



ANFÖRANDE

DATUM: 6 maj 2015
TALARE: Riksbankschef Stefan Ingves
PLATS: Nationalekonomiska föreningen, Handelshögskolan Stockholm

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

■ Centralbankens mål och medel genom historien – perspektiv på dagens penningpolitik*

Som ni vet upplever vi mycket ovanliga – för att inte säga unika – tider när det gäller penningpolitiken. Tanken svindlar – i september 1992 var den svenska styrräntan 500 procent och idag är den under noll. Hur kunde det bli så? För att förstå bakgrunden till detta måste vi gå ännu längre tillbaka i tiden.

Syftet med mitt tal idag är att belysa den aktuella penningpolitiken ur ett historiskt perspektiv. Centralbankens mål och medel har förändrats över tiden, oftast som en följd av ekonomiska kriser. Under alla perioder har penningpolitiken vilat på någon typ av nominellt ankare. Men oavsett hur ankaret har varit utformat är en tydlig lärdom av historien att när förtroendet för det har urholkats har det uppstått stora problem. Riksbanken är inget undantag i det här avseendet. Min förhoppning är att ni genom att följa med mig på en resa genom historien ska få en djupare förståelse för penningpolitiken idag. Låt oss börja vår resa!

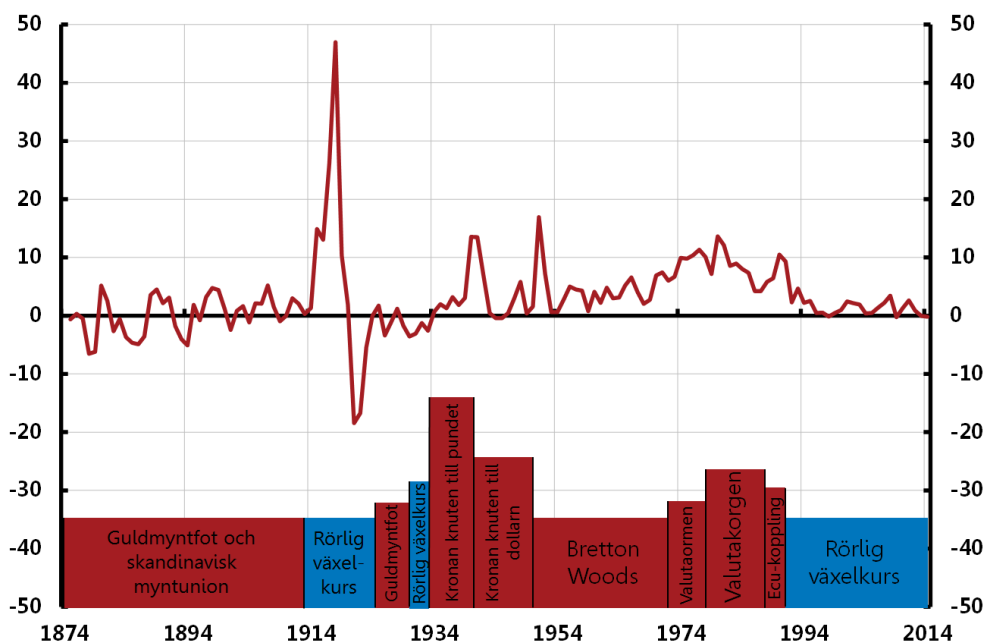
Målen och medlen för Riksbanken har påverkats av samhällsutvecklingen

I bild 1 illustreras inflationen i Sverige de senaste 140 åren och de växelkursregimer vi haft under denna tid. Något som framgår tydligt är att även om vi nu sedan lång tid tillbaka har vant oss vid att växelkursen är rörlig har en fast växelkurs varit betydligt vanligare. Men från tid till annan har den samhällsekonomiska utvecklingen i stort lett till att den rådande penningpolitiska regimen kommit att omprövas.¹

* Jag vill tacka Hanna Armelius och Björn Lagerwall som hjälpt mig med detta tal.

¹ Det gäller även centralbankens mandat i en vidare mening. Se Georgsson, M, Vredin, A. och Åsberg-Sommar, P., "Den moderna centralbankens mandat och diskussionen efter krisen", *Penning- och valutapolitik* 2015:1, Sveriges riksbank.

Diagram 1. Valutaregimer och inflationsutvecklingen i Sverige 1874-2014



Anm. Diagrammet visar årlig KPI-inflation i procent, och fyrkanternas bredd motsvarar tidsperioden för respektive valutaregim.
 Källa: SCB och Riksbanken.

Som ni vet har Sverige inte infört euron som valuta, men däremot var vi med i ett skandinaviskt valutasamarbete mellan 1873 och 1924.² Det inledde en period med olika varianter av fast växelkurs som – med avbrott under första världskriget och en kort period på 1930-talet – kom att vara ända fram till 1992. Under 1931-1937 arbetade Riksbanken med ett prisstabilitetsmål, under några år även i kombination med fast växelkurs. Det skulle dröja över 50 år innan vi åter införde ett prisstabilitetsmål.

Bretton Woods-regimen som trädde i kraft 1951 innebar inledningen på en stabiliseringspolitisk regim där penningpolitiken, utöver att inriktas på fast växelkurs, även präglades av en detaljerad reglering av både mängden och allokeringen av krediter: Likviditetskvoter, utlåningstak och tak för utlåningsräntor var alla medel i Riksbankens arsenal, samtidigt som det fanns ett syfte att allokera krediter i riktning mot bostadssektorn.³ Under Bretton Woods-eran 1951-1973 utvecklades den svenska ekonomin starkt samtidigt som inflationen också var relativt låg (se diagram 1).

