



ANFÖRANDE

DATUM: 2018-03-05
TALARE: Riksbankschef Stefan Ingves
PLATS: Expertgruppen för Studier i Offentlig Ekonomi, 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

Penningpolitiken i ny miljö*

Det är ett jubileernas år för Riksbanken. Den stora händelsen är naturligtvis att vi firar 350 år som Sveriges centralbank, vilket kommer att uppmärksammas på olika sätt under året. Det är dessutom 25 år sedan Riksbanken annonserade sitt inflationsmål, vilket var en milstolpe i svensk penningpolitik. Det slumpar sig också så att det nästan på dagen är 20 år sedan riksdagen fattade beslutet att stärka Riksbankens ställning och som ett led i det skapa en Riksbanksdirektion med ansvar för att bedriva penningpolitiken på ett självständigt sätt.¹

Förutom att jubileer kan vara en anledning att fira kan de också vara en anledning att stanna upp och reflektera över det som varit, var man står och vart man är på väg. Det är en sådan positionsbestämning som jag har tänkt att göra idag. En generell reflektion är att penningpolitiken internationellt och i Sverige befinner sig i en miljö som på många sätt skiljer sig från den vi verkat i under lång tid. Det handlar inte bara om förändringar av konjunkturen. Strukturella skift i ekonomin och förändringar av underliggande trender har dessutom skapat osäkerhet om vad normalläget framöver kommer att vara.

I debatten sägs det ibland att dessa förändringar gjort det mer eller mindre omöjligt för Riksbanken att hålla inflationen på en så hög nivå som 2 procent. Vi borde därför antingen förhålla oss friare till vårt nuvarande inflationsmål eller helt enkelt sänka det. Jag tycker den tanken är felriktad. Det är ingen tvekan om att det går att få inflationen att ta fart, men det kan göras på olika sätt. Utmaningen är att skapa "lagom" inflation på ett ordnat sätt och med en hygglig precision. Det är det som är utmaningen för penningpolitiken och det är i det sammanhanget den nya miljön spelar roll.

* Jag vill särskilt tacka Björn Andersson för hjälp med texten till detta tal. Jag vill också tacka Charlotta Edler, Jesper Hansson, Per Jansson, Tomas Lundberg, Ann-Leena Mikiver, Åsa Olli Segendorf, Cecilia Roos-Isaksson, Marianne Sterner, Ulf Söderström och Anders Vredin för värdefulla synpunkter.

¹ Riksens Ständers Bank, senare omdöpt till Sveriges riksbank, grundades den 22 september 1668. Inflationsmålet annonserades i ett pressmeddelande den 15 januari 1993 i vilket det specificerades att målet på 2 procents inflation skulle börja gälla från och med 1995. Riksdagen godkände regeringens förslag att stärka Riksbankens ställning den 4 mars 1998. Förändringarna började gälla den 1 januari 1999.

Jag ska strax gå in närmare på den nya miljön och ta upp ett par egenskaper som kännetecknar den och som penningpolitiken kommer att behöva förhålla sig till framöver. Avslutningsvis tänker jag också ge en övergripande bild av vad som kan känneteckna vägen framåt. Men innan jag kommer in på det, låt mig säga något om vad som tagit oss hit.

Varifrån vi kommer

Jag talade tidigare om 2018 som ett jubileums år. Ytterligare ett jubileum, men ett som inte kommer att föranleda någon typ av firande, är att det i år också är tio år sedan investmentbanken Lehman Brothers kollapsade. Problemen på de internationella finansmarknaderna, som hade trappats upp under en längre period, blev då akuta. Förtroendet för finanssystemet försvann och finanskrisen var ett faktum.

Mycket har hänt under decenniet som gått sedan dess. Centralbankernas agerande under den här perioden har inte bara handlat om att hantera den direkta krisen 2008, även om många av problemen har haft sitt ursprung där. Det är mer rättvisande att beskriva agerandet som reaktioner på en sammanlänkad serie av kriser, eller, om man vill, en kris som bestått av flera faser. De har i sin tur utgjort bakgrunden till de olika faser som penningpolitiken i Sverige har gått igenom.

Uppgång bröts av statskuldsproblematiken 2011–2012

En effekt av den akuta krisen 2008 var att världshandeln stannade av, vilket ledde till ett tvärstopp i den svenska ekonomin. För att stötta den sänkte Riksbanken snabbt reporäntan till en, då, historiskt låg nivå på 0,25 procent. Runt om i världen gjorde andra centralbanker och regeringar också massiva insatser för att få igång det finansiella systemet och vända utvecklingen. Då läget på kreditmarknaderna förbättrades och världshandeln väl återhämtade sig gick återhämtningen snabbare än väntat för svensk del. Från mitten av 2010 började Riksbanken därför att höja reporäntan mot en mer normal nivå.

