mer information om detta, se Armelius m fl (2020).

Figur 1  
Andel som betalat  
kontant vid sitt senaste  
köp. Procent



Källa: Sveriges riksbank.

är svårt att sätta in och ta ut kontanter, speciellt om man är beroende av att göra det över disk och inte bara via en insättningsautomat. Jag, och Riksbanken, har länge påtalat att kontanternas legala ställning behöver stärkas.<sup>14</sup> Vissa slags verksamheter bör vara skyldiga att alltid ta kontanter, exempelvis sjukvården och apotek. Likaså måste det gå att sätta in både sedlar och mynt och det måste gå att göra det över disk. Det finns i dag upp emot en miljon människor i Sverige som har begränsad tillgång till digital teknik eller som har begränsad förmåga att använda den. Många äldre är beroende av att få hjälp av en människa och har därför ingen glädje av tjänster som enbart bygger på att man använder insättnings- och uttagsautomater. Det här är ett stort och växande problem som behöver lösas på politisk nivå. Det är också viktigt för Sveriges krisberedskap att kontantanvändningen inte blir för låg. Om kontanter behövs som betalningsform i en kris måste det gå att använda dem även i normaltider. Riksbanken kommer alltså att fortsätta att driva på för att stärka kontanternas ställning.

Utöver detta har Riksbanken även sedan några år tillbaka undersökt om det skulle gå att erbjuda allmänheten ett säkert elektroniskt alternativ som skulle kunna fungera ungefär på samma sätt som kontanter, en e-krona. Det skulle kunna vara ett sätt att se till att allmänheten i Sverige, som haft tillgång till centralbankspengar sedan 1600-talet, fortsätter att ha det även i en digital framtid.<sup>15</sup> Den modell vi har haft där Riksbankens kontanter samexisterat med privata betalningsmedel, som t ex insättningar på bankkonton, har fungerat väl. Genom att införa en e-krona kan vi se till att den funktion som kontanternas historiskt haft som ankare för betalningar kan leva vidare i en ny teknisk tappning. En e-krona kan, i likhet med kontanternas, bidra till ökad konkurrens och robusthet på marknaden genom att erbjuda ett alternativ till den privata sektorns betaltjänster. Om Riksbanken är närvarande på marknaden med ett eget utbud av pengar till allmänheten blir det även lättare för Riksbanken att se till att grundläggande betaltjänster finns tillgängliga för alla, inklusive de utsatta

<sup>14</sup> Se exempelvis Ingves (2020). Se även Riksbankens remissvar till ny riksbankslag, Sveriges riksbank (2019).

<sup>15</sup> Bankerna skulle fortfarande ha tillgång till centralbankspengar eftersom de har pengar på konto hos Riksbanken.

grupper som jag nämnde tidigare.

Det är givetvis viktigt att säkerställa att e-kronan inte får negativa konsekvenser för penningpolitiken eller den finansiella stabiliteten. Som jag förklarade i inledningen hänger alla dessa områden ihop och därför har vi och andra analyserat detta.<sup>16</sup> Det här är ett spännande forskningsområde och mer analys behövs, men några slutsatser kan man ändå dra.

För penningpolitiken gäller att man måste skilja mellan en e-krona med och utan ränta. En räntebärande e-krona skulle inte få några större konsekvenser för penningpolitiken i Sverige. Ibland tror vissa att det skulle vara lättare att sätta mycket låga negativa räntor med en räntebärande e-krona, men det stämmer inte. Styrräntans nedre gräns bestäms i dag av att det finns kontanter som hushållen kan hålla i stället för att ha pengar på konto hos en bank. På liknande sätt har bankerna kontanterna som enda alternativ till att hålla pengar på konto hos Riksbanken.<sup>17</sup> Men att hålla stora mängder kontanter innebär vissa kostnader, exempelvis för transporter och försäkringar, och därför kan vi sätta styrräntan en bit under noll. Detta förhållande påverkas inte av om det finns en räntebärande e-krona eller inte eftersom vi inte skulle införa e-kronan för att ersätta kontanterna.

En icke räntebärande e-krona skulle däremot höja den nedre gränsen för styrräntan till noll. Det här beror på att e-kronan då skulle fungera som kontanter vad gäller alternativ placering, men utan de kostnader för exempelvis lagring som stora mängder kontanter drar

med sig. Noll skulle därför bli en skarp gräns för styrräntan om det fanns obegränsad tillgång till en icke räntebärande e-krona. Men det går förstås att sätta in andra åtgärder som motverkar en sådan skarp gräns, som t ex begränsningar för hur många e-kronor man får ha eller vem som får inneha dem.

E-kronans eventuella påverkan på finansiell stabilitet är en mer komplex fråga. För ett par år sedan var det ganska vanligt att höra en oro över att risken för uttagsstormningar, eller s k *bank runs* som en del säger, skulle öka när det råder stress på marknaden och det finns ett attraktivt riskfritt alternativ som en digital centralbanksvaluta. Det finns dock forskning som visar varför det inte behöver vara så.<sup>18</sup> Generellt sett skulle jag säga att det inom centralbanksvärlden numera inte ses som någon särskilt stor risk. Däremot finns det fortfarande ett möjligt bekymmer om e-kronan skulle bli så stor att den i normala tider konkurrerar ut stora delar av bankernas inlåning från allmänheten. Det går dock att begränsa efterfrågan på e-kronor, t ex genom ränta eller volymbegränsningar.

Det är intressant att konstatera att de farhågor som uttrycks i dagsläget om e-kronan är nästan som ett eko av den debatt som fördes för drygt ett sekel sedan när Riksbanken skulle få ensamrätt att ge ut sedlar. Även då fanns det ”farhågor för starka rubbningar inom affärsvärlden”.<sup>19</sup> Man ansåg också att reformen skulle göra Riksbanken ”vida mäktigare än förr och mera bestämmande öfver landets hela ekonomi”.<sup>20</sup> Det visade sig ju gå ganska bra för 100

<sup>16</sup> För mer utförlig information se specialnummer om e-kronan i *Penning och Valutapolitik* nr 3 2018.

<sup>17</sup> De pengar som bankerna har på konto hos Riksbanken kan endast användas för betalningar mellan bankerna och inte för betalningar i vanliga butiker.

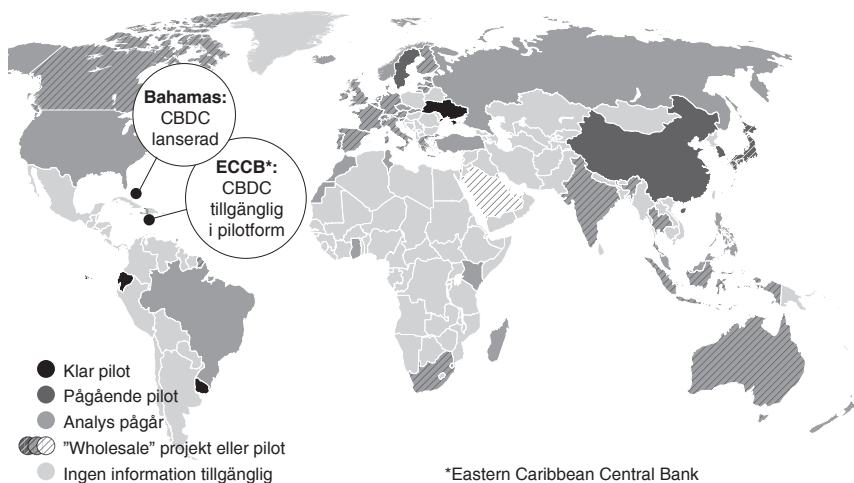
<sup>18</sup> Till exempel har Brunnermeier och Niepelt (2019) visat i en teoretisk modell att statliga digitala pengar inte behöver ha negativa konsekvenser för finansiell stabilitet.

<sup>19</sup> Se Fahlbeck (1900).

<sup>20</sup> Se Fahlbeck (1900).



Figur 2  
Status CBDC-projekt  
i olika länder



\*Eastern Caribbean Central Bank

Källa: Uppdaterad data från BIS hemsida från Auer m fl (2020).<sup>22</sup>

år sedan, men även om vi inte bedömer att en e-krona skulle bli så omvälvande som vissa tycks tro, är det lämpligt att även riksdagen utreder bl a den frågan. Utredningen om statens roll på betalningsmarknaden, som just kommit igång, har fått i uppdrag att ta ställning till om e-kronor behövs. Det är viktigt att e-kronan ingår i denna utredning om framtidens betalmarknad och det ska bli spännande att se vad de kommer fram till. Jag tycker också att e-kronan, om den ges ut, bör få status av lagligt betalningsmedel precis som kontanterna har.

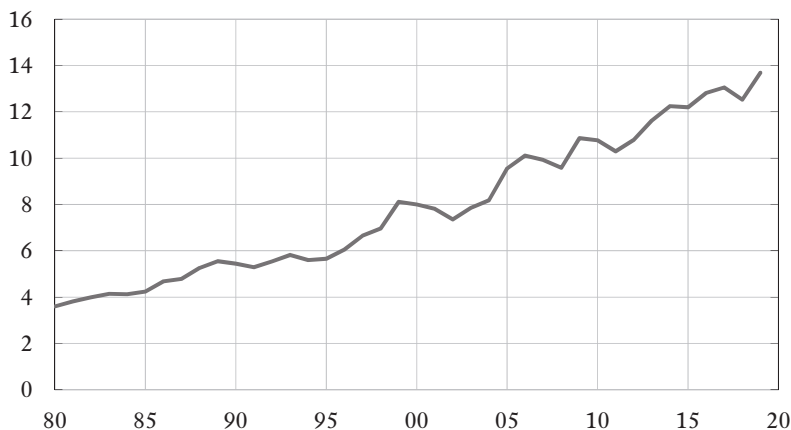
Det är viktigt att nämna här att även om kontanterna verkar marginaliseras snabbare i Sverige än i andra länder så är Sverige inte på något sätt unikt vad gäller tankar på att ge ut statliga digitala pengar. Bahamas har t ex redan infört en CBDC och i oktober förra året publicerade vi en rapport tillsammans med centralbankerna i Japan, USA, eurozonen,

Storbritannien, Kanada och Schweiz där vi tar upp vilka principer CBDC:er bör bygga på.<sup>21</sup> I internationella diskussioner märker jag att det finns ganska stor insikt om att centralbankerna behöver uppdatera sina betalningssystem och sina pengar för att främja säkerhet och effektivitet när betalmarknaderna blir alltmer mångfacetterade. Jag skulle vilja säga att det bästa för ekonomin är om centralbankerna kan fortsätta att ha samma roll som garant för förtroendet och nav i systemet som de haft tidigare, men med metoder som anpassas när omvärlden förändras.

De finansiella systemen i Sverige och i omvärlden har de senaste årtiondena vuxit snabbt och har blivit allt större delar av ekonomierna, vilket brukar kallas för *finansialisering*. I mitten på 1990-talet var den finansiella sektorns tillgångar i Sverige sex gånger större än BNP medan de i dag är nästan 14 gånger

<sup>21</sup> "Riksbanken, sex andra centralbanker och BIS i samarbete om principer för digitala centralbankspengar", Sveriges riksbank, <https://www.riksbank.se/sv/press-och-publicerat/nyheter-och-pressmeddelanden/nyheter/2020/riksbanken-sex-andra-centralbanker-och-bis-i-samarbete-om-principer-for-digitala-centralbankspengar/>; se även figur 2.

<sup>22</sup> ECCB har en pågående pilot som är tillgänglig för alla, därför klassas den som "live" av BIS.



*Figur 3*  
Den finansiella sektorn i Sverige har ökat i betydelse. Finansiella tillgångar i förhållande till BNP

*Anm:* Totala finansiella tillgångar som svenska sektorer innehar enligt SCB:s nationalförmögenhetsdata.

*Källa:* SCB.

större, se figur 3. Att det finansiella systemet är stort och fungerar väl gagnar den ekonomiska utvecklingen. Det bidrar till att betalsystemet fungerar, det kanaliserar sparandet till de mest produktiva investeringarna och det sprider riskerna i ekonomin.

Samtidigt som det finansiella systemet vuxit har de finansiella marknaderna i olika länder blivit allt mer integrerade med varandra. Detta är också i grunden en positiv utveckling, eftersom det ökar konkurrensen och förbättrar effektiviteten. Men ett större – och mer integrerat och mer innovativt finansiellt system – ställer också nya krav på penningpolitiken och finansmarknadspolitiken.<sup>23</sup>

En konsekvens av att finansmarknaderna blivit mer integrerade är att det finansiella kapitalet kan röra sig snabbare och mer fritt än tidigare och detta tenderar att jämna ut räntorna mellan

länder, se figur 4.<sup>24</sup> Detta kan i sin tur begränsa de nationella centralbankernas möjligheter att påverka inflationen och resursutnyttjandet. Enligt teorin om det s k penningpolitiska trilemmat går det inte att förena en självständig penningpolitik med fria kapitalrörelser och en stabil växelkurs. På senare tid har ekonomer dessutom uppmärksammat att det kanske inte är möjligt att förena en självständig penningpolitik med fria kapitalrörelser ens när växelkursen är rörlig.<sup>25</sup> Om de finansiella förhållandena huvudsakligen bestäms av omvärlden handlar valet i själva verket om att antingen ha en självständig penningpolitik eller fria kapitalrörelser. Det penningpolitiska trilemmat kan alltså i realiteten vara ett dilemma.