Men i samband med Bretton Woods-regimens sammanbrott 1973 inleddes en period av mer instabil ekonomisk utveckling. Sverige ingick i en rad fasta växelkursarrangemang (se diagram 1). En förutsättning för att dessa arrangemang skulle fungera var att den ekonomiska politiken i stort bedrevs på ett sätt som var i samklang med omvärldsutvecklingen. Oljeprischockerna på 1970-talet möttes med den så kallade överbrygningspolitiken, som innebar att man med expansiv finanspolitik försökte överbrygga konjunktursvackor.

² Detta samarbete upphörde i väsentlig del redan i samband med första världskrigets utbrott tio år tidigare. För en ingående beskrivning av den skandinaviska myntunionen, se Jonung, L., "Den skandinaviska myntunionen – vad säger den om EMU?", *Ekonomisk Debatt*, nr 4, 2003.

³ Ett väsentligt inslag i regleringarna var också restriktioner för internationella kapitalflöden genom valutaregleringen.

Men oljeprischockerna innebar vad man brukar kalla negativa utbudsstörningar, som genererar en kombination av låg tillväxt och hög inflation. I och med att dessa störningar möttes med expansiv finanspolitik blev inflationen i Sverige allt högre (se diagram 1).

Med en fast växelkurs och en inflation högre än omvärldens försvagades den svenska konkurrenskraften, vilket möttes med devalveringar av växelkursen. Mellan 1976 och 1982 devalverades kronan sammanlagt fem gånger. På detta sätt återställdes konkurrenskraften tillfälligt, men inflationsimpulserna spädades på ytterligare. Det blev tydligt att den fasta växelkursen började fungera allt sämre som nominellt ankare. Trovärdigheten urholkades efter hand.

Under 1980-talet började kreditregleringarna ifrågasättas alltmer och de allt större finansiella kapitalflödena medförde att regleringarnas verkningsgrad framstod som tveksam. Som Englund (1999) skriver: "The stage was set for deregulation".⁴ Under första halvan av 1980-talet inleddes därför avregleringen av kreditmarknaderna, där ett viktigt steg var avvecklingen av utlåningstaket 1985. Detta fick till följd att utlåningen till företag och hushåll ökade snabbt. Men denna utveckling möttes inte med en mer åtstramande finanspolitik. I och med att penningpolitiken inriktades på att upprätthålla den fasta växelkursen blev den ekonomiska politiken sammantaget alltför expansiv.

Vi är nu framme vid början av 1990-talet. I spåren av återföreningen 1990 växte den tyska ekonomin kraftigt, vilket drev upp räntorna där. För att försvara den fasta växelkursen höjde Riksbanken styrräntan. 1990-1991 genomfördes också den stora skattereformen, som bland annat innebar att ränteavdragen minskade kraftigt. Sammantaget steg realräntan efter skatt mycket kraftigt under kort tid, vilket dämpade kreditefterfrågan väsentligt, och fastighetspriserna vände kraftigt nedåt. Slutresultatet av denna process blev en bankkras. I samband med bankkrisen försämrades också de offentliga finanserna på ett dramatiskt sätt.

Samtidigt pågick en valutakris i Europa. Sverige hade avskaffat valutareglerna 1989 och 1991 knutit kronan till ecun, föregångaren till euron. Men bland annat till följd av de högre räntorna i Tyskland upplevde allt fler länder inom det europeiska växelkurssamarbetet ERM ett deprecieringstryck på sina valutor. Den tidigare historiken med devalveringar gjorde också att trycket blev allt större på en svensk devalvering även denna gång. I ett försök att försvara den fasta växelkursen drev Riksbanken upp styrräntan ända till 500 procent. Till slut var utvecklingen ohållbar, och den fasta växelkursen fick överges den 19 november 1992. Vägen fram till 500 procentens ränta var alltså en del i ett längre utvecklingsförlopp, med flera samverkande omständigheter. Den utgör också ett tydligt exempel på hur det kan gå när trovärdigheten för det nominella ankaret brister.

1990-talskrisen: "Omvärlden var ganska OK, men Sverige var inte OK"

Det framgår förhoppningsvis av det jag nyss berättat att 1990-talskrisen i mångt och mycket var inhemskt genererad. Inflationen var alldeles för hög i förhållande till omvärlden, och avregleringen av kreditmarknaden och den alltför expansiva ekonomiska politiken skapade en överhettning som tog en

⁴ Se Englund, P., "The Swedish Banking Crisis: Roots and Consequences", *Oxford Review of Economic Policy*, nr 3, 1999.

■ ände med förskräckelse: bankkris, valutakris och även en statsfinansiell kris. Jag brukar lite förenklat beskriva 1990-talskrisen så här: "omvärlden var ganska OK, men Sverige var inte OK." Det fanns alltså åtskilliga hemläxor att göra när det gällde den inhemska ekonomiska politiken och inte minst penningpolitiken.

Viktig lärdom – ökat inslag av "normtänkande" ger trovärdighet åt det nominella ankaret

Den kanske enskilt viktigaste lärdomen av 1990-talskrisen var vikten av "normtänkande" och långsiktiga spelregler för den ekonomiska politiken.⁵ Detta kom också att präglade tänkandet bakom den nya penningpolitiska regimen.