Men under 2011 bröts återhämtningen då oro kopplad till problemen med hårt belastade statsfinanser i flera europeiska länder började påverka kreditmarknaderna i allt högre grad. Åtgärder av bland annat EU och ECB bidrog till att stabilisera läget, men svagt förtroende och låg efterfrågan hos hushåll och företag dämpade den europeiska utvecklingen. Det gjorde i sin tur att den svenska konjunkturen vände nedåt, trots en relativt hög inhemsk efterfrågan. BNP föll igen 2012 och Riksbanken sänkte reporäntan i ett antal steg.

Fokus på inflationen och att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet har gett resultat

Något som ledde till huvudkliande runt om i världen under de här åren var att inflationen till att börja med höll sig på en relativt hög nivå trots den stora konjunkturedgången efter 2008. Med facit i hand vet vi att inflationen så småningom föll och att det skedde tidigare i Sverige än i andra länder – borträknat effekten av ränteförändringar sjönk inflationen från en nivå kring 2 procent under 2010 till en nivå kring 1 procent 2012. När inflationen sedan sjönk ytterligare i slutet av 2013

och början på 2014, trots ljusare konjunktursignaler, blev det nödvändigt för Riksbanken att fokusera allt mer på att få inflationen tillbaka till målet. Det var särskilt angeläget med tanke på att den långa perioden med låg inflation börjat sätta spår i inflationsförväntningarna.

För att få upp inflationen och bidra till att förankra inflationsförväntningarna på målet sänkte Riksbanken därför reporäntan ned till 0 procent 2014 och sedan gradvis ned till -0,5 procent de följande åren. Som ett sätt att göra penningpolitiken mer expansiv lanserade vi också köpen av statsobligationer i början av 2015. Vid den tidpunkten hade ECB börjat köpa tillgångar i stor skala för att stimulera efterfrågan och få upp inflationen. Det fanns en oro att kronan skulle stärkas mot euron en hel del som ett resultat av detta och att tiden med en inflation under målet därför skulle bli ännu längre. Penningpolitiken behövde gardera ekonomin mot en sådan utveckling.

Idag kan vi konstatera att den extremt låga räntan och Riksbankens tillgångsköp har bidragit till att konjunkturläget har blivit allt starkare. Sysselsättningen har ökat och tillväxten har varit på eller över en normal nivå i fyra år. Inflationen, som stigit trendmässigt sedan 2014, låg kring 2 procent förra året och de långsiktiga förväntningarna är förankrade vid målet.

Början på ett nytt kapitel?

Innebär detta att det går att blåsa faran över nu? Som bekant finns det inga garantier i prognosbranschen. Konjunkturmässigt ser det bra ut, inte minst tack vare en allt högre efterfrågan från omvärlden. Det har tagit ett decennium, men det verkar som om ekonomin på global nivå till slut har återhämtat sig från finansskrisens efterdyningar tillräckligt för att starta på ett nytt kapitel. Den amerikanska centralbanken har börjat normalisera penningpolitiken. I Europa har återhämtningen gått långsammare men har nu kommit så pass långt att ECB har minskat takten i sina tillgångsköp.

Samtidigt är det globala inflationstrycket fortfarande måttligt och de nya utfallen för den svenska inflationen har varit svagare än väntat. För Riksbankens del gäller det att vara fortsatt vaksam. En förutsättning för att inflationen även framöver ska utvecklas i linje med målet är att konjunkturen fortsätter att vara stark och sätter avtryck i prisutvecklingen. Penningpolitiken behöver därför vara fortsatt expansiv. Men om allt går som förväntat kommer tidpunkten att börja normaliseringen av penningpolitiken att närma sig. Bedömningen vi gjorde i februari var att det sannolikt är dags att långsamt börja höja reporäntan under andra halvåret i år. Men en sådan vändning kräver enligt min mening stor försiktighet.

När det gäller Riksbankens innehav av statsobligationer presenterade vi en övergripande strategi för en normalisering före jul.² I korthet innebär den att Riksbanken fortsätter att återinvestera förfall och kupongbetalningar till dess att reporäntan har nått en lämplig nivå. Efter det kan också återinvesteringarna trappas ned. När det väl sker kommer innehavet av obligationer att minska.

² Se fördjupningen "Riksbankens strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken" i *Penningpolitisk rapport* december 2017.

Hur omgivningen ser ut framöver

Konjunkturmässigt ser det alltså relativt bra ut och om allt går som det ska kommer penningpolitiken internationellt och i Sverige att gradvis och långsamt röra sig allt närmare ett normalläge. Men vad är det för miljö som penningpolitiken kommer att verka i framöver? Och hur ser normalläget egentligen ut? Det är frågor som hamnat allt mer i fokus de senaste åren.