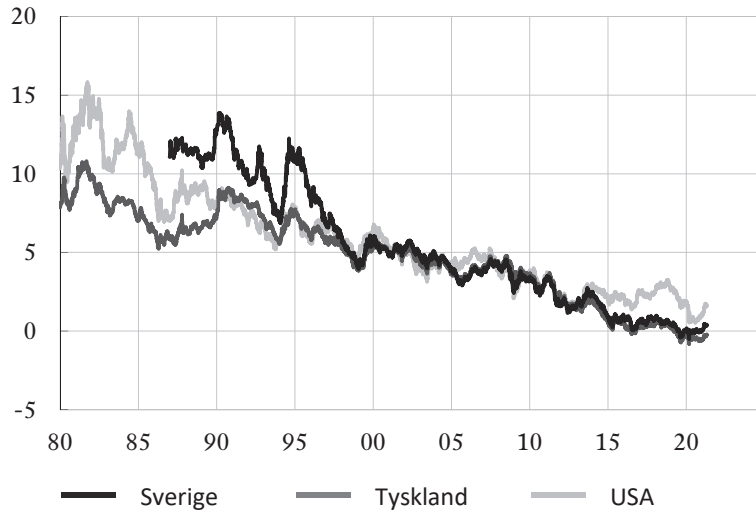
Enligt ett annat trilemma, det s k finansiella trilemmat, går det inte att kombinera nationell finansmarknadspolitik med finansiell integration och

<sup>23</sup> Med finansmarknadspolitik menar jag finansiell tillsyn (mikro- och makrotillsyn), kris- hantering och finansiella skyddsnet.

<sup>24</sup> Enligt det s k Heckscher-Ohlin-teoremet kan realräntor och reallöner under vissa förutsätt- ningar utjämnas mellan länder genom enbart handel, dvs utan rörlighet i kapital och arbete. Men om produktionsfaktorerna dessutom kan röra sig mellan länder, vilket skett i ökande grad över tiden, blir varje lands "autonomi" sannolikt ännu mindre.

<sup>25</sup> Se Rey (2015).

Figur 4  
Räntor tenderar att  
jämnas ut mellan län-  
der. Procent



Ann: Nominella räntor för statsobligationer med tio års löptid.

Källa: Macrobond och Sveriges riksbank.

finansiell stabilitet.<sup>26</sup> Man kan välja två av dessa tre saker, men det går inte att uppnå alla tre samtidigt, se figur 5 för en illustration. Det finansiella trilemmat har sin grund i effekterna av bankernas gränsöverskridande verksamhet. Om bankerna blir mindre beroende av de ekonomiska förhållandena i sina egna länder kan det å ena sidan bidra till att sprida riskerna och därmed jämna ut hushållens och företagens inkomster. Å andra sidan kan det innebära att störningar sprids lättare till banker i andra länder. Dessutom kan banker bli för stora och komplexa för att ett enskilt lands tillsynsmyndighet ska kunna hantera de problem som kan uppstå i en finansiell kris. Ju större den finansiella integrationen är desto svårare blir det för den nationella finansmarknadspolitiken att upprätthålla finansiell stabilitet. I en värld med väl integrerade finansmarknader krävs det därför samarbete på övernationell nivå.

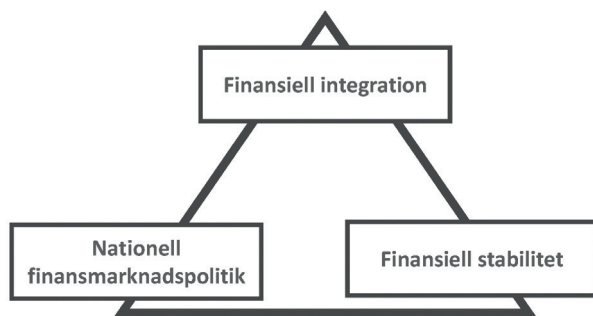
Den europeiska bankunionen organiserar arbetet med tillsyn och krishantering av banker på europeisk nivå. För euroländer är det obligatoriskt att ingå i unionen, men för övriga medlemsstater inom EU är det frivilligt, däribland för Sverige. Den svenska regeringen har publicerat en offentlig utredning som utvärderar effekterna av ett svenskt medlemskap i bankunionen och Riksbanken har gett sin syn på saken i ett remissvar.<sup>27</sup>

Det finansiella trilemmat är ett enkelt sätt att illustrera en av de målkonflikter som bankunionen försöker lösa.<sup>28</sup> Fria kapitalrörelser kan förenas med finansiell stabilitet om finansmarknadspolitiken är övernationell, dvs om den omfattar hela det geografiska område som kapitalet kan röra sig inom. Ett av syftena med bankunionen är alltså att begränsa den nationella finansmarknadspolitiken till förmån för mer över-

<sup>26</sup> Se Schoenmaker (2011).

<sup>27</sup> Se SOU (2019:52) och Sveriges riksbank (2020a).

<sup>28</sup> För en detaljerad diskussion om det finansiella trilemmat och bankunionen, se Farelus m fl (2020). För en diskussion om ytterligare aspekter på ett svenskt deltagande i bankunionen, se Sveriges riksbank (2020a) och Ehrenpil och Hector (2017).



Figur 5  
Det finansiella tri-  
lemmat: Endast två  
av dessa tre saker kan  
uppnås samtidigt

Källa: Sveriges riksbank.

nationell politik och på så sätt förbättra möjligheterna att bevara stabiliteten i det finansiella systemet.

Trilemmat ger dock inte något entydigt svar på vad som är en rimlig avvägning mellan de olika målen, utan det är en bedömningsfråga. Det är viktigt att komma ihåg att den svenska banksektorn har en omfattande internationell verksamhet, framför allt inom EU och särskilt i den nordisk-baltiska regionen. I spåren av den globala finanskrisen 2008–09 skapades 2011, på initiativ av Riksbanken, det nordisk-baltiska makrotillsynsforumet (Nordic-Baltic Macroprudential Forum, NBMF). Detta forum har varit framgångsrikt och har stärkt samarbetet kring makrotillsyn i regionen vilket i förlängningen också stärkt den finansiella stabiliteten både i Sverige och i regionen som helhet. Min bedömning är att integreringen av finansmarknaderna i regionen starkt har bidragit till framgångarna.

Den svenska finansmarknaden är än så länge inte lika integrerad med övriga Europa som med den nordisk-baltiska regionen. Men det kan förändras. Sedan euron infördes har finansmarknaderna inom framför allt euroområdet blivit

alltmer integrerade, men integrationen har också blivit större globalt sett. Fokus har på senare tid har varit att utveckla och fördjupa marknaden för finansiella tjänster inom EU och att snabba på integreringen av medlemsstaternas kapitalmarknader.<sup>29</sup> Jag tycker att just denna snabba integrering av finansmarknaderna inom Europa talar för ett svenskt deltagande i bankunionen. Men det finns även andra faktorer som kan tala för ett medlemskap. En viktig sådan är risken för att vi får mindre inflytande i beslutsprocesserna om vi fortsätter att stå utanför.

Utvecklingen inom EU innebär att man försöker harmonisera de regelverk som styr finansmarknaderna. Det gäller kapitaltäckningskrav och hantering av bankkriser. Det finns alltså redan nu mindre utrymme för nationella särlösningar, oavsett om ett land ingår i bankunionen eller inte. Gruppen av icke-euroländer inom EU riskerar dessutom att få mindre inflytande när Storbritannien har lämnat. Att ingå i bankunionen är ett sätt att få mer inflytande och påverka utformningen av regelverken på finansmarknaderna.

Den tekniska utvecklingen inom

<sup>29</sup> Kapitalmarknadsunionen är ett EU-initiativ som syftar till att underlätta rörligheten för kapital inom unionen, se [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union\\_sv](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union_sv).

informations- och kommunikationsområdet – den s k digitaliseringen – har varit mycket snabb de senaste 10–20 åren. Detta tillsammans med globaliseringen har inneburit att handeln ökat och att arbetskraft och kapital blivit mer rörliga, vilket har varit positivt för den ekonomiska utvecklingen men också för utvecklingen på finansmarknaderna. Dessa marknader har kunnat öppna upp för fler aktörer och nya tjänster. Riskhanteringen har med hjälp av nya finansiella instrument blivit mer effektiv och riskerna har spridits ut på fler marknader. Företagen använder sig allt oftare av marknadsfinansiering och det har varit positivt för konkurrensen och tvingat banksektorn att bli mer effektiv. Flera av förändringarna i det finansiella systemet har med andra ord varit positiva, men de har också fört med sig större risker.

Risken för flockbeteende har blivit större. Aktörerna utvärderas i allt större utsträckning mot andra marknadsaktörer. Detta ökar incitamenten att göra som alla andra, så att man åtminstone inte redovisar sämre resultat än genomsnittet. Informationen om andra aktörers beteende har också blivit mer lättillgänglig, vilket ytterligare kan öka risken för flockbeteende. Detta ökar riskerna för likviditetsproblem, i synnerhet vid finansiella kriser när allt fler vill sälja liknande tillgångar samtidigt. Dessutom har marknadsaktörernas benägenhet att ta risker sannolikt ökat eftersom de utvärderas på allt kortare sikt.<sup>30</sup>

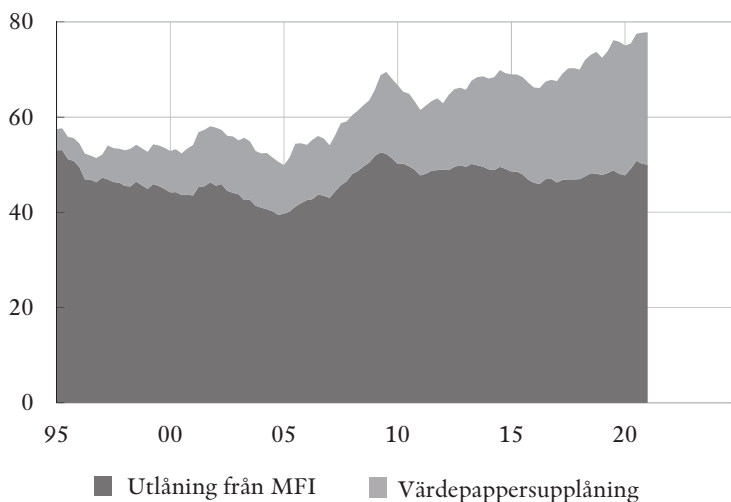
Det har blivit enklare att välja investeringar i värdepapper med en specifik likviditet, löptid och risk genom s k värdepapperisering. Vad detta innebär är att kreditinstitut, ofta banker, med en portfölj av exempelvis bostadslån säljer denna portfölj som ett paket till ett annat kreditinstitut. Köparen omvandlar sedan paketet till nya värdepapper med specifika risker

och räntevillkor – det är detta som är själva värdepapperiseringen – och säljer paketet vidare till nya placerare. Dessa nya paket är attraktiva placeringsobjekt eftersom de ofta ger god avkastning i förhållande till risken.

Värdepapperiseringen kan öka effektiviteten i det finansiella systemet, men den för också med sig risker, vilket om inte annat den globala finanskrisen 2008–09 visade. En anledning till att riskerna kan öka är att värdepapperiseringen påverkar bankernas kapitalkrav. Om en bank säljer en portfölj med bostadslån blir kapitalkravet mindre bindande och man får utrymme att ge nya lån. Hittills har värdepapperisering dock inte varit lika vanlig i Sverige som i exempelvis USA eller Storbritannien. Den har dessutom blivit mindre vanlig efter den globala finanskrisen. Men det skapas hela tiden nya produkter som kan vara riskfyllda. Den senaste tiden har t ex ”SPAC” (Special Purpose Acquisition Company) varit i fokus. I stället för att ta ett banklån när man startar ett företag, bildar man ett skalbolag som tar in pengar och sen köper ett företag.