Ganska omgående uppstod frågan om vad som skulle vägleda den svenska penningpolitiken, efter att den fasta växelkursen övergivits.⁶ Vid det här laget hade några länder redan infört inflationsmål: Nya Zeeland var först ut 1990, och följdes av Kanada 1991 och Storbritannien 1992. I januari 1993 beslutade sig så Riksbanken för att införa det inflationsmål som vi har än i dag: Den årliga ökningstakten i konsumentpriserna ska vara 2 procent per år.⁷

Som vi såg tidigare är det helt centralt att det nominella ankaret är trovärdigt. Resultat från den akademiska forskningen indikerade att förutsättningarna för att uppnå låg inflation ökade om man delegerade penningpolitiken till en oberoende centralbank, som siktade mot ett tydligt siffersatt mål. Detta ökade inslaget av "normtänkande" i penningpolitiken. Motiven minskade för att kortfristigt avvika från inflationsmålet, exempelvis genom att försöka stimulera efterfrågan för att vinna politiska sympatier inför ett val. På så vis minskade också det så kallade tidsinkonsistensproblemet i penningpolitiken, där det långsiktiga målet om låg inflation inte är konsistent med kortsiktiga motiv för hög inflation.⁸ Genom den nya riksbankslagen har vi sedan 1999 en direktion med sex ledamöter och en större självständighet från det politiska systemet.⁹

Även finanspolitiken blev betydligt mer normbaserad än tidigare. Det fanns ett behov av att strama upp regelverket för hur beslut om statens inkomster och utgifter fattas. Ett flertal viktiga steg togs, där överskottsmålet – målet om 1 procent överskott i de offentliga finanserna över en konjunkturcykel – är det mest kända.

Det ökade inslaget av "normtänkande" i penningpolitiken har även haft tydliga konsekvenser för hur den bedrivs rent praktiskt – i riktning från detaljerade regleringar och kreditallokering mot ett mer "minimalistiskt" system, där Riksbanken styr reporäntan i syfte att uppnå inflationsmålet.

⁵ Detta tankesätt hade argumenterats för i den svenska debatten tidigare, framförallt av SNS Konjunkturråd, men fick ett brett genomslag i praktisk ekonomisk politik först på 1990-talet. Se exempelvis "Vägen till ett stabilare Sverige", Konjunkturrådets rapport 1985, SNS. En tillbakablick ges av Jonung, L., "Trettio år på Vägen till ett stabilare Sverige", Knut Wicksell Centre for Financial Studies Policy Paper 2015:1.

⁶ Se "Penningpolitiken under rörlig växelkurs", Sveriges riksbank, 1992.

⁷ Formellt skulle detta mål börja gälla från och med 1995.

⁸ Se Kydland, F. och Prescott, E., "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy* 85, 1977, Barro, R.J. och Gordon, D., "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", *Journal of Political Economy*, 91, 1983 och Rogoff, K., "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", *Quarterly Journal of Economics*, 1985.

⁹ Detta betonades även i Riksbanksutredningen 1993; se "Riksbanken och prisstabiliteten", SOU 1993:20.

■ Lång period av ekonomisk stabilitet efter inflationsmålets införande – men den finansiella stabiliteten hamnade ur fokus

I flera hänseenden har den svenska ekonomin utvecklats bättre från 1990-talet och framåt.

Produktivitetstillväxten tilltog rejält under andra halvan av 1990-talet. Tänkbara orsaker till detta är bland annat strukturella reformer som avregleringar av ett flertal marknader samt en ökad användning av IT. Denna utveckling höll i sig ända fram till mitten av 2000-talet, och Riksbanken var en av flera bedömare som blev överraskade av hur stark – och uthållig – produktivitetstillväxten var. Resultatet blev stark BNP-tillväxt med lågt inflationstryck.

Det reformerade ramverket för de offentliga finanserna ledde till en trendmässig minskning av statsskulden som andel av BNP. Från att ha setts som en kraftig belastning för 20 år sedan utvecklades snabbt de offentliga finanserna till en av den svenska ekonomins stora styrkor.

Det framgår tydligt även i en så lång tidsserie som den i diagram 1 att en kraftig nedväxling av inflationstakten skedde i samband med att inflationsmålet infördes. Den genomsnittliga inflationen har varit ganska nära målet på 2 procent.¹⁰ Även om ett flertal faktorer utöver penningpolitiken har bidragit till den låga inflationen, som produktivitetstillväxten, stabila statsfinanser och förbättrad lönebildning, vill jag med bestämdhet hävda att inflationsmålet i stora drag har fungerat som det var tänkt.

I flera avseenden avspeglar utvecklingen i Sverige före finanskrisen den internationella trend som kommit att betecknas *the great moderation* – alltså en lång period av stabil tillväxt kombinerad med låg inflation. Den stabila makroekonomiska utvecklingen – i kombination med insikten att ekonomins långsiktiga utveckling bestäms av reala faktorer – påverkade också den penningpolitiska analysramen. De modeller som kom att användas av många centralbanker, inklusive Riksbanken, var inte i första hand utvecklade för att fånga långsiktiga trender, utan fokuserade på konjunktursvängningar. Dessutom spelade finansiella marknader och krediter en underordnad roll i analysramen vid denna tid. En sammantagen konsekvens av detta var att penningpolitiken i stor utsträckning gled ifrån "normtänkandet", i riktning mot "fine tuning". Man skulle kunna säga att det växte fram något av en övertro på penningpolitikens förmåga att detaljstyra makroekonomin: Vid vilket kvartal skulle inflationen hamna exakt på målet?

Men historien upprepade sig – ekonomiska kriser satte det aktuella penningpolitiska ramverket på prov.