Det vore sannolikt ett misstag att ta för givet att samma karta som användes före krisen kan användas för att orientera sig i dagsläget. Till att börja med är det viktigt att utvärdera erfarenheterna från det senaste decenniet ordentligt och integrera lärdomarna i det ekonomiska tänkandet. Strukturella förändringar kan också ha påverkat underliggande trender i ekonomin och jag tänkte ge tre exempel på sådana förändringar som på ett eller annat sätt kommer att påverka svensk penningpolitik framöver.

Lägre räntor i genomsnitt än tidigare

Till att börja med kan man konstatera att vi befinner oss i en miljö där räntorna är betydligt lägre än tidigare. "Som man bäddar får man ligga", kanske någon invänder – är det inte centralbankerna själva som skapat den miljön? Det är sant att styrräntorna har sänkts mycket för att stötta konjunktoren och nå tillbaka till inflationsmålen. Men att styrräntorna i och med det har hamnat på extremt låga nivåer beror på att centralbankerna behövt anpassa sig till en nedåtgående trend i ränteläget generellt i världen, en trend som startade långt före finanskrisen 2008.

Trendmässig nedgång i reala räntor på global nivå

För hushåll och företag är avkastningen och ränteutgifterna justerat för inflationen viktiga då de fattar beslut om sparande och investeringar. Det är alltså realräntan som spelar roll. Genom att förändra den nominella styrräntan har centralbanken möjlighet att påverka realräntan på kort sikt och via den efterfrågan i ekonomin. Det är möjligt eftersom det tar tid för företagen att anpassa sina priser till förändringen av styrräntan och övriga räntor i ekonomin. Men när väl priserna har anpassats återställs också realräntan. På längre sikt har penningpolitiken därför ingen större effekt på realräntan. I det tidsperspektivet är det strukturella faktorer som demografi och långsiktiga tillväxttakt som påverkar utvecklingen.

En slående utveckling de senaste decennierna är att realräntorna sjunkit trendmässigt runt om i världen. Det har förts fram olika förklaringar till det, till exempel trender i den demografiska utvecklingen.³ En teori som fått stor uppmärksamhet är att nedgången är ett tecken på en varaktig stagnation där olika faktorer drivit upp sparandet men hållit tillbaka investeringsviljan. Det har lett till ett kroniskt tillstånd av "för låg" efterfrågan i ekonomin, vilket bidragit till en bestående nedgång i realräntan. Andra menar att det inte nödvändigtvis handlar om en varaktig stagnation, utan att situationen till exempel bättre kan beskrivas som en djup lågkonjunktur efter en alltför hög skulduppbbyggnad i många länder.

³ En mer detaljerad beskrivning av nedgången i globala realräntor och tänkbara förklaringar finns i mitt anförande vid Nationalekonomiska Föreningen 2017.

En miljö med en lägre genomsnittlig reporänta

Den stora frågan är vad vi kan förvänta oss framöver. För en liten öppen ekonomi som den svenska är räntan på global nivå viktig eftersom den påverkar det inhemska ränteläget. Med fria kapitalrörelser är det svårt att ha realräntor som avviker mycket från den globala nivån på sikt, även om skillnader i demografiska trender eller långsiktig produktivitet utveckling naturligtvis kan spela roll. Mycket riktigt har realräntan i Sverige haft en liknande trendmässig nedgång som realräntan internationellt. Det har betydelse för penningpolitiken eftersom det innebär att Riksbankens reporänta i genomsnitt är lägre. Och en lägre reporänta i genomsnitt gör att marginalen ned till noll- och minusränta minskar – jag återkommer till implikationerna av det om en stund.

Hur länge kommer de låga realräntorna att bestå? Svaret beror naturligtvis på vad man tror är de viktigaste drivkrafterna bakom utvecklingen. Men oavsett om man tror på en varaktig stagnation eller på en mer cyklisk förklaring så kommer sannolikt miljön med låga räntor att bestå ett bra tag framöver. Även om räntorna kommer att stiga på kort sikt är det mot en lägre genomsnittlig nivå än tidigare. Många centralbanker, inklusive Riksbanken, har justerat ned bedömningarna av den långsiktiga nivån på styrräntorna. Vår nuvarande bedömning är att reporäntan på lång sikt ligger mellan 2,5 och 4,0 procent.⁴ Men det kommer sannolikt att ta lång tid innan vi kommer upp till den nivån.

Högre räntekänslighet hos hushållen

En effekt av räntenedgången i Sverige är som bekant att skuldsättningen hos hushållen har ökat. Sett över de senaste tjugo åren har skulderna i förhållande till hushållens disponibla inkomster nästan fördubblats. I dagsläget är hushållens sammanlagda skulder nästan dubbelt så stora som inkomsterna. För ungefär en kvarts miljon hushåll är skulderna 6 gånger större än inkomsterna eller högre.