Många företag har i större utsträckning än tidigare börjat förlita sig på marknadsfinansiering, dvs att ge ut egna företagscertifikat eller företagsobligationer i stället för att finansiera sig med banklån. Och detta gör företagen känsligare för störningar på finansmarknaderna. Ungefär en tredjedel av företagens lånefinansiering sker numera på det sättet, se figur 6. Flera saker ligger antagligen bakom denna utveckling. Bland annat har de låga räntorna ökat investerarnas riskvilja och efterfrågan på företagsobligationer. Men även mer strukturella förändringar har gjort det lättare för företagen att ge ut obligationer, som t ex den ökade efterfrågan från fondförvaltare, försäkrings- och pensionsbolag, vilket i sin tur avspeglar en ökning

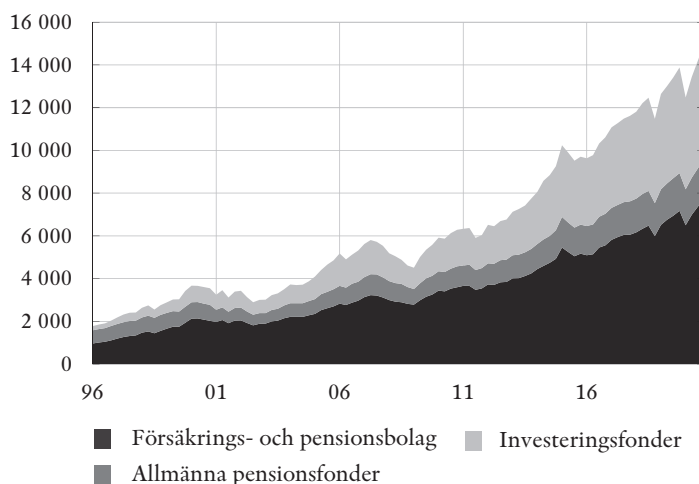
<sup>30</sup> Se Rajan (2005).



*Figur 6*  
Företagens marknadsfinansiering blir allt större. Procent av BNP, kvartalsdata

*Ann:* Innefattar icke-finansiella företags värdepappersupplåning i både svenska kronor och utländsk valuta. MFI (monetära finansinstitut) innefattar bl a banker, bostadsinstitut och finansbolag.

*Källa:* SCB och Sveriges riksbank.



*Figur 7*  
Fondförvaltarnas, försäkrings- och pensionsbolagens tillgångar har vuxit snabbt de senaste tio åren. Miljarder SEK

*Ann:* Uppgifterna avser finansiella tillgångar totalt från SCB:s finansräkenskaper. Med försäkrings- och pensionsbolag, investeringsfonder och allmänna pensionsfonder avses sektorerna försäkringsbolag, andra finansinstitut och socialförsäkring såsom de definieras av SCB. Korsvisa fordringar inom de tre sektorerna ingår inte.

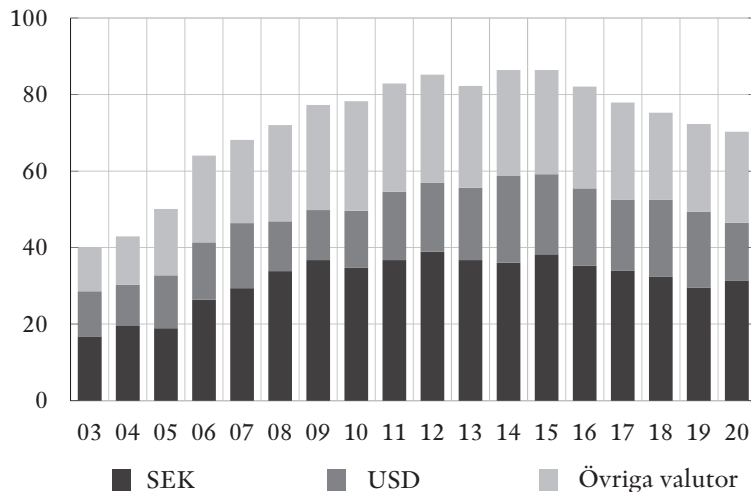
*Källa:* SCB.

av hushållens förmögenheter. I Sverige har dessa tillgångar ökat från runt 6 000 miljarder kr till runt 14 000 miljarder kr de senaste tio åren, se figur 7. Dessutom har hushållens sparande i fonder och pensionsbolag, som komplement till

vanligt banksparande, blivit större. Den här utvecklingen har inneburit att även hushållen blivit mer känsliga för olika störningar på finansmarknaderna.

Även banker förlitar sig i stor utsträckning på marknadsfinansiering, se

Figur 8  
Bankernas marknads-  
finansiering över tid.  
Procent av BNP



Anm: Värdepapper emitterade av tre storbanker uppdelat på valuta.  
Källa: Handelsbanken, SEB, Swedbank och SCB.

figur 8, och det är inte riskfritt för dem heller. En stor del av den kortfristiga upplåningen sker dessutom i utländsk valuta, framför allt i amerikanska dollar. Att marknadsfinansieringen är så stor kan till viss del bero på det svenska pensionssystemet. Om det kollektiva pensionssparandet bidrar till att hushållens sparande blir mindre minskar bankernas möjligheter att finansiera sig den vägen. De blir då tvungna att i stället ge ut egna obligationer på marknaden och att de även lånar utomlands kan bero på att pensionssparande till viss del sker i tillgångar i utländsk valuta.<sup>31</sup>

Utvecklingen mot ett alltmer sofistikerat finansiellt system med bl a mer marknadsfinansiering är i grunden positiv och avspeglar egentligen att "alla blivit rikare". När världens samlade förmögenheter växer behöver vi ett större och mer utvecklat finansiellt system för att förvalta dem. Det svenska banksystemet består emellertid bara av ett fåtal aktörer som är tätt sammanlänkade med varandra. Det innebär större risker. Om

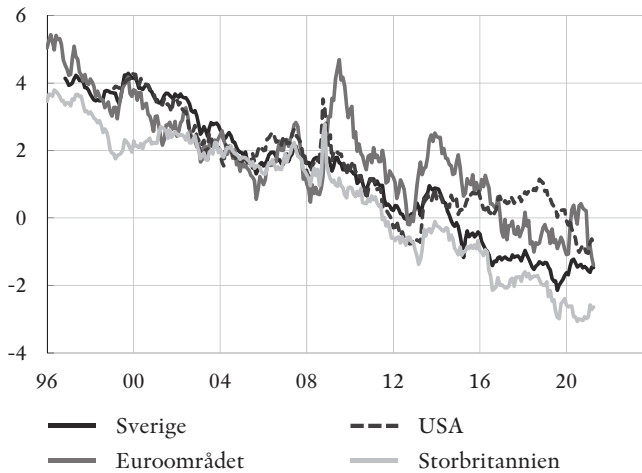
det uppstår problem i en viss bank sprider sig problemen lätt till andra. Bankerna är därför också sårbara för störningar på finansmarknaderna, i synnerhet på de internationella finansmarknaderna.

De globala realräntorna har under en längre tid varit låga och har fallit sedan mitten på 1990-talet, se figur 9.<sup>32</sup> Även detta kan öka riskerna i det finansiella systemet. De låga räntorna riskerar nämligen att framkalla en "jakt på avkastning", dvs att investerarna överger säkra placeringar för mer riskfyllda placeringar som ger högre avkastning. För investerare med förutbestämda nominella avkastningskrav att leva upp till kan jakten på avkastning bli extra lockande.<sup>33</sup> Det är också så att om investerare under en längre tid befinner sig i en miljö med låga räntor och låga risker kan de vänja sig vid denna miljö och inte uppmärksamma att förhållandena förändrats. De kan komma att underskatta framtida risker och därför avstå från att kompensera sig tillräckligt för de risker som en viss placering egentligen innebär.

<sup>31</sup> Se Nilsson m fl (2014).

<sup>32</sup> Se Lundvall (2020).

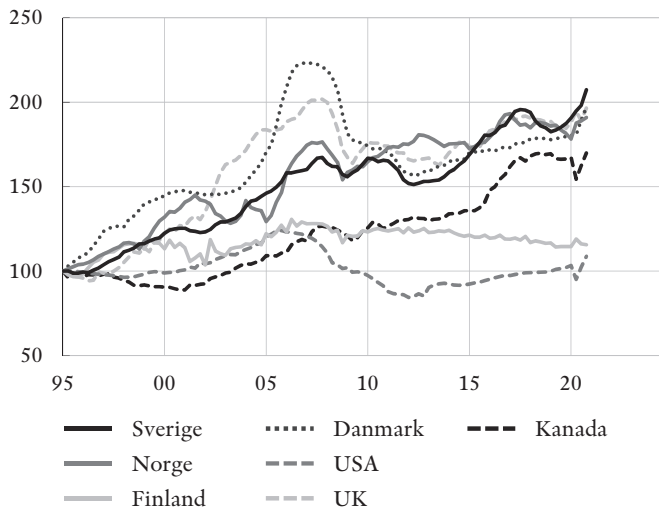
<sup>33</sup> Se Borio och Zhu (2008) och Apel och Claussen (2012).



Figur 9  
Globala realräntor  
har fallit sedan mit-  
ten på 1990-talet.  
Procent

*Anm:* Tioåriga reala statsobligationsräntor. Månadsdata. För euroområdet används en för euroområdet representativ realränta som sammanställs av ECB.

*Källa:* Nationella centralbanker och Sveriges riksbank.



Figur 10  
Stigande bostadspriser  
i förhållande till  
disponibla inkomster.  
Index, 1995 kv1 = 100

*Anm:* Kvartalsdata. Indexet visar nominellt husprisindex i förhållande till nominell disponibel inkomst per capita.

*Källa:* OECD.

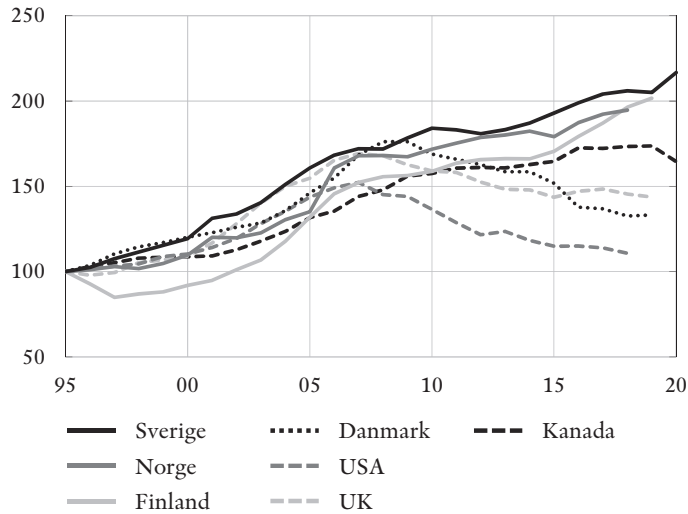
De låga räntorna bidrar också till att öka både bostadspriserna och hushållens skuldsättning, även om räntorna inte är den enda faktorn bakom detta. Priserna på svenska bostäder har stigit under en lång tid och de höga priserna sticker ut även i en internationell jämförelse. De svenska bostadspriserna och hushållens

skuldsättning i förhållande till disponibel inkomst har stigit med över 100 procent sedan 1995, se figur 10 och 11.

Bostadsmarknaden lider av en rad strukturella problem som skapar obalanser och risker både i det kortare och i det längre perspektivet. Problemen på bostadsmarknaden påverkar också ef-



**Figur 11**  
Hushållens skulder  
en allt större del av  
de disponibla inkom-  
sterna. Index, 1995  
= 100



*Anm:* Indexet visar hushållens skulder som andel av disponibel inkomst.  
*Källa:* OECD, SCB och Sveriges riksbank.

fektiviteten i ekonomin i och med att det blir svårare att flytta om man t ex byter arbete. För att komma till rätta med de strukturella problemen behövs reformer inom både bostads- och skattepolitiken.

Riksbanken har länge påpekat vilka problem som kan drabba den finansiella sektorn om räntorna skulle börja stiga och hushållen får problem med räntekostnaderna samtidigt som bostadspri- serna faller. En specifik risk i det sammanhanget är att bostadsmarknaden är beroende av en fungerande obligations- marknad. En anseilig del av bostadsob- ligationerna ägs av utländska inves- terare, se figur 8. Om dessa investerare skulle tappa förtroende för den svenska ekonomin eller bostadsmarknaden och börja sälja sina innehav skulle det bli dy- rare för bankerna att finansiera sig. Det- ta skulle i sin tur kunna leda till stigande räntekostnader för hushållen.

Ett mer långsiktigt och övergripande hot mot det finansiella systemet är klimatförändringarna och den globala omställningen till en mindre fossilba-

serad ekonomi. Såväl effekterna av den globala uppvärmningen som omställ- ningen i sig skapar klimatrelaterade ris- ker som ger upphov till finansiella risker för såväl banker som försäkringsföretag. Om företagen då inte har tillräcklig motståndskraft kan det rubba den finan- siella stabiliteten.

Vi har alltså under en längre tid kun- nat se många olika typer av förändringar i de finansiella systemen både i Sverige och i omvärlden. De finansiella mark- naderna har vuxit väldigt snabbt och samtidigt har de blivit mer integrerade med varandra. Det har tillkommit nya instrument och nya aktörer, vilket gjort marknaderna mer effektiva men också inneburit att riskerna blivit större.