Finanskrisen: "Omvärlden var inte OK, men Sverige var OK"

Den globala finanskris som utbröt i samband med Lehman Brothers konkurs i september 2008 var på sätt och vis raka motsatsen till den svenska finanskrisen i början av 1990-talet. Krisen hade sitt ursprung på den amerikanska bostadsmarknaden, och även på andra håll, som i Irland och Spanien, spelade

¹⁰ Den genomsnittliga inflationen sedan 1995 har varit 1,2 procent mätt med KPI. Ränteläget var ett helt annat när inflationsmålet infördes än det är idag. I och med att hushållens räntekostnader räknas med i KPI, har den kraftiga nedgången i räntenivån bidragit till lägre konsumentprisindex. Den genomsnittliga inflationen mätt med KPI med fast ränta (KPIF) har varit 1,6 sedan 1995.

■ kollapsade bostadsmarknader en huvudroll i förloppet. Som ni vet följdes finanskrisen sedan av en skuldkris i Europa.

Tack vare de lärdomar som gjordes efter 1990-talskrisen var den svenska ekonomin i bättre skick än många andra att hantera den svaga ekonomiska utvecklingen efter finans- och skuldkrisen. Bland annat var de offentliga finanserna i Sverige i gott skick innan krisen bröt ut. Till skillnad från under 1990-talskrisen kan man säga att "omvärlden var inte OK, men Sverige var OK."

Det innebär inte att den svenska ekonomin har varit förskonad från återverkningarna av finans- och skuldkrisen – långt därifrån. Sverige är en liten öppen ekonomi. Vi påverkas i hög grad av utvecklingen i omvärlden. Euroområdet är vår största exportmarknad, och problemen där får därför en stor negativ effekt på efterfrågan på svensk export. Även inflationsutvecklingen avspeglar i många stycken återverkningar av den svaga globala efterfrågan i spåren av finans- och skuldkrisen, något som jag återkommer till senare.

Inte heller de svenska bankerna var förskonade från problem under den senaste globala finanskrisen. Men på sätt och vis var det även i detta fall ett helt annorlunda skeende jämfört med krisen på 1990-talet. Då var kreditförlusterna hos de svenska bankerna mycket stora, vilket jag minns tydligt från mitt arbete som chef för Bankstödsnämnden under denna tid. Bankernas kreditförluster kom från den kommersiella fastighetssektorn, vilket var förödande för lönsamheten; det var en solvenskris snarare än en likviditetskris. Under den senaste globala finanskrisen var kreditförlusterna på hemmamarknaden mycket begränsade, utan de uppstod i stället främst på utlåning i Baltikum. Den här gången var inte solvensen i bankerna hotad; istället blev det en akut brist på likviditet i bankerna när kapitalmarknaderna kom att fungera sämre. Detta fick hanteras genom en omfattande utlåning från Riksbankens sida.

Viktig lärdom – finansiell stabilitet och prisstabilitet hänger ihop

En stor fråga efter finanskrisen har varit om större hänsyn måste tas till finansiell stabilitet i penningpolitiken. Den förhärskande synen internationellt under *the great moderation* var att finansiella kriser bäst hanterades av penningpolitiken i samband med att de uppstod – denna syn har beskrivits som "Jackson Hole consensus". En annan beskrivning av synen är att kriser hanteras genom att "städa upp efteråt". Det hindrade inte att det fanns avvikande uppfattningar, men som ni vet talade dessa representanter till stor del för döva öron.¹¹ Men den senaste finanskrisen illustrerar med all önskvärd tydlighet hur stora kostnaderna kan vara för att "städa upp efteråt".

I det här sammanhanget bör det betonas att Riksbanken långt före finanskrisen varnade för utvecklingen på den svenska bostadsmarknaden.¹² Det hängde i sin tur samman med att vi i Sverige inte i alla avseenden hade dragit lärdom av 1990-talskrisen. Man kan säga att vi med det nya stabiliseringspolitiska ramverket hade tagit kontrollen över statsskulden och inflationen, men för skuldsättningen i privat sektor fanns ingen naturlig begränsning. Det förde

¹¹ Se exempelvis Borio, C. och White, W.R., "Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes", BIS Working Paper 147, 2004.

¹² Se exempelvis Lars Nybergs tal "Bolånemarknaden ur ett riksbanksperspektiv", publicerat 2004-11-11, och "Husprisutvecklingen och penningpolitiken", publicerat 2005-12-19, samt mitt eget tal "Inledning om penningpolitiken", publicerat 2006-10-26.

med sig den kraftiga ökning av bostadspriser och hushållens skuldsättning som vi – med några kortare avbrott – haft med oss ända sedan mitten av 1990-talet.

Erfarenheterna av den globala finanskrisen har också lett till ett omfattande internationellt regleringsarbete och till att många länder nu etablerar nya organisatoriska strukturer och verktyg inom så kallad makrotillsyn. Till skillnad från den traditionella finanstillsynen – mikrotillsynen – som fokuserar på riskerna i enskilda institut, är fokus för makrotillsynen riskerna i det finansiella systemet som helhet.

Det europeiska makrotillsynsorganet Europeiska systemrisknämnden (ESRB) inledde sin verksamhet 2011, med uppgift att identifiera hot mot den finansiella stabiliteten inom EU. ESRB förfogar dock inte över några egna bindande instrument, utan utfärdar varningar och rekommendationer. Bland annat publicerade man i januari 2012 en rekommendation till EU-länderna om nationella mandat för makrotillsynen. Där framhölls bland annat att makrotillsynsansvaret ska vila på en institution eller ett råd och att detta organ ska ha kontroll över lämpliga verktyg för att nå sina mål.