Hög skuldsättning kopplad till stigande bostadspriser

Eftersom den största delen av skulderna består av bolån speglar den växande skuldsättningen vad som hänt med bostadspriserna. Priserna på småhus har tredubblats de senaste 20 åren, medan priserna på bostadsrätter har ökat i ännu snabbare takt. Den snabba prisuppgången beror på flera faktorer, förutom det låga ränteläget. Befolkningen och inkomsterna har ökat vilket drivit upp efterfrågan på bostäder samtidigt som nyproduktionen av bostäder har släpat efter, bortsett från de allra senaste åren. Avskaffandet av fastighetskatten är också en faktor som kan förklara den växande skuldsättningen, liksom det faktum att allt fler hushåll äger sin bostad.⁵

Ökningstakten i utlåningen till hushållen är fortfarande på en hög nivå. Riksbankens bedömning av utvecklingen framöver är att hushållens skulder totalt sett inte kommer att öka i riktigt lika hög takt som de senaste åren, på grund av en mer

⁴ Se fördjupningen "Reporäntan på lång sikt" i *Penningpolitisk rapport februari 2017*, Sveriges riksbank.

⁵ Se Sveriges riksbank (2011), Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden och Hansen, S. (2013), Förklaringar till utvecklingen av hushållens skuldsättning sedan mitten av 1990-talet, PM 1. Finansinspektionen.

dämpad utveckling av bostadspriserna. Men skulderna väntas ändå öka snabbare än de disponibla inkomsterna. Så skuldkvoten kommer att fortsätta att stiga.

Den höga skuldsättningen gör hushållens ekonomi mer känslig för ränteförändringar

Då penningpolitiken så småningom börjar normaliseras och räntorna stiger kommer det att alltså att ske mot denna bakgrund med hög skuldsättning hos hushållen och högt värderade bostäder. Dessutom har många rörlig ränta och korta räntebindningstider generellt på sina bolån. Detta tillsammans gör att hushållens ekonomi nu är känsligare för förändringar av räntorna än tidigare. Den disponibla inkomsten, det vill säga inkomster minus lånekostnader, påverkas i större utsträckning av ränteförändringar då skulderna är stora, allt annat lika.

Beräkningar visar att en ränteökning med cirka 1 procentenhet nu har en betydligt större direkt effekt på hushållens disponibla inkomster än i mitten på 1990-talet. I den bemärkelsen är alltså hushållens räntekänslighet större numera.⁶ Den intressanta frågan är om hushållen anpassar sin konsumtion i motsvarande mån så att även konsumtionen förändras i större utsträckning. Det behöver inte nödvändigtvis vara så. Till exempel kan ränteinkomster väga upp effekten av ökade ränteutgifter. Om hushållen dessutom planerar i förväg för att ränteutgifterna kommer att ta större utrymme behöver konsumtionen inte heller påverkas särskilt mycket.

Men forskningsresultat pekar på att detta kan spela stor roll åtminstone för vissa grupper av hushåll.⁷ Mer specifikt visar det sig att hushåll som är högt skuldsatta och har rörliga boräntor anpassar sin konsumtion i större utsträckning än andra hushåll då räntorna förändras. Det kan bero på att en ränteförändring påverkar deras disponibla inkomster i större utsträckning, som jag nyss beskrev. Men det kan också bero på att hushåll med hög skuldsättning reagerar mer på en given inkomstförändring än andra hushåll. Det skulle man förvänta sig vara fallet om hushållen med höga skulder inte har samma möjlighet som andra att hålla konsumtionen uppe genom att låna mer.

Större räntekänslighet skapar osäkerhet om penningpolitikens genomslag

Hur konsumtionen totalt sett kommer att påverkas när räntorna så småningom höjs mot mer normala nivåer är svårt att veta. Ränteutgifterna kommer att öka, för vissa hushåll dessutom i relativt stor utsträckning. Men den totala effekten kommer dessutom att bero på vad som händer i ekonomin i övrigt med arbetsinkomster, bostadspriser, förväntningar med mera. Det är svårt att täcka in alla sådana faktorer, men beräkningar visar att vi bör räkna med att en given räntehöjning kommer att dämpa konsumtionen för bolånetagare mer nu än i mitten på 1990-talet.⁸

⁶ Se fördjupningen "Hur påverkas hushållen av stigande räntor?" i *Penningpolitisk rapport* december 2017 och Gustafsson, P. med flera (2017), Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av högre räntor? Staff memo, Sveriges riksbank.

⁷ Se till exempel Flodén, M. med flera (2017), Household Debt and Monetary Policy: Revealing the Cash-Flow Channel". Sveriges Riksbank Working Paper Series 342. Sveriges riksbank.