För att Riksbanken ska kunna sköta sina uppgifter och möta de utmaningar som förändringarna i det finansiella sys- temet medför behöver de penningpoli- tiska instrumenten vara ändamålsenliga och flexibla. Riksbankens agerande under coronapandemin är ett exempel på varför detta är viktigt.<sup>34</sup>

<sup>34</sup> Se även fördjupningen ”Coronakrisen visar behovet av flexibilitet i ny riksbankslag” i Sve- riges riksbank (2020b).

När pandemin bröt ut i mitten av mars förra året visste ingen vilka de ekonomiska effekterna skulle bli. Vi kunde inte förlita oss på att de ekonomiska sambanden som hade gällt tidigare fortfarande gällde. Vi kunde inte heller göra prognoser på det vanliga sättet, utan vi fick skissa på olika scenarier. Dessutom var det svårt att avgöra vilka effekter de olika penningpolitiska åtgärderna skulle få i detta nya läge, samtidigt som det var nödvändigt att agera *snabbt, tydligt* och *krafffullt*. Vi satte därför in omfattande åtgärder av olika slag på mycket kort tid. Om vi hade valt att sätta in en åtgärd i taget för att sedan invänta och utvärdera effekterna, ja då hade vi förmodligen inte kunnat skapa tillräcklig stabilitet.

Med facit i hand kan vi säga att åtgärderna sammantaget bidrog till att vi kunde undvika en kreditåtstramning och till att stabiliteten i det finansiella systemet upprätthölls.<sup>35</sup> Till detta bidrog även åtgärderna från andra centralbanker och andra svenska myndigheter. Samtidigt undvek vi en större och mer långvarig nedgång i ekonomin, vilket var positivt för bl a inflationsutsikterna. Det fanns med andra ord ingen mållkonflikt mellan att å ena sidan upprätthålla den finansiella stabiliteten och att å andra sidan stötta den reala ekonomin och upprätthålla prisstabiliteten.

Pandemin visade, som jag ser det, att Riksbanken i vissa situationer behöver använda en kombination av flera instrument – inte bara styrräntan – för att få önskvärda effekter. Instrumenten behöver vara ändamålsenliga under olika förhållanden och i lägen som kan vara svåra att specificera på förhand. De måste också kunna användas med en hög grad av flexibilitet. Detta är speciellt viktigt när det behövs en kombination av åtgär-

der.<sup>36</sup> Regeringen har i sitt förslag till ny riksbankslag föreslagit flera begränsningar av den praktiska penningpolitiken. Dels snävar man in definitionen av vad som är penningpolitik jämfört med i dag, dels begränsar man Riksbankens befogenheter att använda olika penningpolitiska instrument. Detta tycker jag är olyckligt eftersom det kommer att begränsa Riksbankens möjligheter att värna ett välfungerande finansiellt system.<sup>37</sup>

Riksbankslagen bör vara flexibel och inte detaljstyra under vilka förutsättningar och i vilken ordning olika penningpolitiska instrument ska användas. Tekniska och detaljerade begränsningar som kopplar olika poster på Riksbankens balansräkning till olika syften – som regeringen föreslår i sitt förslag – gör det svårt att anpassa penningpolitiken efter situationens krav. Min bild är att lagförslaget avviker från vad som är internationell praxis på penningpolitikens område och går tvärt emot de erfarenheter som vunnits under pandemin och tidigare kriser. Vad man tänkt sig att uppnå med det nya förslaget har jag alltså svårt att förstå.

Riksbanken har flera instrument att använda i penningpolitiken. De flesta känner nog till Riksbankens styrränta. Det är en kortfristig och riskfri ränta som påverkar räntor med längre löptid, riskfyllda räntor och i slutändan de räntor som hushåll och företag möter. Genomslaget från styrräntan på övriga räntor kan variera över tiden och bero på sådant som läget i ekonomin, förhållandena på de finansiella marknaderna och den finansiella sektorns struktur.

Riksbankens övriga instrument kan lite förenklat delas upp i omfattande tillgångsköp och olika former av direkt likviditetsstöd till banker. Gemensamt för

<sup>35</sup> Se Gustafsson och von Brömsen (2021).

<sup>36</sup> Se även Committee on the Global Financial System (2019).

<sup>37</sup> Se även European Central Bank (2020) och International Monetary Fund (2020).

alla Riksbankens instrument är att de på ett eller annat sätt påverkar balansräkningen. Kort och gott, utan balansräkning ingen centralbank och räntesättning är bara prat om man inte är villig att använda balansräkningen. Förändringar i styrräntan behöver dock inte alltid ha någon större effekt på balansräkningen, men det beror på att aktörerna på finansmarknaderna vet att Riksbanken kan använda balansräkningen om det skulle behövas och att Riksbanken gör det då och då. Men omfattande tillgångsköp och direkt likviditetsstöd får i stort sett alltid balansräkningen att växa kraftigt.<sup>38</sup> Sedan inflationsmålet formellt infördes 1995 är det framför allt vid tre tillfällen som Riksbanken använt dessa instrument.

Det första tillfället var under den globala finanskrisen 2008–09 när vi erbjöd bankerna likviditetsstöd bl a i form av lån i kronor på längre löptider och lån i amerikanska dollar och dessutom godkände ett större antal värdepapper som säkerhet för lån. Åtgärderna säkerställde likviditeten i det finansiella systemet och detta underlättade kreditgivningen och reducerade olika riskpremier som begränsade penningpolitikens genomslag.<sup>39</sup>

Vid det andra tillfället i början av 2015 hade inflationen i flera år legat under målet på två procent och styrräntan hade sänkts till noll, dvs nära den nedre gränsen. I det läget inledde Riksbanken omfattande köp av statsobligationer som dessutom utökades vid flera tillfällen under de kommande åren. Detta är en åtgärd som minskar löptidspremierna, men den kan också leda till lägre räntor på andra tillgångar genom den sk portföljbalanskanalen.<sup>40</sup> Den har också en signaleringseffekt. Om Riksbanken räk-

nar med att styrräntan kommer att vara låg framöver kan det bidra till att marknadsförväntningarna på framtida korta räntor sjunker. Vi kan nu i efterhand se att statsobligationsköpen faktiskt bidrog till en expansivare penningpolitik med lägre räntor och en svagare växelkurs och att inflationen därför återgick till målet efter ett tag.<sup>41</sup>

Det tredje tillfället var i samband med pandemiutbrottet förra året. Vid detta tillfälle gjorde vi stora obligationsköp för att bibehålla ett lågt ränteläge och gav olika former av likviditetsstöd, bl a erbjöd vi banker att låna mot säkerhet med tre respektive sex månaders löptid till styrräntan, lättade kraven på säkerheter och gav lån till banker för vidareutlåning till företag.<sup>42</sup> Dessa åtgärder var viktiga för att kreditgivningen i ekonomin skulle fungera och för att styrräntans genomslag på övriga räntor i ekonomin skulle vara fortsatt normalt.

Vid pandemiutbrottet hade Riksbanken redan en stor portfölj med statsobligationer. Vi köpte därför i första hand bostadsobligationer, vars riskpremier hade stigit snabbt i början på pandemin. Denna marknad är viktig för bankernas kreditgivning eftersom merparten av deras bostadslån till hushåll finansieras med bostadsobligationer. Köpen minskade riskpremierna, vilket stödde kreditgivningen i ekonomin. Riskpremierna hade stigit också på företagsobligationer. För att minska riskpremierna på företagslån och stödja kreditgivningen i allmänhet köpte vi därför även företagsobligationer – dock i betydligt mindre omfattning än mängden bostadsobligationer.

Riksbankens balansräkning är för närvarande mycket stor, vilket framför allt beror på köpen av statsobligationer

<sup>38</sup> Se Gertler och Karadi (2013).

<sup>39</sup> Se Elmér m fl (2012).

<sup>40</sup> Se Alsterlind m fl (2015).

<sup>41</sup> Se Melander (2021).

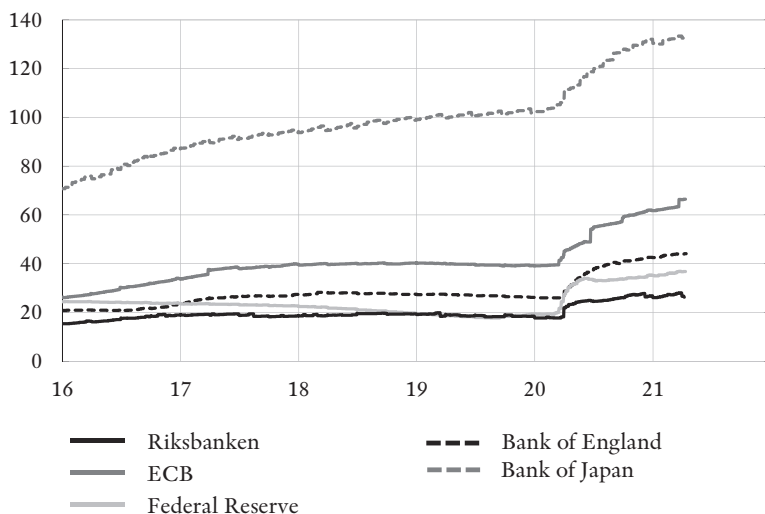
<sup>42</sup> Se även Sveriges riksbank (2020b).



Figur 12  
Storleken på Riksbankens balansräkning har varierat kraftigt över tiden. Procent

Anm: Riksbankens balansräkning som andel av BNP.

Källa: Sveriges riksbank.



Figur 13  
Många centralbankers balansräkningar har blivit större. Procent av BNP

Anm: BNP beräknas som summan av innevarande kvartal och de tre föregående kvartalen. För det/de kvartal som BNP ännu inte publicerats används den senast publicerade BNP-statistiken.

Källa: Bank of England, Federal Reserve, Macrobond och Sveriges riksbank.

med början 2015 och på åtgärderna under pandemin. Balansräkningen brukar dock variera kraftigt över tiden. I ett historiskt perspektiv – sedan år 1800 – är dagens nivå visserligen den högsta, men vid flera tillfällen har balansräkningen varit på liknande nivåer, se figur 12. Hur Riksbanken använt balansräkningen

över tiden har alltså varierat mycket. Nivån sticker inte heller ut om man jämför med andra centralbankers balansräkningar, se figur 13. En fråga som många ändå ställer sig i ljuset av dagens relativt stora balansräkningar är om vi ska förvänta oss att de kommer att vara stora även framöver?<sup>43</sup>

<sup>43</sup> Se även Goodhart (2010), Miles (2014) och Vredin (2018) för en diskussion om detta.

Det finns mycket som talar för det. En kortfristig styrränta kommer förvisso alltid att vara ett viktigt penningpolitiskt instrument, men min bedömning är att obligationsköp kommer att spela en större roll än tidigare. Balansräkningen är som sagt redan i dag mycket stor. Det betyder att även om vi skulle vilja minska den i snabb takt skulle det ta lång tid innan den är tillbaka på de nivåer som gällde innan den globala finanskrisen 2008–09. Men det finns också en rad ekonomiska skäl till att centralbankernas balansräkningar bör vara stora framöver.<sup>44</sup>

Om räntorna fortsätter att vara lika låga som nu kommer styrräntan oftare att slå i den nedre gränsen. Penningpolitiken blir därmed per automatik mer beroende av andra instrument för att kunna påverka ränteläget och kredittillgången. Omfattande tillgångsköp blir därmed ett viktigare instrument, men också andra åtgärder, som kommunikation om framtida åtgärder, s k *forward guidance*, och interventioner på valutamarknaden, kan bli aktuella. Riksbanken har visserligen sedan 2007 använt en form av *forward guidance* i och med att vi har publicerat en styrräntebana. En starkare variant är att betinga styrräntebanan på ekonomiska utfall, dvs kommunicera att styrräntan är noll procent ända tills inflationen exempelvis nått två procent.<sup>45</sup>

Svenska företag har historiskt sett finansierat sig via banklån, men utgivning av företagscertifikat och företagsobligationer har nu blivit allt vanligare. Genom att Riksbanken köper dessa tillgångar när det är turbulent på finansiella marknader kan riskpremierna på tillgångarna dämpas, men köpen kan också hålla kreditgivningen uppe i en bredare bemärkelse. Det är visserligen

mest större företag som finansierar sig på obligationsmarknaden, men dessa företag har ofta utlovade kreditlinor från en bank. Om det uppstår problem på obligationsmarknaden kommer storföretagen att minska utgivningen av obligationer och i stället vända sig till banken för att låna, vilket kan tränga undan annan bankutlåning.

Marknaden för bostadsobligationer har vuxit i betydelse och är i dag den största obligationsmarknaden i Sverige, se figur 14. Det är en marknad som är viktig för Riksbankens tillgångsköp eftersom den är så dominerande. Våra köp av bostadsobligationer minskar kreditriskpremierna på dem och stödjer även kreditgivningen mer generellt i ekonomin. Om denna marknad skulle sluta att fungera skulle det påverka både penningpolitikens genomslag och stabiliteten på finansmarknaderna.