Hur man har valt att organisera ramverket för makrotillsynen ser lite olika ut i olika länder. Som ni vet har vi också i Sverige sedan drygt ett år tillbaka ett sådant på plats, där Finansinspektionen har huvudansvaret för makrotillsynsverktygen. Det nya ramverket innebär också att ett forum har inrättats där företrädare för regeringen, Finansinspektionen, Riksgäldskontoret och Riksbanken träffas för att diskutera frågor som rör finansiell stabilitet – det så kallade finansiella stabilitetsrådet.

I viss mån innebär makrotillsynen en rörelse tillbaka mot ett större inslag av regleringar av kreditmarknaden. Som vi ser har historien en tendens att upprepa sig. Vissa menar att makrotillsynen är ett "nygammalt" politikområde, och nämner till och med de svenska kreditregleringarna på 1950-1980-talet som ett tidigt exempel på makrotillsynsåtgärder.¹³ Det "nygamla" gäller även utmaningarna som är förknippade med regleringar. Som jag nämnde tidigare var en anledning till avregleringen av den svenska kreditmarknaden på 1980-talet att regleringarnas verkningsgrad började ifrågasättas. Det berodde i sin tur på att de blev lätta att kringgå. Exempelvis skapade kombinationen av lånetak och negativ realränta stora incitament för regelarbiter, vilket ledde till framväxten av en "grå" kreditmarknad.

En stor utmaning för dagens makrotillsyn är hur man vid regleringar i en viss sektor förhindrar "läckage" till sektorer som inte omfattas av regleringarna.¹⁴ Man kan se makrotillsynsåtgärder som en "skuggränta" för en viss sektor av ekonomin, som kan relateras till den penningpolitiskt satta styrräntan. Tendensen till läckage blir förstörd ju större spänningar som existerar mellan styrräntan och den "skuggränta" som följer av regleringarna. Jag tycker att det ofta saknas en ordentlig diskussion kring detta i den svenska debatten.¹⁵

För min del är det tydligt att finansiell stabilitet och prisstabilitet är nära sammanflätade. Det finns två huvudsakliga anledningar till detta. För det första

¹³ Se exempelvis Galati, G. och Moessner, R., "What do we know about the effects of macroprudential policy?", DNB Working Paper nr 440, 2014.

¹⁴ Se exempelvis Aiyar, S. Calomiris, C. W. och Wieladek, T. "Does Macro-Pru Leak? Evidence from a UK Policy Experiment", NBER Working Paper nr 17822, 2012.

¹⁵ I mitt tal här förra året gav jag en utförlig beskrivning av mina tankar kring penningpolitik och makrotillsyn.

leder finansiella kriser ofrånkomligen till en svag ekonomisk utveckling och stora svårigheter att kontrollera inflationen. För det andra blir det mycket svårare att påverka ekonomin via penningpolitiken, det vi brukar kalla transmissionsmekanismen, om en finansiell kris inträffar; ett karaktäristiskt drag i samband med den senaste finansiella krisen var att skillnaden mellan den ränta som hushåll och företag mötte och centralbankernas styrräntor ökade mycket kraftigt.

Jag menar också att en centralbank aldrig kan "friskriva sig" från ansvaret för den finansiella stabiliteten, eftersom vi har många av de verktyg som behövs för att hantera banker i kris, exempelvis tillhandahållandet av krediter till banker med likviditetsproblem. Det visar inte minst utvecklingen under den akuta finanskrisen 2008-2009. Dessutom påverkar räntan både bostadspriser, kreditgivning och det allmänna ekonomiska risktagandet i ekonomin – och därmed också den finansiella stabiliteten.¹⁶

Vi måste fortsätta att värna inflationsmålet, och ta till oss den stora lärdomen från utvecklingen under 1970- och 1980-talet, nämligen att se till att behålla trovärdigheten för det nominella ankaret. Och vi måste också ta till oss den stora lärdomen från finanskrisen, nämligen att finansiell stabilitet är en förutsättning för en låg och stabil inflation och en god ekonomisk utveckling i övrigt.

Finans- och skuldkrisens globala dimensioner påverkar förutsättningarna för den svenska penningpolitiken

Som jag nämnde tidigare har den svenska ekonomin, trots goda förutsättningar, påverkats mycket av finans- och skuldkrisen. En fråga som åter hamnat i fokus är hur mycket penningpolitiken i en liten öppen ekonomi som den svenska kan avvika från omvärldens.¹⁷ Korrelationerna mellan svensk och utländsk (KIX-viktad) BNP-tillväxt och inflation sedan 1980 ligger båda över 0,8, vilket tyder på att en mycket stor del av variationen i den svenska konjunkturen härstammar från utlandet.¹⁸ Sedan 1993 är korrelationen mellan styrräntan i Sverige och styrräntan i euroområdet över 0,9.

Man kan fånga detta fenomen med en modell som i den här församlingen knappast behöver någon närmare presentation: Mundell-Fleming-modellen, även kallad IS-LM-modellen för en liten öppen ekonomi.¹⁹ Denna modell är starkt förenklad men sätter ändå fingret på några grundläggande mekanismer. Modellen är tänkt att illustrera kortsiktiga konjunkturvariationer; bland annat antas prisnivån vara konstant, vilket är någorlunda rimligt på kort sikt. Eftersom analysen avser en liten öppen ekonomi antas även att räntan i omvärlden är exogent given. Ett annat centralt antagande är perfekt kapitalrörlighet, vilket

¹⁶ Se även Billi, R. och Vredin, A., "Penningpolitik och finansiell stabilitet – en enkel historia", *Penning- och valutapolitik* 2014:2, för en beskrivning av penningpolitik och finansiell stabilitet som avspeglar den här uppfattningen.