⁸ Se Finocchiaro, D. med flera (2016), Samhällsekonomiska effekter av att minska hushållens skuldsättning, *Penning- och valutapolitik* 2016:2, Sveriges riksbank.

För åtminstone vissa grupper har penningpolitiken alltså ett större genomslag på realekonomin nu än tidigare. Detta skulle kunna motivera långsammare räntehöjningar än vad som varit fallet i motsvarande konjunkturlägen tidigare år. Men för andra grupper av hushåll har räntehöjningar däremot inte lika stora implikationer. Här finns det alltså en inneboende spänning. Riksbanken har bara en styrränta och den ska anpassas till den samlade efterfrågan och de ekonomiska utsikterna i stort, och framför allt till hur inflationen kommer att utvecklas. En högre räntekänslighet och i vilken utsträckning den påverkar penningpolitikens genomslag kommer med andra ord att vara en källa till osäkerhet. Det blir trots allt en utmaning att under ett antal år ha en situation där räntorna stiger – om än långsamt – samtidigt som skulderna är högre än någonsin förr.

Utbudet av arbetskraft är större

Från hushållens konsumtion och efterfrågesidan av ekonomin tänkte jag gå vidare till arbetsmarknaden och utbudssidan och mitt tredje och sista exempel på förvandlingen av det ekonomiska landskapet.

Migration och reformer bakom ökat arbetskraftsdeltagande

Olika strukturella förändringar har gjort att den svenska arbetsmarknaden skiljer sig väsentligt från strukturen i mitten på 1990-talet och bara på de tio år som gått sedan finanskrisen har det hänt mycket. En sådan förändring är att antalet personer som står till arbetsmarknadens förfogande blivit betydligt större. Sedan 2006 har antalet personer i arbetskraften i gruppen 15–74 år ökat med mer än en halv miljon.⁹ Det har gjort att andelen av befolkningen i arbetsför ålder som deltar i arbetskraften nu är den högsta på nästan trettio år.

Bakom det ligger flera faktorer. Befolkningen i arbetsför ålder har ökat, mycket som ett resultat av Sveriges stora flyktingmottagande. Olika reformer de senaste decennierna har också ökat drivkrafterna att delta i arbetskraften genom att göra det mer lönsamt att arbeta och att fortsätta arbeta högre upp i åldrarna. En relativt sett bättre hälsa och utbildningsnivå ser också ut att ha bidragit till att arbetskraftsdeltagandet bland äldre ökat relativt mycket.¹⁰ Man ska inte heller glömma bort att det allt starkare konjunkturläget de senaste åren sannolikt också gjort det mer attraktivt att delta i arbetskraften.

Penningpolitiken kan inte lösa strukturella utmaningar med ett ökat arbetskraftsutbud

Ett högre arbetskraftsutbud är i grunden något positivt eftersom det på sikt bör leda till högre sysselsättning – vilket är fördelaktigt inte minst i ljuset av de utmaningar vi står inför med en åldrande befolkning. Ett högre arbetskraftsdeltagande på lång sikt höjer ekonomins produktionspotential, vilket gör att hjulen kan snurra snabbare utan risk för överhettning och stigande priser som penningpolitiken i förlängningen behöver dämpa.

⁹ Se Flodberg, C. och Löf, M. (2017), Utbudet av arbetskraft har ökat överraskande snabbt, Staff Memo, Sveriges riksbank.

¹⁰ Laun, L. och Palme, M. (2017), Vad förklarar de senaste 20 årens ökade arbetskraftsdeltagande bland äldre i Sverige?, Rapport 2017:18, Institutet för arbetsmarknads- och utbildningspolitisk utvärdering.

Men en förutsättning för den positiva effekten är att det ökade arbetskraftsutbudet också medför högre sysselsättning. Eftersom det tar tid för arbetsmarknaden att anpassa sig till ett snabbt ökande utbud är det sannolikt att ökningen delvis resulterar i högre arbetslöshet på kort sikt. En hög efterfrågan i ekonomin kan underlätta anpassningen. Men i vilken utsträckning ett större arbetskraftsutbud också medför ökad sysselsättning på längre sikt avgörs av hur arbetsmarknaden fungerar och av matchningen av arbetssökande till lediga jobb. Det gäller i särskilt hög grad för grupper med en utsatt ställning på arbetsmarknaden, till exempel personer födda utanför Europa.

Vi har haft en stark arbetsmarknad de senaste åren och inte bara arbetskraften utan även sysselsättningen är nu på en historiskt hög nivå. Den expansiva penningpolitiken har bidragit till den utvecklingen. Men det finns tecken på att matchningen mellan arbetssökande och lediga jobb fungerar dåligt. Nedgången i arbetslösheten de senaste åren har framför allt rört inrikes födda. För den gruppen är arbetslösheten nu på en mycket låg nivå. Däremot har arbetslösheten bland utrikes födda inte minskat i samma omfattning och är dessutom betydligt högre i utgångsläget. Ett ökat arbetskraftsutbud av utrikes födda skapar förutsättningar för långsiktigt högre sysselsättning men det är viktigt att arbetsmarknaden fungerar effektivt så att det utbudet av arbetskraft tas till vara. Med en åldrande befolkning kommer detta dessutom att bli allt mer angeläget då efterfrågan på arbetskraft till bland annat vård och omsorg blir högre.