Lån på interbankmarknaden sker vanligtvis utan säkerhet.<sup>46</sup> Det innebär att om någon blir osäker på motpartens kreditvärdighet kan det få stor betydelse för viljan att göra transaktioner. Om interbankmarknaden inte fungerar blir det svårare för styrräntan att få genomslag på andra räntor eftersom bankerna får svårare att föra över en styrränteförändring till övriga räntor. Dessutom försämras utbudet av krediter mer generellt. En stor balansräkning innebär att det finns ett överskott av pengar på bankernas konton hos Riksbanken, de konton de använder för betalningar mellan varandra. Bankerna blir därmed mindre beroende av interbankmarknaden och risken för störningar i det penningpolitiska genomslaget och kreditutbudet blir mindre.<sup>47</sup>

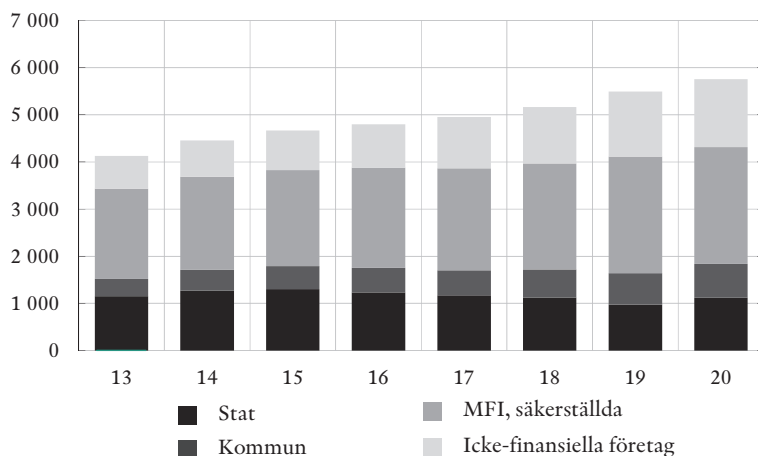
För att Riksbanken ska kunna tillföra likviditet till bankerna under en fi-

<sup>44</sup> För en diskussion om risker med en stor balansräkning, se Flodén (2018).

<sup>45</sup> Se Committee on the Global Financial System (2019).

<sup>46</sup> Interbankmarknaden är en marknad där banker kan låna pengar av varandra med kort varsel.

<sup>47</sup> Se Duffie och Krishnamurthy (2016) och Bertsch och Molin (2016).



Figur 14  
Statsobligationer, kommunobligationer, bostadsobligationer och företagsobligationer över tid. Nominellt belopp, miljarder kr

Anm: Värdepappersskuld i olika sektorer. MFI (monetära finansinstitut) innefattar bl a banker, bostadsinstitut och finansbolag. Serien för kommunernas värdepappersskuld avser enskilda kommuners och regioners upplåning samt den upplåning som sker via Kommuninvest i Sverige AB. Statistiken avser värdepappersskuld i kronor och utländsk valuta.

Källa: SCB och Sveriges riksbank.

nansiell kris måste bankerna också vara villiga att låna. I krissituationer kan det dock hända att bankerna inte vill låna eftersom det skulle kunna signalera finansiella problem, vilket skedde i USA under finanskrisen 2008–09. Den förre Fed-chefen Ben Bernanke menar att oviljan att låna hos Fed hade kunnat minska om de haft en större balansräkning. Om bankerna hade haft en betydande inlåning och större lån hos Fed och därmed haft en vana av att göra transaktioner med Fed i normala tider hade stigmat av att låna i en krissituation kunnat mildras.<sup>48</sup>

Bland europeiska banker var oviljan att låna av ECB under finanskrisen ett betydligt mindre problem än för Fed. Bernanke påpekar att en möjlig anledning till detta kan ha varit att ECB hade

en större balansräkning redan innan krisen och att bankerna i Europa därför var vana att göra betydande transaktioner med ECB.

Efterfrågan på säkra och likvida tillgångar med kort löptid har varit stor runt om i världen under en längre tid. Detta brukar ofta ses som en av huvudorsakerna till de låga globala räntorna. Om Riksbanken har en stor balansräkning och det finns ett stort utbud av riksbanksreserver så ökar utbudet av korta, likvida och säkra tillgångar för bankerna, vilket kan hjälpa till att stabilisera finansmarknaderna och säkerställa att betalningssystemet fungerar i en krissituation.<sup>49 50</sup>

En allmän slutsats av denna genomgång är att förhållandena på de finansiella marknaderna har förändrats och

<sup>48</sup> Se Bernanke (2016).

<sup>49</sup> Se Greenwood m fl (2016).

<sup>50</sup> Riksbanksreserver är elektroniska centralbankspengar som bankerna håller på konton hos Riksbanken. Riksbanksreserver är de pengar som bankerna har på konton i Riksbanken över natten, men också de pengar som bankerna har placerat i riksbankscertifikat med en viss löptid. Summan av dessa placeringar utgör banksystemets sk likviditetsöverskott gentemot Riksbanken, vilket också kan benämnas banksystemets reserver i Riksbanken eller kort och gott riksbanksreserver.

att Riksbanken och andra centralbanker behöver anpassa sina åtgärder till dessa förändringar. Det finns alltså flera ekonomiska skäl till att göra tillgångsköp och en stor balansräkning till en del av en sådan anpassning.

Riksbanken kan alltså köpa statsobligationer i penningpolitiskt syfte. Köpen får dock inte medföra ”monetär finansiering” av statsfinanserna, dvs statens utgifter får inte finansieras med sedelpressarna. Men att definiera vad detta betyder i praktiken är inte helt enkelt och det är inte konstigt att det ibland råder förvirring om detta begrepp.<sup>51</sup>

Låt mig ta ett exempel. En vanlig penningpolitisk transaktion innebär att Riksbanken köper en viss mängd statsobligationer med nya riksbanksreserver. Kan detta betraktas som monetär finansiering? I en viss mening skulle man kunna säga det. Riksbanken har ju *de facto* finansierat en del av statens utgifter med ”nytryckta” pengar. I en annan mening kan man säga att det inte är det, dvs om Riksbanken – som en oberoende centralbank – säger att *köpen sker i penningpolitiskt syfte*. Monetär finansiering handlar alltså inte om köpen i sig. Under vissa förutsättningar kan statsobligationsköp vara monetär finansiering, men under andra är de inte det. Det är det som gör det svårt att definiera begreppet.

Det är viktigt att förstå att Riksbankens statsobligationsköp inte innebär att statens kostnader för att ge ut obligationer försvinner. Om Riksbanken köper en del av statsobligationsstocken kommer en del av statens skuld att finansieras av privata aktörer och en annan del av Riksbanken med riksbanksreserver. Statens kostnad för den privata delen av skulden är räntan på statsobligationerna. Kostnaden för den del som Riksbanken köpt är dock annorlunda och inte lika självklar.

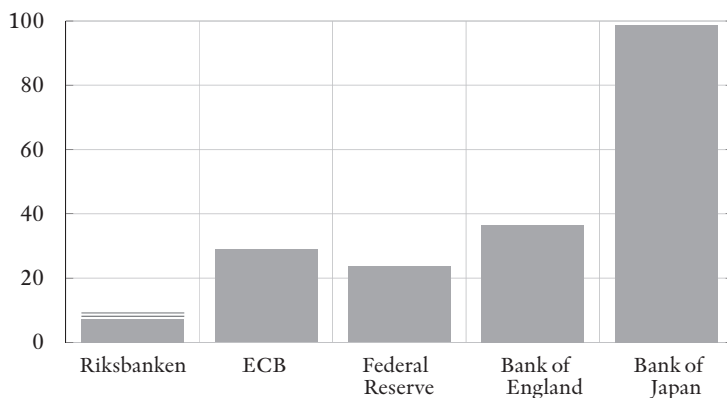
Statens räntebetalningar på de statsobligationer som Riksbanken köpt tillfaller Riksbanken. Men Riksbanken är en statlig myndighet vars intäkter och kostnader är en del av statens sammanslagna budgetrestriktion. Den ränta som staten betalar till Riksbanken tillfaller med andra ord staten själv, nettokostnaden för staten blir naturligtvis noll. Riksbanken betalar dock en ränta – dvs styrräntan – på de riksbanksreserver som finansierat statsobligationsköpen. Statens kostnad för den del av skulden som Riksbanken köpt blir därför styrräntan. Ekonomer brukar säga att Riksbankens köp av statsobligationer egentligen är en löptidsomvandling av statens skulder från långa till mycket korta löptider, eftersom riksbanksreserver är en statlig skuld med mycket kort löptid. Staten betalar med andra ord en mycket kortsiktig ränta på de statsobligationer som Riksbanken köper och en mer långsiktig ränta på de statsobligationer som privata aktörer håller.

I de fall då människor oroar sig för monetär finansiering handlar det nästan alltid om en rädsla för att statsobligationsköpen ska leda till snabbt stigande inflation, eller s k hyperinflation, som i Zimbabwe och Venezuela för inte så länge sedan. Men Riksbankens och många andra centralbankers statsobligationsköp har inte lett till en sådan situation. Vad beror det på?

En förklaring skulle kunna vara att det spelar roll hur stora köpen är.<sup>52</sup> Om centralbankerna bara köper tillräckligt mycket statsobligationer leder det förr eller senare till att inflationen skenar iväg. Det kan ligga en viss sanning i detta, men det är inte den viktigaste förklaringen. Japan har t ex gjort stora statsobligationsköp, som motsvarar närmare 100 procent som andel av BNP, se figur 15. Centralbankerna i

<sup>51</sup> Se även Vlieghe (2020).

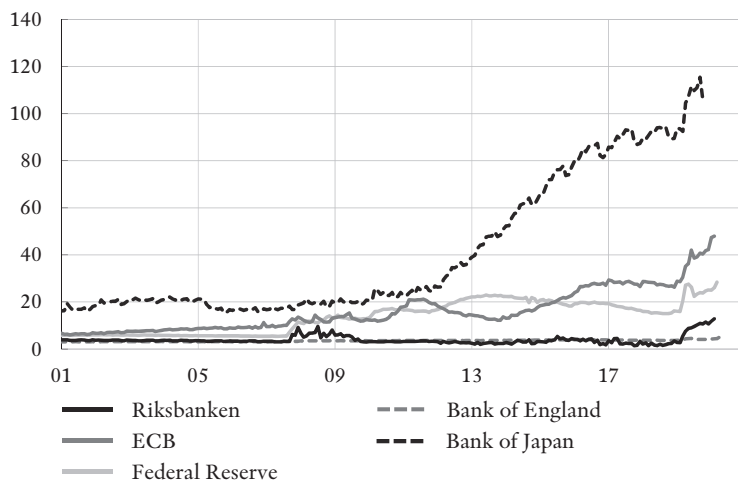
<sup>52</sup> Inom EU-rätten finns det t ex begränsningar av statsobligationsköpens omfattning.



Figur 15  
Centralbankers  
statsobligationsköp i  
förhållande till BNP  
i Sverige, euroom-  
rådet, USA, Storbri-  
tannien och Japan.  
Procent av BNP

*Anm:* Nominellt innehav per den 31 mars 2021. Streckad stapel avser Riksbankens köp av kommunobligationer.

*Källa:* Macrobond och nationella centralbanker.



Figur 16  
Pengar utgivna av  
centralbanker (mone-  
tära basen) i Sverige,  
euroområdet, USA,  
Storbritannien och  
Japan. Procent av  
BNP

*Anm:* Med monetär bas avses de sedlar och mynt som finns hos allmänheten samt bankers tillgångar hos centralbankerna.

*Källa:* Bank of England, IMF och Macrobond.

euroområdet, USA och Storbritannien har köpt mellan 20 och 40 procent som andel av BNP. Riksbanken har köpt knappt tio procent som andel av BNP, vilket motsvarar runt hälften av den totala stocken. Dessutom har penningmängden som centralbankerna styr ökat kraftigt, se figur 16. Men trots detta har inflationen inte visat några tecken på att skena iväg. Den viktigaste förklaringen

har i stället med det penningpolitiska ramverket att göra, dvs vem som beslutar om köpen och med vilket syfte.

När statsobligationsköpen leder till snabbt stigande inflation är det i stort sett alltid regeringen som har beslutat om köpen och syftet har varit att uppnå olika finanspolitiska mål. Inflationmålet har underordnats de finanspolitiska målen och centralbankens oberoende har satts



ur spel. I litteraturen brukar detta kallas för "finanspolitisk dominans". Om regeringen i en sådan situation väljer att finansiera en allt större del av sina utgifter genom att skuldsätta sig (endera via nya obligationer eller centralbanksreserver) blir följden att inflationen stiger. Statens skuldsättning finansieras därmed, åtminstone delvis, med en sk inflations-skatt. Det är en skatt som betalas av alla medborgare i och med att pengarna blir mindre värda.