¹⁷ I mitt tal här förra året beskrev jag hur detta debatterats av bland annat Rey (2013). Se Rey, H., "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", 25th Jackson Hole Symposium, Federal Reserve, Bank of Kansas City, 2013.

¹⁸ Detta bekräffas även av mer formella studier, se till exempel Lindé, J., "Swedish Postwar Business Cycles: Generated Abroad or at Home?" *Scandinavian Journal of Economics* nr 4, 2004.

¹⁹ För denna analys och teorin om optimala valutaområden tilldelades Robert Mundell ekonomipriset 1999. Marcus Fleming, som också bidrog till att utveckla en liknande tankeram för stabiliseringspolitik i öppna ekonomier, avled 1976 och kunde därför inte komma ifråga för delning av priset då Mundell fick det.

kan anses ha blivit mer och mer rimligt i takt med de alltmer globaliserade finansiella marknaderna.

I en liten öppen ekonomi med rörlig växelkurs som Sverige resulterar en penningpolitisk åtstramning i att valutakursen förstärks, eftersom räntan i Sverige blir högre än i omvärlden.²⁰ Förstärkningen av valutan sker tills den inhemska räntan är lika med omvärldsräntan. Den starkare valutakursen driver ned nettoexporten och därmed den allmänna efterfrågan och BNP. Om i stället omvärldsräntan sjunker och den svenska penningpolitiken hålls oförändrad kommer valutakursen också att förstärkas, på grund av att den svenska räntan blir högre än omvärldsräntan. Valutan förstärks tills den inhemska räntan är lika med omvärldsräntan, och den starkare valutakursen leder till minskad nettoexport och BNP. Vi ser alltså att en lägre omvärldsränta får en åtstramande effekt på ekonomin via växelkursen på ungefär samma sätt som en penningpolitisk åtstramning i Sverige.

Som jag nämnde tidigare är denna modell är en väldigt förenklad bild av verkligheten. I praktiken beror resultaten givetvis på varför räntorna skiftar och även på andra faktorer som inte ryms i den enkla modellen. Men slutsatsen, att en lägre omvärldsränta får en åtstramande effekt på ekonomin via växelkursen på ungefär samma sätt som en penningpolitisk åtstramning i Sverige, är giltig även i många mer komplicerade modeller. Just effekten av lägre omvärldsräntor på den svenska växelkursen och den svenska ekonomin har diskuterats flitigt vid de senaste årens penningpolitiska möten, även om den diskussionen har kretsat kring effekterna på den svenska inflationen och inte den reala utvecklingen.²¹

Att omvärldens räntor är av stor betydelse för Sverige kan man se om man studerar längre tidsserier över internationella realräntor. I diagram 2 visas långa realräntor för ett antal utvecklade länder. Det framgår tydligt att de stora rörelserna i realräntorna är gemensamma för de flesta utvecklade länder, även om de mindre konjunkturella svängningarna kan vara olika för olika länder. Man ser också att samvariationen har ökat över tiden, i takt med att de finansiella marknaderna har blivit alltmer avreglerade och globaliserade. Detta är även något som bekräftas av mer formell analys.²² Det är även slående att realräntorna har haft en nedåtgående trend under de senaste decennierna för att i dagsläget ligga runt noll.²³ Även under slutet av 1970-talet var realräntorna nära noll eller negativa i många länder men då var som bekant även inflationen hög.

²⁰ Detta leder även till en real växelkursförstärkning eftersom prisnivån antas vara konstant.

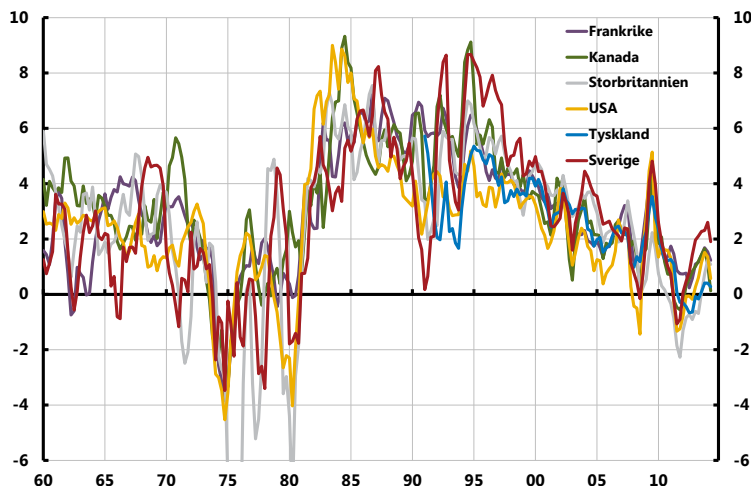
²¹ Se bland annat "Redogörelse för penningpolitiken 2014", sid 37, avsnittet "Styrränteskillnader, växelkursen och inflationen", Sveriges riksbank.

²² Se till exempel IMF, WEO oktober 2014.

²³ För mer information, se "Låga globala räntor", fördjupning i Penningpolitisk rapport, oktober 2014, Sveriges riksbank. Se även Hamilton, D., Harris, E. S., Hatzius, J. och West, K.D., "The Equilibrium Real Funds Rate: Past, Present, and Future", University of California at San Diego Working Paper, 2015.