Trots att konjunkturläget är fortsatt starkt och både arbetskraften och sysselsättningen väntas öka ytterligare framöver så är Riksbankens bedömning att arbetslösheten inte väntas sjunka så mycket mer under de kommande åren. Så för att hålla ned arbetslösheten – och framför allt få ned den märkbart under dagens nivå – behövs det åtgärder inom andra politikområden än penningpolitiken. Med det menar jag inte att penningpolitiken är uttömd. Det finns utrymme att göra den ännu mer expansiv om det skulle behövas. Men man kan inte förvänta sig att penningpolitiken ska kunna lösa strukturella problem på arbetsmarknaden.

Vad vi har i bagaget

Innan jag säger några ord om vägen framåt för penningpolitiken i den nya miljön vill jag hålla mig kvar en stund vid frågan om vilka förväntningar man bör ha på penningpolitiken. Vi kommer nämligen från en period där den frågan på sätt och vis har ställts på sin spets. Penningpolitiken de senaste åren har varit inriktad på att få upp inflationen till målet, medan hänsyn till andra omständigheter i ekonomin i princip har fått stå tillbaka. Jag tänker då framför allt på riskerna för olika negativa sidoeffekter av det låga ränteläget. Den här erfarenheten har vi med oss i bagaget på vägen framåt. Och det har inte bara betydelse för penningpolitiken.

Förtroendet för inflationsmålet kan inte tas för givet

Riksbanken har länge uttryckt oro för de risker som hushållens skuldsättning och uppgången i bostadspriserna för med sig för ekonomin. Och tidvis under perioden fram till 2014 hade de riskerna ett visst inflytande på räntesättningen. Visserligen var det, som alltid, konjunktur- och inflationsutsikterna som bestämde inriktningen på penningpolitiken. Men Riksbanken utnyttjade flexibiliteten som finns i

inflationens målspolitiken för att i någon mån bidra till att dämpa skuldbyggnaden och prisökningarna på bostäder. Detta genom att hålla reporäntan marginellt högre än vad inflationsutsikterna ensamma motiverade.

Flexibel inflationsmålspolitik innebär i praktiken att man inte siktar på att föra tillbaka inflationen till målet så fort som möjligt om den avviker från 2 procent. Men en förutsättning för att kunna vara flexibel är att det finns förväntningar om att inflationen ändå når tillbaka till målet på längre sikt. Inflationsmålet har varit det nominella ankaret i svensk ekonomi så länge att det är lätt att utgå från att inflationsförväntningarna automatiskt håller sig kring 2 procent. Men som utvecklingen från 2011 och framåt visade är de långsiktiga inflationsförväntningarna inte immuna mot påverkan. En lång period med en inflation under målet fick förväntningarna att krypa allt längre under 2 procent. Det blev därför också allt mer angeläget för Riksbanken att fokusera på att vända utvecklingen och få upp inflationen till målet. Det visade sig kräva stora insatser av penningpolitiken under lång tid för att nå dit.

En insikt från de senaste åren som därför behöver lyftas fram är att förtroendet för inflationsmålet inte kan tas för givet. Penningpolitikens huvudsakliga uppgift är att upprätthålla det nominella ankaret i ekonomin och de förväntningar och krav som ställs på penningpolitiken bör ta det som startpunkt. Men under förutsättning att förtroendet för ankaret inte är hotat har penningpolitiken vissa möjligheter att låta en avvikelse från inflationsmålet stå tillbaka för andra hänsyn.¹¹ Det skulle till exempel kunna handla om att bidra till att dämpa risker förknippade med hög skuldsättning och stigande bostadspriser. Men, och det är viktigt, penningpolitiken kan inte förväntas vara lösningen när man ska hantera risker som bottnar i grundläggande problem med hur marknader fungerar och hur incitamenten för skuldsättning, bostadsbyggande och sysselsättning ser ut. Sådant behöver andra politikområden åtgärda.

Nödvärdigt med reformer på bostads- och makrotillsynsområdena

En konsekvens av Sveriges egen kris i början på 1990-talet var de genomgripande förändringar av den ekonomiska politiken som genomfördes för att komma tillrätta med brister som blivit tydliga i upprinnelsen till krisen. Vi fick en rörlig växelkurs, ett inflationsmål och ett ramverk för finanspolitiken som skulle se till att de offentliga finanserna var hållbara. Förändringarna skapade en stabilitet i den svenska ekonomin som varit till stor nytta, inte minst under finanskrisen. Sverige hade fördelen av att kunna möta den konjunkturedgången med både en finanspolitik som inte hämmades av stora underskott och en penningpolitik.