Riksbanken är en oberoende centralbank som fattar självständiga beslut om statsobligationsköp med syftet att uppfylla inflationsmålet. Riksbanken ska alltså agera oberoende och köpen får enbart bygga på Riksbankens egen bedömning. Innehavet får med andra ord inte medföra att staten och Riksbanken hamnar i ett beroendeförhållande. Köpen innebär alltså ingen monetär finansiering och leder inte till skenande inflation i och med att Riksbanken säger att *köpen görs i penningpolitiskt syfte*.

I det ekonomiska kretsloppet hänger alla delar ihop. Om det sker förändringar i en del av ekonomin påverkar det övriga delar. Sådant som teknisk utveckling, förändringar i efterfrågan, förändrade konkurrensförhållanden och nya handelsmöjligheter leder till att de ekonomiska förutsättningarna hela tiden skiftar. I det stora perspektivet bidrar förändringarna till att resurserna används där de gör mest nytta och det främjar den ekonomiska utvecklingen. Men förändring och utveckling är också förknippade med nya risker som behöver hanteras av regeringar och myndigheter.

Jag har i dag talat om några av de förändringar och den utveckling som skett i det finansiella systemet de senaste årtiondena och vilka konsekvenser detta har för Riksbankens olika verksamhetsområden: betalningar, penningpolitik och finansiell stabilitet.

På betalmarknaden är förändringarna mycket snabba. Många av dem är

till gagn för hushåll och företag eftersom de bl a förenklar betalningarna. Men förändringarna skapar också nya risker. För Riksbankens del har det inneburit att vi utvecklar systemen som bankerna använder för att göra betalningar sinsemellan. Det nya RIX INST kommer att erbjuda omedelbara betalningar dygnet runt alla dagar i veckan. Men kanske av större intresse för vanliga medborgare är att vi också arbetar med att komplettera kontanterna med "digitala" kontanter – sk e-kronor.

Det finansiella systemet har blivit mer integrerat – och riskfyllt. Integrationen av finansmarknaderna har lett till att det finansiella kapitalet kan röra sig snabbare och friare mellan olika länder. Det har lett till att penningpolitiken blivit mer beroende av omvärlden och mindre självständig. Den nationella finansmarknadspolitiken har också blivit mer begränsad. För att undvika finansiella kriser krävs det därför mer samarbete på övernationell nivå, vilket bl a talar för att Sverige borde bli medlem i bankunionen.

För att Riksbanken ska kunna sköta sina uppgifter och möta de utmaningar som förändringarna på finansmarknaderna inneburit behöver de penningpolitiska instrumenten vara ändamålsenliga och flexibla. Det betyder sannolikt att omfattande obligationsköp kommer att spela en större roll än tidigare när vi vill påverka räntesättningen i ekonomin och bidra till finansiell stabilitet. Det är därför problematiskt att regeringens förslag till ny riksbankslag föreslår flera begränsningar av den praktiska penningpolitiken.

Regeringen fattade alldeles nyligen beslut om förslag till en ny riksbankslag. Förslaget ligger nu hos lagrådet och senare i år eller nästa år kommer riksdagen att ta ställning till förslaget. Jag noterar att en del förändringar har gjorts utifrån de synpunkter som Riksbanken lämnat i den remissrunda som genomfördes i

fjol. Det är bra. Men jag är fortsatt orolig för lagens användbarhet i praktiken. Det handlar framför allt om en konstlad uppdelning mellan våra båda kärnuppgifter prisstabilitet och att värna det finansiella systemet. Våra verktyg för att nå dessa mål delas upp i två olika kapitel – trots att det i stor utsträckning handlar om samma verktyg. Detta är problematiskt. Allting handlar alltid om hur vi använder vår balansräkning.

Låt mig ta ett exempel från finanskrisen 2008–09. Vi lånade ut belopp till svenska banker motsvarande drygt nio procent av BNP, en åtgärd som var avsedd att se till så att det finansiella systemet stabiliserades för att kunna bedriva penningpolitik och bidra till att produktion och sysselsättning inte föll så kraftigt i spåren av den finansiella krisen. Med den nya lagen behöver vi bestämma det huvudsakliga syftet med dessa åtgärder och villkor och procedurer skiljer sig åt beroende på syftet. Var det vi gjorde huvudsakligen penningpolitik eller finansiell stabilitet? Är de åtgärder vi genomfört i coronapandemin mest penningpolitik eller finansiell stabilitetspolitik? I vår värld är det naturligtvis både och, eftersom våra båda kärnverksamheter är två sidor av samma mynt.

Som jag tidigare beskrivit utvecklas ju också de finansiella marknaderna snabbt och behoven förändras därmed över tiden. Det är svårt att förutsäga hur nästa kris kommer att se ut, eller vilka åtgärder som då kan behövas. Att vi har kunnat agera under pandemin beror på att dagens lagstiftning ger oss sådana möjligheter. För att hantera den globala finanskrisen 2008–09 och den aktuella pandemin, liksom framtida händelser, krävs det verktyg och mandat som kan användas flexibelt. Detta försvåras av förslaget till ny riksbankslag.

Förslaget begränsar också Riksbankens möjligheter att såväl bygga upp som använda sin valutaserv. Detta är problematiskt, då det svenska finansiella

systemet har ett stort beroende av kort-siktig marknadsfinansiering, till stor del i utländsk valuta. Att som en liten öppen ekonomi med en egen valuta inte ha en betydande valutaserv med möjlighet för centralbanken att använda den på ett flexibelt sätt är en riskfylld strategi.

För att Riksbanken ska kunna uppfylla sitt uppdrag och därmed bidra till att upprätthålla förtroendet för Sveriges ekonomi, såväl i stabila ekonomiska tider som vid en finansiell kris, måste Riksbanken vara finansiellt oberoende. Det innebär att det egna kapitalet och intjäningsförmågan måste vara tillräckligt stor. Förslagets nivåer för det egna kapitalet når inte upp till den målsättningen. Det är bekymmersamt att våra synpunkter inte har beaktats på detta område.

Enligt min mening är detta fel väg att gå om politiker och medborgare fortfarande vill ha en självständig centralbank som med kraft kan agera med hela sin balansräkning för att stabilisera ekonomin.

Våra möjligheter till internationell samverkan beskärs också, vilket jag tycker är djupt beklagligt. Jag tror inte att man riktigt inser hur det globala centralbankssamarbetet fungerar. Riksbanken har den stora förmånen att tillhöra den krets av centralbanker som ingår i kärnkretsen i det som brukar kallas centralbankernas bank, BIS. Där koordineras mycket av samarbetet mellan centralbanker och Riksbanken har sedan länge ett grundmurat förtroende genom att på ett konstruktivt sätt samarbeta och ställa upp när andra centralbanker behöver stöd och finansiering, i IMF-program eller i rena centralbanksoperationer. Det kan inte uteslutas att vi själva någon gång på motsvarande sätt behöver stöd och jag hoppas innerligt att man ser över förslagen i dessa delar så att Riksbanken fortsatt kan fylla den konstruktiva roll vi haft sedan lång tid. Jag ser det också som centralt att Riksbanken kan samarbeta på ett effektivt sätt med ECB och inte betraktas

som en udda fågel i EU sammanhang.

Ett annat problem är hur det nya lagförslaget förhåller sig till EU-rätten. ECB har påpekat detta i ett kritiskt yttrande över den utredning som ligger till grund för regeringens förslag. Särskilt förslagens snäva definition av vad som är penningpolitik, och som därmed omfattas av Riksbankens oberoende enligt förslaget, har väckt kritik från ECB. Förslaget ger därför intryck av en allmän distansering från unionsrätten. Eftersom IMF lämnat kritiska synpunkter på kommitténs förslag får man också intrycket att förslaget överlag är en distansering från internationell standard när det gäller centralbankers uppgifter.

Riksbanken ingår i det Europeiska centralbankssystemet (ECBS) och omfattas av unionsrätten. Jag ser att det samarbetet allmänt skulle försvåras med en definition av penningpolitik som avviker från vad som gäller för övriga centralbanker i EU men även globalt. Och det är heller inte uppenbart hur Riksbanken och dess direktion ska hantera frågor där nationell lagstiftning kan komma att stå i konflikt med EU-rätten.

Den av regeringen beslutade lagrådsremissen om en ny riksbankslag kommer alltså göra det svårare för Riksbanken att i framtiden snabbt, flexibelt och effektivt sätta in åtgärder när det behövs – och därmed ökar riskerna för svensk ekonomi.

Om förslaget blir verklighet kommer det att försämra Riksbankens, och i förlängningen statens, möjligheter att möta de utmaningar som den nya finansiella miljön för med sig. Detta är olyckligt eftersom den svenska kronan numera i olika avseenden är konkurrensutsatt. Den svenska kronan behöver även fortsättningsvis vara ett effektivt och allmänt accepterat betalningsmedel för att Riksbanken ska kunna leverera finansiell stabilitet och uppfylla inflationsmålet.

Avslutningsvis vill jag tacka Hanna Armelius och Magnus Jonsson för hjälp

med att skriva anförandet och Emma Bylund och Petra Frid för hjälp med data och figurer. Jag vill också tacka Meredith Beechey, Frida Fallan, David Farelus, Gabriela Guibourg, Jesper Hansson, Lida Häkkinen Skans, Jens Iversen, Stefan Laséen, Pernilla Meyersson, Cecilia Roos-Isaksson, Åsa Olli Segendorf, Marianne Sterner, Ulf Söderström och Anders Vredin för värdefulla synpunkter.

## REFERENSER

Alsterlind, J, H Erikson, M Sandström och D Vestin (2015), "Hur kan köp av statsobligationer göra penningpolitiken mer expansiv?", *Ekonomiska kommentarer*, nr 12, Sveriges riksbank, Stockholm.

Apel, M och C A Claussen (2012), "Penningpolitik, ränta och risktagande", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, Sveriges riksbank, Stockholm.

Armelius, H, C A Claussen och A Reslow (2020), "Withering Cash: Is Sweden ahead of the Curve or Just Special?", Sveriges Riksbank Working Paper 393, Stockholm.

Arner, D, R Auer och J Frost (2020), "Stablecoins: Risks, Potential and Regulation", BIS Working Paper 905, Basel.

Auer, R, G Cornelli och J Frost (2020), "Rise of the Central Bank Digital Currencies: Drivers, Approaches and Technologies", BIS Working Paper 880, Basel.

Bagehot, W (1873), *Lombard Street*, H.S. King, London.

Bernanke, B (2016), "Should the Fed Keep its Balance Sheet Large?", The Brookings Institution, Boston, 2 september 2016.

Bertsch, C och J Molin (2016), "Centralbankens uppgift att förse det finansiella systemet med likviditet – vilka är utmaningarna?", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, Sveriges riksbank, Stockholm.

Borio, C och H Zhu (2008), "Capital Regulation, Risk-taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?", BIS Working Papers 268, Basel.

Brunnermeier, M och D Niepelt (2019), "On the Equivalence of Private and Public Money", *Journal of Monetary Economics*, vol 106, s 27–41.

Committee on the Global Financial System (2019), "Unconventional Monetary Policy Tools: A Cross-country Analysis", CGFS Papers 63, Bank for International Settlements, Basel.