Diagram 2. Långa internationella realräntor

Procent



Anm. Diagrammet visar 2-års glidande medelvärde på nominella 10-åriga statspappersräntor minus faktisk årlig KPI-inflation.

Källa: OECD

Ett närliggande praktiskt exempel på hur förutsättningarna för den svenska penningpolitiken påverkas av omvärlden är att ECB har valt att föra en mycket expansiv penningpolitik i euroområdet. På lite längre sikt är det bra för svensk ekonomi att ECB:s politik stimulerar tillväxten och inflationen i euroområdet, då det bidrar till en högre export och högre importerad inflation i Sverige. På kort sikt kan det dock uppstå problem om kronan förstärks så att inflationstrycket riskerar att bli lägre i en situation då inflationen redan är för låg och har varit det under en längre tid. Precis som jag tidigare visade i den enkla modellen riskerar alltså en lägre omvärldsränta att på kort sikt få en åtstramande effekt i Sverige via växelkursen om vi behåller vår ränta på en relativt sett högre nivå.

Den aktuella penningpolitiken avspeglar tidigare lärdomar

Detta för mig in på den aktuella penningpolitiken. Som jag har argumenterat har penningpolitiken genom tiderna förändrats och anpassats efter de nya situationer som uppstått. Så har det varit även denna gång. Jag menar att den aktuella penningpolitiken tar fasta på många av lärdomarna från tidigare episoder.

Negativ reporänta och statsobligationsköp – för att säkra trovärdigheten för inflationsmålet

Att vi nu har infört negativ ränta och inlett köp av statsobligationer i Sverige beror i grunden på att vi värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare. Jag nämnde tidigare att penningpolitiken bör ta hänsyn till finansiell stabilitet. Men det beror ju på att finansiell stabilitet är en förutsättning för att på sikt åstadkomma stabil inflation. En förutsättning för att man i de penningpolitiska besluten ska kunna väga in hänsyn till finansiell stabilitet är att inflationsförväntningarna är väl förankrade runt målet och att inflationen ligger ganska nära målet. Så här i efterhand visade det sig att inflationen har blivit

■ lägre än vad Riksbanken och de flesta andra prognosmakare hade räknat med. Och det gäller inte bara Sverige, inflationen är mycket låg i de flesta utvecklade länder.

Det som hände i Sverige under förra året, då inflationen fortsatte att bli överraskande låg samtidigt som inflationsförväntningarna fortsatte falla, har alltså ändrat ganska dramatiskt på förutsättningarna för penningpolitiken. Även om inflationen inte har fallit på senare tid, utan snarare blivit kvar på en låg nivå, och inflationsförväntningarna ligger ganska nära 2 procent, så är det mycket viktigt att de inte faller ytterligare – inte minst med tanke på den kommande avtalsrörelsen.

Som jag nämnde tidigare har finans- och skuldkrisens globala dimensioner i kombination med att Sverige är en liten öppen ekonomi aktualiserat frågan om hur mycket vår penningpolitik kan avvika från omvärldens. När flera centralbanker i omvärlden bedriver en mycket expansiv penningpolitik påverkas förutsättningarna för den svenska penningpolitiken. Om räntan blir högre i Sverige än i omvärlden tenderar kronkursen att förstärkas, vilket bidrar till lägre inflation genom lägre importpriser. Allt annat lika talar därför lägre styrräntor i omvärlden för lägre styrräntor också i Sverige.

Det var mot bakgrund av allt detta som vi inledde en rad räntesänkningar, som resulterade i att reporäntan nådde ner till noll procent i oktober förra året. När reporäntan närmar sig sin nedre gräns behövs ytterligare kompletterande åtgärder om penningpolitiken behöver bli mer expansiv.²⁴ Riksbanken har därför sänkt reporäntan till -0,25 procent och inlett köp av statsobligationer till ett värde av totalt 80–90 miljarder kronor. Om penningpolitiken skulle behöva bli mer expansiv kan vi utöka köpen av statsobligationer eller ytterligare sänka reporäntan och reporänteprognozen. Vi har även möjlighet att införa ett program med lån riktade till företag via bankerna, i likhet med ECB:s TLTRO eller Bank of Englands "Funding for Lending Scheme". Dessutom kan vi intervensera på valutamarknaden.

Hur fungerar kompletterande penningpolitiska åtgärder?

Oavsett vilken åtgärd man väljer kan man dela upp effekten av kompletterande penningpolitik i två huvudspår; dels bidrar de till att sänka det allmänna ränteläget, dels ökar de mängden pengar i ekonomin. Statobligationsköpen minskar utbudet som finns kvar på marknaden, vilket leder till att priset stiger och räntan faller. När räntorna på statsobligationer sjunker blir det mer attraktivt för investerare att söka sig till mer riskfyllda tillgångar, vilket pressar ner räntorna och höjer priserna även där. Detta brukar kallas *portföljbalanskanalen*. När priset på tillgångarna stiger ökar även förmögenheten hos de som äger tillgångarna, vilket bidrar till att stimulera konsumtion och investeringar. Mer likviditet hos bankerna kan även leda till att utlåningen ökar.

Sammantaget fungerar alltså kompletterande penningpolitik ungefär som vanliga räntesänkningar.²⁵ Kreditutbudet ökar, samtidigt som ränteläget

²⁴ För en översikt över hur kompletterande penningpolitik fungerar se De Graeve, F. och Lindé, J., "Effects of unconventional monetary policy: theory and evidence", *Penning och Valutapolitik* 2015:1, Sveriges riksbank eller fördjupningen "Riksbankens kompletterande penningpolitiska åtgärder", Penningpolitisk rapport, februari 2015, Sveriges riksbank.