Även den senaste krisen blev startskottet för förändringar på ekonomisk-politiska områden, framför allt för att minska riskerna för att finansiella obalanser återigen ska skapa problem för ekonomin i stort. Men en skillnad är att Sverige fortfarande, tio år efter krisen, inte riktigt har lyckats gå i mål med de förändringarna.

¹¹ Se till exempel mitt anförande i Nationalekonomiska Föreningen 2016 för mer detaljer kring detta.

Det mest konkreta exemplet på reform med anledning av lärdomarna från krisen är att makrotillsynen etablerats som ett separat ekonomiskt-politiskt område. Under det senaste decenniet har det pågått ett intensivt arbete runt om i världen med att definiera och implementera makrotillsynspolitik. Sverige har kommit en bit på väg, men mer behöver göras. I slutet på förra året fick Finansinspektionen, som har huvudansvaret för makrotillsynen, klartecken av regeringen att införa ett förstärkt amorteringskrav. Det var bra i sig. Men ett regelverk som gör makrotillsynen mer flexibel behöver komma på plats så att åtgärder kan sättas in snabbt då det behövs.

Makrotillsynen kan inriktas på att specifikt minska riskerna förknippade med hushållens skulder. Men Riksbankens bedömning är att det behövs en kombination av åtgärder inom flera politikområden för att minska de riskerna.¹² Framför allt behöver man komma åt de grundläggande orsakerna till att skuldsättningen ökar, något som är svårt att göra utan att ta sig an den svenska bostadsmarknaden och de obalanser som finns där. Det är naturligtvis ingen lätt uppgift. Icke desto mindre är det angeläget. Som jag nämnde tidigare kommer räntan i genomsnitt att vara lägre framöver, periodvis till och med mycket låg om penningpolitiken ska kunna uppfylla inflationsmålet. Den finansiella sidan av ekonomin behöver vara tillräckligt robust för att klara sådana perioder utan att den makroekonomiska utvecklingen utsätts för alltför stora risker.

Vägen framåt

Strukturella förändringar och olika erfarenheter under det senaste decenniet kommer alltså att ha betydelse för penningpolitiken framöver. Men vad innebär det mer konkret?

Huvudriktningen bestäms av omvärldsutvecklingen

Till att börja med är det viktigt att ha i minnet att den svenska ekonomin är mycket beroende av utvecklingen i omvärlden. Precis som tidigare kommer huvudriktningen på den ekonomiska utvecklingen i Sverige att följa den internationella utvecklingen. Jag har redan varit inne på hur betydelsefullt det globala ränteläget är för ränteläget i Sverige och därmed för penningpolitiken. Dessutom kommer naturligtvis konjunktur- och inflationsutsikterna i stor utsträckning att påverkas av vad som händer i omvärlden, framför allt i övriga Europa.

En speciell omständighet är att konjunkturen och normaliseringen av den ekonomiska politiken kommer att vara i en annan fas i euroområdet än i USA den närmaste tiden. Det är i sig inte så konstigt med tanke på hur utvecklingen sett ut det senaste decenniet. Men eftersom den svenska konjunkturen varit starkare än den i euroområdet innebär det enligt vår prognos att normaliseringen här hemma ser ut att kunna börja tidigare än i euroområdet. Vi kommer alltså förmodligen att ligga efter den amerikanska centralbanken, men något före ECB. Det är en speciell situation som kan påverka impulserna utifrån när det gäller konjunkturen och inflationstrycket.

¹² Se *Finansiell stabilitetsrapport 2017:2*, Sveriges riksbank.

Inflationen kan stiga på olika sätt. Den senaste tiden har pristrycket från omvärlden varit dämpat och uppgången i inflationen har till stor del varit inhemskt driven, framför allt via prisökningar i tjänstesektorn. Kombinationen av löne- och prisutvecklingen i inhemska sektorer och inflationsimpulserna utifrån får avgöra hur penningpolitiken bör utformas för att påverka den inhemska efterfrågan och växelkursen i önskad riktning, så att inflationen i slutändan håller sig kring målet. Det blir naturligtvis i någon mening mindre komplicerat för penningpolitiken om både impulserna från omvärlden och inhemska sektorer drar uppåt och på ett sätt som vi är vana vid – och riskerna för obalanser kan då också vara mindre.