Duffie, D och A Krishnamurthy (2016),

- ”Passthrough Efficiency in the Fed’s New Monetary Policy Setting”, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium at Jackson Hole.
- Ehrenpil, M och M Hector (2017), ”Bankunionen – vad är det?”, *Ekonomiska kommentarer*, nr 5, Sveriges riksbank, Stockholm.
- Elmér, H, G Guibourg, D Kjellberg och M Nessén (2012), ”Riksbankens penningpolitiska åtgärder under finanskrisen – utvärdering och lärdomar”, *Penning- och valutapolitik*, nr 3, Sveriges riksbank, Stockholm.
- European Central Bank (2020), ”Opinion of the European Central Bank, of 20 April 2020, on reform of Sveriges Riksbank”, CON/2020/13, European Central Bank, Frankfurt.
- Fahlbeck, P E (1900), ”Bankreformen”, *Statsvetenskaplig tidskrift*, vol 3, nr 5.
- Farelius, D, S Ingves och M Jonsson (2020), ”Financial Integration in the Nordic-Baltic Region vis-à-vis the EU: A Swedish Perspective”, SUERF Policy Note 189, Wien.
- Flodén, M (2018), ”Hur stor bör Riksbankens balansräkning vara i framtiden?”, anförande, Swedish House of Finance, 13 april 2018.
- Gertler, M och P Karadi (2013), ”QE 1 vs. 2 vs. 3...: A Framework for Analyzing Large-scale Asset Purchases as a Monetary Policy Tool”, *International Journal of Central Banking*, vol 9, s 5–53.
- Goodhart, C (2010), ”The Changing Role of Central Banks”, BIS Working Papers 326, Bank for International Settlements, Basel.
- Greenwood, R, S G Hanson och J C Stein (2016), ”The Federal Reserve’s Balance Sheet as a Financial-Stability Tool”, in *Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium at Jackson Hole.
- Gustafsson, P och T von Brömsen (2021), ”Coronapandemin – Riksbankens penningpolitik och den finansiella utvecklingen under våren och sommaren 2020”, *Penning- och valutapolitik*, nr 1, Sveriges riksbank, Stockholm.
- Ingves, S (2020), ”Framtidens pengar och betalningar”, *Ekonomiska kommentarer*, nr 9, Sveriges riksbank, Stockholm.
- International Monetary Fund (2020), ”Technical Assistance Report – Proposed Amendments to the Riksbank Act”, IMF Country Report 20/239, augusti 2020.
- Kocherlakota, N R (1996), ”Money is Memory”, Federal Reserve Bank of Minneapolis Staff Report 218.
- Lagos, R, G Rocheteau och R Wright (2017), ”Liquidity: A New Monetarist Perspective”, *Journal of Economic Literature*, vol 55, s 371–440.
- Lundvall, H (2020), ”Vad driver den globala trenden mot lägre realräntor?”, *Penning- och valutapolitik*, nr 1, Sveriges riksbank, Stockholm.
- Melander, O (2021), ”Effekter på finansiella marknader av Riksbankens köp av statsobligationer 2015–2017”, *Penning- och valutapolitik*, nr 1, Sveriges riksbank, Stockholm.
- Miles D (2014), ”The Transition to a New Normal for Monetary Policy”, anförande, Bank of England, 27 februari 2014.
- Nilsson, C, J Söderberg och A Vredin (2014), ”Det kollektiva pensionssparandets betydelse i det svenska finansiella systemet”, *Ekonomiska kommentarer*, nr 3, Sveriges riksbank, Stockholm.
- Rajan, R G (2005), ”Has Financial Development Made the World Riskier?”, in *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium at Jackson Hole.
- Rey, H (2015), ”Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence”, NBER Working Paper 21162.
- Schoenmaker, D (2011), ”The Financial Trilemma”, *Economics Letters*, vol 111, s 57–59.
- Penning och valutapolitik* (2018), Specialnummer om e-kronan, nr 3, Sveriges riksbank, Stockholm.
- SOU 2019:52, *Sverige och bankunionen*.
- Sveriges riksbank (2019), ”Remissvar: En ny riksbankslag, (SOU 2019:46)”, Sveriges riksbank, Stockholm.
- Sveriges riksbank (2020a), ”Remissvar: Sverige och bankunionen (SOU 2019:52)”, Sveriges riksbank, Stockholm.
- Sveriges riksbank (2020b), *Redogörelse för penningpolitiken 2020*, Sveriges riksbank, Stockholm.
- Söderberg, G (2018), ”Varför fick Riksbanken sedelmonopol?”, *Penning och valutapolitik*, nr 2, Sveriges riksbank, Stockholm.
- Vlieghe, G (2020), ”Monetary Policy and the Bank of England’s Balance Sheet”, anförande, Bank of England, 23 april 2020.
- Vredin, A (2018), ”Why ‘Unconventional’ Monetary Policy Has again Become Normal”, Forum financier/Revue bancaire et financière 2018/3.
- Williamson, S och R Wright (2010), ”New Monetarist Economics: Methods”, Research Department Staff Report 442, Federal Reserve Bank of Minneapolis.

*Astri Muren*

Tack så mycket Stefan Ingves, väldigt intressant. Då ska vi strax släppa in vår kommentator Fredrik N G Andersson men innan det vill jag passa på att uppmuntra alla lyssnande medlemmar att tänka ut någon fråga. Vi kommer efter Fredriks anförande att samla ihop några frågor och låta Stefan Ingves och Fredrik N G Andersson kommentera kort. Välkommen Fredrik N G Andersson.

*Fredrik N G Andersson*

Tack så mycket och tack för inbjudan till dagens möte. Hur digitaliseringen och den finansiella miljön påverkar penningpolitiken är ett mycket intressant område. Men också, som vi hörde i Stefan Ingves presentation, oerhört komplext. Det finns många olika dimensioner att beakta.

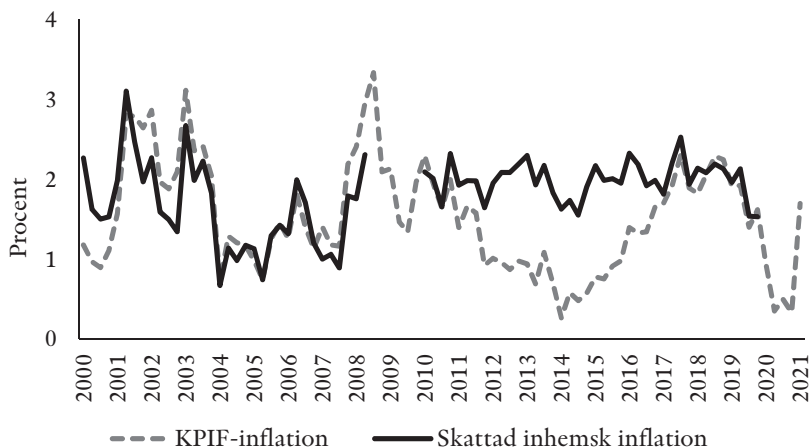
Jag har valt ut tre huvudpunkter i Stefan Ingves tal som jag tänker diskutera. Den första punkten är att finansiell stabilitet är en förutsättning för att bedriva penningpolitik. Den andra punkten är att utvecklingen på finansmarknaderna gör dem mer riskfyllda och begränsar en nationell penning- och finansmarknadspolitik. Den tredje punkten är att det behövs nya penningpolitiska instrument. I talet var det Riksbankens balansräkning och obligationsköp som stod i centrum, men även nya internationella samarbeten, bl a inom den europeiska bankunionen, nämndes.

Jag håller med om de första två punkterna, men inte nödvändigtvis om den tredje punkten. För det första, finansiell stabilitet och penningpolitik är relaterade till varandra, det går inte att bedriva penningpolitik utan finansiell stabilitet. Samtidigt påverkar penningpolitiken den finansiella stabiliteten. Detta betyder dock inte att det är helt enkelt att kombinera de båda målen. För det andra, Riksbankens inflytande över svensk ekonomi, inte minst över konsumentprisinflationen har minskat

över tiden. Stefan Ingves nämnde den finansiella utvecklingen som en förklarande faktor. Det finns fler faktorer; värdekedjorna har internationaliserats och svensk och europeisk arbetsmarknad blir alltmer integrerade. Internationella faktorer, som Riksbanken inte kan påverka, får därmed en allt större påverkan över den svenska ekonomin.

På den tredje punkten har jag har en annan syn än Stefan Ingves, dvs hur Riksbanken bör möta den nya penningpolitiska miljön. Att använda obligationsköp som ett allmänt penningpolitiskt instrument är fel väg att gå. Vi bör även i fortsättningen se obligationsköpen som krisverktyg som endast används vid exceptionella händelser. Problemet med obligationsköpen är att de har en begränsad inverkan på konsumentprisinflationen samtidigt som de bidrar till att bygga upp signifikanta finansiella risker och obalanser. Obligationssköp som ett allmänt penningpolitiskt medel är alltså inte förenligt med finansiell stabilitet. I stället för att leta nya penningpolitiska verktyg bör vi i stället förändra vår syn på vad penningpolitiken kan uppnå. Jag saknar en sådan diskussion i Stefan Ingves tal.

Låt mig utveckla mina tankar. Den grå kurvan i figur 17 illustrerar inflationen i Sverige mätt med konsumentprisindex med fast bolåneränta (KPIF) mellan åren 2000 och 2021. Som vi kan se har KPIF-inflationen rört sig mellan 0,5 och 3,5 procent under perioden. Den svarta kurvan visar en skattning av den inhemska inflationen, dvs den förändring i inflationstakten som inte kan förklaras med hjälp av internationella faktorer. Skattningen av den inhemska inflationstakten har jag tagit fram med hjälp av en enkel modell med två förklarande variabler; arbetslösheten i euroområdet samt det internationella oljepriset. Med hjälp av denna modell har jag rensat bort effekten av den europeiska konjunkturen och oljepriset på den svenska KPIF-



Figur 17  
KPIF-inflation samt  
skattad inhemsk  
inflation 2000K1 till  
2021K1. Procent

Källa: SCB samt egna skattningar.

inflationen. Den inflation som återstår har jag definierat som inhemsk inflation.

Som vi kan se i figur 17 är skattningen av den inhemska inflationen mer eller mindre en konstant på två procent under 2010-talet. Nedgången i KPIF-inflationen under åren 2011–14 förklaras med konjunkturedgången i samband med skuldskrisen i Europa. Uppgången i KPIF-inflation 2015–18 förklaras med konjunkturåterhämtningen i Europa. Den mer eller mindre konstanta inhemska inflationen under perioden indikerar alltså att variationen i KPIF-inflationen berodde helt på konjunkturen i Europa. Mönstret skiljer sig jämfört med före den internationella finanskrisen då de internationella faktorerna hade en mindre inverkan på KPIF-inflationen. Något har alltså hänt efter den internationella finanskrisen.

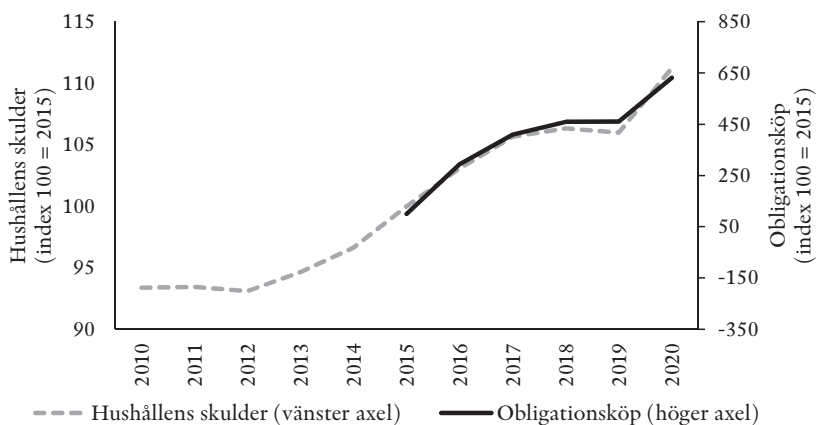
Den stabila inhemska inflationen under 2010-talet är intressant. Under denna period har vi haft en ytterst aktiv penningpolitik. Räntan höjdes de första åren med 1,75 procentenheter. Därefter sänktes räntan med två procentenheter. Sedan följde negativ ränta och stora obligationsköp under åren 2015–19. Kronan apprecierade med 20 procent fram till

2013 och deprecierade därefter med mellan 20 och 25 procent. Trots detta är den inhemska inflationen konstant.

Det finns två möjliga förklaringar till detta. Den första förklaringen är att Riksbanken har varit fantastiskt framgångsrik i att stabilisera den inhemska inflationen medan de har varit mindre lyckosamma i att stå emot effekten den europeiska skuldskrisen. Den andra förklaringen är att penningpolitiken har haft en begränsad inverkan på KPIF-inflationen. Inflationen bestäms främst av den europeiska utvecklingen, inte den svenska penningpolitiken. Baserat på utvecklingen i andra länder skulle jag säga att det snarare är den andra förklaringen som ligger nära till hands.

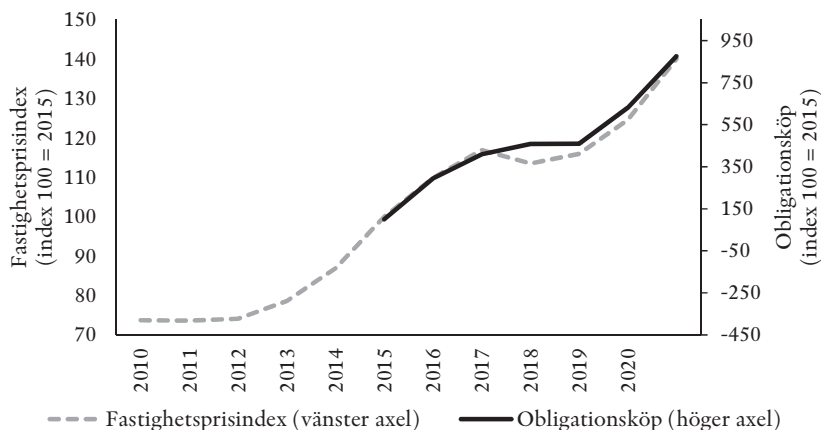
Om vi utgår från den andra förklaringen, att penningpolitikens påverkan på inflationen har minskat, finns det två sätt för Riksbanken att angripa situationen. Riksbanken kan, som Stefan Ingves diskuterade, ta fram nya penningpolitiska verktyg. Förhoppningsvis är dessa mer kraftfulla jämfört med de verktyg Riksbanken redan har till sitt förfogande. Eller så får vi acceptera att den svenska inflationsutvecklingen alltmer påverkas av utvecklingen i Europa och

Figur 18  
Hushållens skulder  
samt Riksbankens  
innehav av obliga-  
tioner 2010–21.  
Index



Källa: Valueguard samt Sveriges riksbank.