²⁵ Några studier av effekten av kompletterande penningpolitik i andra länder är till exempel Weale, M. och Wieladek, T. "What are the macroeconomic effects of asset Purchases", *External MPC Unit*

pressas ned och växelkursen försvagas – den allmänna efterfrågan i ekonomin ökar. När ekonomin stimuleras stiger så småningom inflationen, eftersom företagen kan ta ut högre priser och den lägre arbetslösheten pressar upp lönerna. En svagare växelkurs leder också direkt till högre inflation eftersom priserna på importerade konsumtionsvaror stiger snabbare.

Låt mig ge ett exempel på hur ökningen av Riksbankens balansräkning i form av statsobligationsköp kan sprida sig vidare i ekonomin. När vi köper statsobligationer får de som säljer dem likvida medel i form av behållning på sitt bankkonto i stället för obligationerna de tidigare höll. För att förbättra avkastningen på portföljen måste de placera de likvida medlen i några andra tillgångar, och priset på dessa tillgångar pressas då upp. Det skulle till exempel kunna röra sig om företagsobligationer eller utländska statsobligationer. I det första fallet skulle företagen kunna emittera nya obligationer till mer förmånliga räntor. I det senare fallet skulle valutakursen försvagas vilket skulle leda till högre importpriser och inflation och även gynna exportföretagen.

Hushållens skuldsättning måste hanteras

Dessa åtgärder är dock inte någon "gratislunch". Det finns risker och kostnader förknippade med den mycket expansiva penningpolitiken. Bostadspriserna och hushållens skulder visar nu tecken på en snabbare ökningstakt igen. Jag har vid flera tidigare tillfällen betonat hur viktigt det är att andra politikområden ser till att riskerna hanteras. Det behövs åtgärder som hanterar drivkrafterna bakom hushållens skuldsättning, exempelvis reformer som ökar bostadsbyggandet, men också ytterligare makrotillsynsåtgärder. Just när det gäller makrotillsynsåtgärder är det bekymmersamt att Finansinspektionens amorteringskrav inte kunde genomföras som planerat. Det är viktigt, vilket framgår inte minst av den rekommendation från ESRB som jag nämnde tidigare, att den ansvariga myndigheten har kontroll över lämpliga verktyg för att nå sina mål. Jag tycker därför att det är väldigt angeläget att FI:s mandat förtydligas och att förutsättningarna för ett amorteringskrav utreds så snabbt som möjligt.

Vad gäller kostnaderna för den expansiva penningpolitiken finns det även en risk att förluster uppstår på Riksbankens balansräkning till följd av obligationsköpen. Rent bokföringsmässigt kommer obligationsportföljen att marknadsvärderas. Det innebär att portföljens värde kommer att variera med ränteläget. Kostnaden för att finansiera innehavet kommer därför att öka när de korta räntorna så småningom stiger. Om Riksbanken skulle gå med förlust skulle det dock inte innebära något problem i sig, men det leder till att det överskott som vi betalar in till staten varje år minskar. Det blir alltså mindre pengar till den svenska statskassan.

Vi har ändå valt att vidta dessa åtgärder för att understryka att vi värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen. Dessutom har vi sagt att om det krävs mer för att inflationen ska stiga mot målet så gör vi mer. Och vi är beredda att göra det med kraft.

Discussion Paper No. 42, 2014, Bank of England, Gertler, M. och Karadi, P. "QE 1 vs. 2 vs. 3. . . : A Framework for Analyzing Large-Scale Asset Purchases as a Monetary Policy Tool", *International Journal of Central Banking*, 2012 samt Christensen, J. H. E. och Krogstrup, S. "Swiss Unconventional Monetary Policy: Lessons for the Transmission of Quantitative Easing", Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2014-18.

■ Avslutande reflektioner

I mitt tal idag har jag försökt beskriva dagens penningpolitik ur ett historiskt perspektiv. Min förhoppning är att ni har fått en djupare förståelse för den aktuella penningpolitiken. Centralbankens mål och medel har förändrats över tiden, oftast som en följd av ekonomiska kriser. Det har lett till omprövningar av den rådande konsensus synen på penningpolitiken.

Efterenheterna från 1990-talskrisen visade på vikten av att ha ett trovärdigt nominellt ankare, vilket ledde fram till ett ökat inslag av "normtänkande" i penningpolitiken. För Riksbankens del resulterade det i den inflationsmålsregim som vi har än idag. När det gäller efterenheterna från den senaste globala finanskrisen är vi i viss utsträckning fortfarande inne i en läroprocess. Men för min egen del tycker jag att en viktig lärdom är att finansiell stabilitet är en förutsättning för makroekonomisk stabilitet och prisstabilitet. Utvecklingen efter finanskrisen har också satt fingret på hur beroende den svenska ekonomin är av utvecklingen i omvärlden.

Den aktuella penningpolitiken tycker jag avspeglar alla dessa lärdomar. Vi bedriver en mycket expansiv penningpolitik för att bevara trovärdigheten för det nominella ankare som inflationsmålet har utgjort under mer än 20 år. Samtidigt betonar vi vikten av att hantera riskerna förknippade med hushållens skuldsättning, eftersom finansiell stabilitet är en förutsättning för att uppnå inflationsmålet på längre sikt.