Kompletterande penningpolitiska åtgärder kan bli normala

Som jag nämnde tidigare kommer miljön med låga realräntor sannolikt att bestå ett bra tag framöver, vilket innebär att styrräntorna hos centralbankerna i genomsnitt kommer att vara på en lägre nivå. Det gör i sin tur att centralbankernas utrymme att möta lågkonjunkturer med lägre räntor kan vara begränsat. Säg till exempel att reporäntan i genomsnitt kommer att hålla sig kring 2,5 procent, alltså vid den nedre gränsen i Riksbankens bedömning av den långsiktiga nivån. Det ger ingen större marginal ned till nollstrecket. Som vi har visat går det visserligen att sänka reporäntan en bit under noll men det är tydligt att utrymmet för räntesänkningar kan bli mindre än tidigare.

I centralbanksvärlden pågår det diskussioner om vad det låga ränteläget kommer att få för betydelse för penningpolitiken och hur man kan öka utrymmet för penningpolitiken att agera vid konjunkturedgångar. En slutsats är att det framöver kan bli vanligare med kompletterande penningpolitiska åtgärder av den typ som många centralbanker har använt de senaste åren, till exempel köp av olika tillgångar. Andra tänkbara åtgärder som finns i den penningpolitiska verktygslådan är lån direkt till företagen via bankerna och valutainterventioner.

Ny miljö påverkar också andra politikområden

En annan möjlighet är att andra politikområden mer aktivt används för att stimulera ekonomin i lågkonjunkturer. I den internationella debatten har det till exempel sagts att begränsningarna som lågräntemiljön sätter på penningpolitiken gör att finanspolitiken kan behöva bidra till stabiliseringspolitiken i större utsträckning än tidigare.¹³

Jag tycker, till att börja med, att det är viktigt att poängtera att penningpolitiken inte är uttömd i och med att styrräntan sänks så långt det är praktiskt möjligt. Som jag precis nämnde finns det fler verktyg i den penningpolitiska verktygslådan att ta till om det skulle behövas för att stimulera ekonomin. Med det sagt finns det naturligtvis tänkbara verktyg även inom andra politikområden. Och det är rimligt att "costs and benefits" av att använda alla dessa olika verktyg utvärderas så att den ekonomiska politiken blir så effektiv och verksam som möjligt för ekonomin som helhet. Men hur de olika verktygen ska användas är upp till de ansvariga

¹³ Se till exempel Blanchard, O. och Summers, L. (2017), Rethinking Stabilization Policy: Evolution or Revolution? NBER Working Paper Series 24179. National Bureau of Economic Research.

för respektive politikområde och när det gäller finanspolitiken är det naturligtvis riksdag och regering som ska avgöra hur och på vilka grunder den ska bedrivas.

Stabilt penningvärde fortfarande grunden för penningpolitiken

Avslutningsvis – det decennium vi kommer från präglades av kriser och en djup och långvarig lågkonjunktur. I det perspektivet är det svårt att inte beskriva framtiden som ljusnande, för att återknyta till frågan som är rubriken på dagens seminarium. Som alltid finns det osäkerhetsfaktorer, men Riksbankens bedömning är att konjunkturutsikterna fortfarande är goda både i Sverige och i omvärlden. För penningpolitiken gäller det att se till att inflationen även fortsättningsvis utvecklas i linje med vårt inflationsmål. Penningpolitiken behöver därför vara fortsatt expansiv för att den starka konjunkturen ska kunna sätta avtryck i inflationen och att för att kronan inte ska stärkas för snabbt. På kort sikt behöver vi också vara särskilt uppmärksamma på aktuella nedåtrisker.

När väl normaliseringen av penningpolitiken kommer igång sker det i en miljö som på många sätt skiljer sig från den vi verkat i det senaste decenniet. Några exempel har jag gett här idag. Vad de mer konkret kommer att innebära för den faktiska utformningen av penningpolitiken är något Riksbanken har att fundera vidare på. Men den nya miljön kommer inte bara att innebära utmaningar för penningpolitiken, utan också för andra politikområden. Hur vi hanterar de utmaningarna kommer naturligtvis att vara avgörande för hur ljus framtiden i praktiken blir. Därför förutsätter jag att andra politikområden på motsvarande sätt funderar över vilka strukturella åtgärder som är nödvändiga.

Som bekant pågår det också diskussioner, internationellt och i Sverige, om behovet av mer övergripande förändringar av sättet att bedriva penningpolitik, bland annat för att bättre anpassa den till en ”ny normal” miljö. Det är en intressant diskussion som vi har all anledning att återkomma till, inte minst då Riksbankskommittén kommit längre i sitt arbete. Tills vidare är det värt att notera att det som diskuteras i princip handlar om modifieringar av det nuvarande ramverket. Utgångspunkten är fortfarande att det bästa sättet för penningpolitiken att bidra till en stabil och god utveckling av ekonomin är att upprätthålla ett stabilt penningvärde. Det gällde 1668 och det gäller också 2018.