Figur 19  
Fastighetsprisindex  
samt Riksbankens  
innehav av obliga-  
tioner 2010–20.  
Index



Källa: Sveriges riksbank.

det är lite Riksbanken kan göra åt det. Vi får helt enkelt acceptera att inflationen ibland avviker från två procent beroende på hur ekonomin i Europa ser ut.

Personligen föredrar jag det andra alternativet. Anledningen är den finansiella stabiliteten. För om penningpolitikens påverkan på KPIF-inflationen har minskat är dess inverkan på tillgångsinflationen fortsatt stor. Utvecklingen på fastighetsmarknaden illustreras i figur 18. Bostadspriserna har stigit kraftigt under 2010-talet. Visserligen stabiliserades priserna något när Riksbanken höjde reporäntan 2010–12, men de steg

snabbt därefter när Riksbanken 2012–14 sänkte räntan. Negativ ränta och obligationsköp 2015–19 spädde på utvecklingen. Hushållens skulder, se figur 19, steg i takt med fastighetspriserna. För att bromsa utvecklingen på bostadsmarknaden infördes kreditregleringar i form av amorteringskrav 2016/17. Av figurerna att döma fick detta en avkylande effekt. När coronapandemin slog till togs kreditregleringarna bort, obligationsköpen ökade och fastighetspriserna och skulderna stack i väg igen. Penningpolitiken har alltså haft en stor inverkan på fastighetsmarknaden och hushållens skulder.

Ett vanligt förekommande argument är att det går att värna om den finansiella stabiliteten med hjälp av kreditregleringar. Det öppnar upp för Riksbanken att använda obligationsköp som ett penningpolitiskt instrument utan att det hotar den finansiella stabiliteten. Samtidigt ser vi i figurerna att volymen av obligationer som Riksbanken köpt (svart kurva) korrelerar högt med uppgången i fastighetspriser och skulder. Inbromsningen som skedde 2017–19 kan förklaras med att takten som Riksbanken köpte obligationer minskade. Detta hade troligen en större effekt än kreditregleringarna som infördes under denna period. Det finns fortsatt stora frågetecken kring hur effektiva kreditregleringarna är.

Summerar vi dessa tre figurer kan vi se att obligationsköpens inverkan på KPIF-inflationen troligen är begränsad samtidigt som deras påverkan på tillgångsinflationen är hög. För att få tillstånd en större förändring i KPIF-inflationen med hjälp av obligationsköp tvingas Riksbanken ta i så pass mycket att det hotar den finansiella stabiliteten på lång sikt.

Om obligationsköp inte är ett effektivt penningpolitiskt instrument, hur bör då Riksbanken bedriva penningpolitik? Ett alternativ är att ändra synen på inflationsmålet och sluta jaga tiondelar i inflationsmätningarna. När inflationen var som lägst 2014 var inflationen ca en procent – en avvikelse från inflationsmålet på en procentenhet. Samtidigt hade vi god tillväxt och hög sysselsättningsgrad bland inrikes födda. Ekonomin led alltså ingen skada av att inflationen låg något under Riksbankens mål. Här bör vi även komma ihåg att inflationsmätningarna är ytterst osäkra och förändringar i inflationstak-

ten på några tiondelars procentenheter kan mycket väl bero på mätfel. Hade Riksbanken accepterat en lägre inflationstakt under dessa år hade uppgången på bostadsmarknaden varit mindre dramatisk utan att den reala ekonomin hade tagit skada.<sup>53</sup>

De finansiella riskerna som har byggts upp med den expansiva penningpolitiken ska inte underskattas. Stefan Ingves visade en historisk figur över Riksbankens balansräkning från år 1800 till våra dagar. Tyvärr kan jag inte kontra med en lika långsiktig figur, men figur 20 visar en trendskattning av realräntan från 1840 till 2015 för Sverige, Storbritannien och USA. Som framgår av figuren finns det en långsiktig cykel i realräntan. Ibland är den hög i några årtionden för att sedan sjunka och vara låg under en tio- till tjugoförårsperiod. Budskapet i figuren är att utdragna perioder av höga och låga räntor kommer och går. Vi kan således inte utgå från att dagens låga räntor kommer vara normen även i framtiden. Räntorna kan mycket väl stiga. Skulle så ske, blir hushållens skulder ett stort problem.

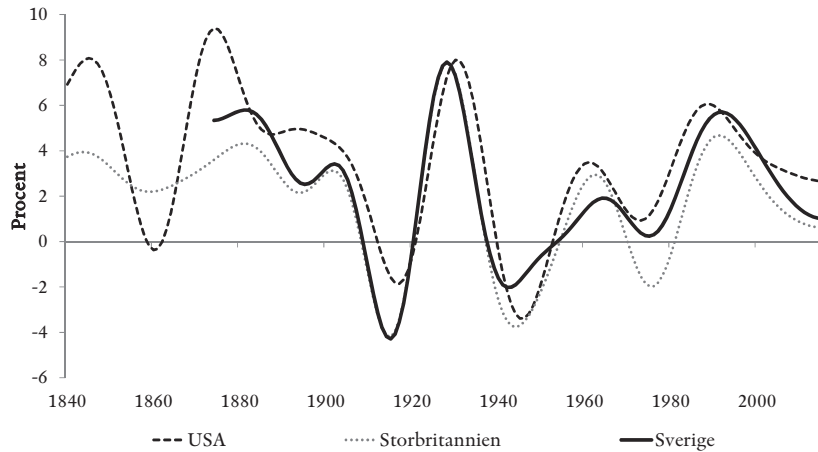
Låt mig summera. Den expansiva penningpolitiken, inte minst obligationsköpen, bygger alltså in mycket stora finansiella risker utan att uppnå några mätbara vinster i termer av KPIF-inflation. Obligationsköp kan vara ett viktigt penningpolitiskt instrument under kriser, men inte som ett allmänt penningpolitiskt verktyg. Det finns också mycket forskning som visar att köpen av obligationer under finanskrisen i Storbritannien och USA åtminstone inledningsvis hade en positiv påverkan på ekonomin. Forskningen visar också att effekten av obligationsköpen avtar med tiden.<sup>54</sup> Det svenska experimentet med obligationsköp under en högkonjunktur

<sup>53</sup> Se t ex Borio m fl (2015) om kostnaden av deflation in konsumentpriser och tillgångspriser.

<sup>54</sup> Goodhart och Ashworth (2012) och Meaning and Zhu (2011) diskuterar effekten av obligationsköp.



Figur 20  
Trendskattning av  
den långa realräntan  
1840–2015. Procent



Källa: Andersson (2017).

2015–19 tyder på att effekten på KPIF-inflationen är än mindre i goda tider än under kriser.

Vad vi behöver är inte fler penningpolitiska verktyg utan en diskussion om vad vi faktiskt kan förvänta oss att Riksbanken kan uppnå i dagens ekonomi. Tyvärr avstod förra årets Riksbankkommitté från att föra detta.<sup>55</sup> Utredningen utgick från att ekonomin har samma funktionssätt i dag som för tjugofem år sedan då inflationsmålet infördes. Ska vi lära oss något av historien så är det att förutsättningarna för att bedriva penningpolitik förändras kontinuerligt och målen för politiken måste anpassas därefter.<sup>56</sup> Med det tackar jag för mig.

#### REFERENSER

Andersson, F N G (2017), "Sekulärstagnation – vad är det, finns det och hur påverkar det penningpolitiken?", *Ekonomisk Debatt*, årg. 45, nr 4, s 13–25.

Andersson, F N G (2020), "The Quest for Economic Stability: A Study on Swedish Stabilization Policies 1873–2019", Working Paper Series 2020:16, Nationalekonomiska institutionen, Lunds universitet.

Andersson, F N G och L Jonung (2020), "Mastodontutredningen som missar målet – om Riksbankskommitténs slutbetänkande", *Ekonomisk Debatt*, årg 48, nr 6, s 21–29.

Borio, C, M Erderm, A Filardo och B Hofmann (2015), "The Costs of Deflations: A Historical Perspective", *BIS Quarterly Review*, March 2015, s 31–54.

Goodhart, C och J P Ashworth (2012), "QE: A Successful Start May be Running into Diminishing Returns", *Oxford Review of Economic Policy*, vol 28, nr 4, s 640–670.

Meaning, J och F Zhu (2011), "The Impact of Recent Central Bank Asset Purchase Programmes", *BIS Quarterly Review*, december 2011, s 73–83.

#### Astri Muren

Stort tack för detta Fredrik N G Andersson. Vi vill passa på att nämna att ni kan skicka in frågor antingen genom att använda Q&A-funktionen eller genom att räcka upp handen. Medan ni funderar på det inbjuder jag Magnus Henrekson, vår ordförande, att kommentera kort.

#### Magnus Henrekson

Stefan Ingves nämnde att Riksbanken skapar pengar genom inlåning, man

<sup>55</sup> För en kritik av Riksbanksutredningen, se Andersson och Jonung (2020).

<sup>56</sup> För en vidare diskussion om penningpolitiken och en föränderlig ekonomi, se Andersson (2020).

köper t ex obligationer, vilket skapar en säker tillgång. Det är sant att den är säker i nominella termer men i reala termer är den inte säker överhuvudtaget. Vi ser nu, om man renoverar hemma t ex, att byggmaterialkostnader kan vara 60–70 procent högre än förra året och hantverkarkostnaderna har stigit med upp mot 100 kr per timme jämfört med föregående år. Om man jämför med 1960-talet då inflationen började stiga var det inte så att inflationstakten steg utan den kröp sakta uppåt tills framför allt USA stramade åt penningpolitiken runt 1980. Jag minns att de korta dollarräntorna sommaren 1981 var 20 procent och det visade sig bli mycket kostsamt att få ner inflationstakten då den blivit institutionaliserad. Frågan är ifall Stefan Ingves ser att vi just nu håller på att stegvis bygga in en högre inflationsnivå kring låt säga 3–3,5 procent och, om så är fallet, vad det kommer att kosta för att få ned den till två procent igen?

#### *Stefan Ingves*

Inte de kommande åren om vi har rätt i våra prognoser. Tvärtom, i en nästan absolut närtid, om vi har rätt i våra prognoser, kommer inflationen t o m att falla lite under en procent. Sen tar det ytterligare ett antal år innan inflationen går tillbaka till två procent. Samtidigt är det så att det kan uppstå en pandemi och vi har inte varit med om det på hundra år. Det ska hanteras och vi håller nu på att kravla oss ur detta, åtminstone i ekonomisk mening. Alltid finns det någon osäkerhet att hantera men inte så att vi i dagsläget ser någon omedelbar risk för en inflation som är för hög i det här sammanhanget. Tvärtom, precis som Fredrik också visat, har inflationen under en lång tid varit för låg givet ett inflationsmål på två procent. Då är det inga bekymmer att inflationen slår över en del, ett kort tag i alla fall.

#### *Astri Muren*

Tack. Jag har en fråga från Volker Schulte som lyder: Europeiska bankunionen har också i sig risker med Target2-saldo och *finansiell stability facility*. Är det inte risk för att Sverige utsätter sig för ytterligare risker inom penningpolitik och finansiell stabilitet om man har ett djupare samarbete med bankunionen?

#### *Stefan Ingves*

Jo, men det är så med allting här i livet man måste välja och ingenting är riskfritt. Om man är för frihandel, man är för fria kapitalrörelser och om man är för en helt fri etableringsrätt i den finansiella sektorn över gränserna har man att välja på att låta någon annan bestämma eller att man själv deltar i medbestämmandeprocessen på ett eller annat sätt. Ytterst är det vad man har att välja mellan. Det jag vill belysa är det enkla faktum att om man fattar alla de här besluten om deltagande i olika dimensioner som jag har beskrivit och sen ändå väljer en speciell nationell linje kommer inte de vara långsiktigt förenliga. Man måste välja vilken väg man vill gå.

#### *Astri Muren*

Fredrik vill du komma in med någon kommentar på slutet?

#### *Fredrik NG Andersson*

Jag tror det är intressant att fundera kring den europeiska bankunionen för det är rätt att om vi står utanför får vi lov att acceptera de regler som kommer. Samtidigt är vi inte en del av euroområdet. Egentligen är frågan större och borde diskuteras i ett större sammanhang än utifrån enbart bankunionen. Vilken möjlighet har Sverige överhuvudtaget att bedriva penning- och finansmarknadspolitik i dagens ekonomi?

#### *Stefan Ingves*

Det har just att göra med att vi är en liten öppen ekonomi där vi sedan en

lång tid tillbaka har accepterat gränsöverskridande aktiviteter i mycket stor omfattning och då får vi precis de här frågeställningarna som Fredrik har tagit upp här i dag på ett eller annat sätt. Man kommer inte runt det då det inte finns någon gratislunch i den här världen, förr eller senare måste man välja en det ena eller det andra.

*Astri Muren*

Ja, något om vilket alla ekonomer kan enas. Stort tack Stefan Ingves och Fredrik N G Andersson och alla ni som har varit med i dag. Då avslutar vi dagens möte.