



ANFÖRANDE

DATUM: 2020-12-08
TALARE: Riksbankschef Stefan Ingves
PLATS: Business Arena

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

Penningpolitik i en föränderlig värld*

Vi har haft ett dramatiskt år 2020, då mycket har förändrats i våra liv. För medarbetarna och för oss i Riksbankens direktion har året inneburit ett intensivt arbete för att hantera de effekter som coronapandemin har fått på den svenska ekonomin.

Vårt fokus har varit att se till att det finns god tillgång till likviditet och hålla räntorna låga. Vi har velat ge ekonomin så goda förutsättningar som möjligt att återhämta sig efter coronapandemin och, som vanligt, få inflationen att utvecklas i linje med inflationsmålet.

Våra åtgärder har i mångt och mycket liknat andra centralbankers. Men jämfört med tiden innan finanskrisen för drygt tio år sedan har penningpolitiken förändrats radikalt, framför allt för att den penningpolitiska verktygslådan idag ser väldigt annorlunda ut. Då sågs förändringar av styrräntan som det enda penningpolitiska verktyget. Numera arbetar de flesta centralbanker med flera verktyg, några av dem nygamla, både i tider av kris och i mer normala tider. Penningpolitiken, och hur man "gör" penningpolitik har förändrats men målet, att uppnå inflationsmålet, ligger fast. Och vi behöver hela tiden stå redo att utveckla nya verktyg, göra nya slags analyser – för att vi ska uppnå vårt inflationsmål. Om världen förändras behöver vi förändras med den.

* Tankarna i det här talet har vuxit fram under många samtal under året. De synpunkter som framförs är mina egna. Jag vill tacka Marianne Nessén för hjälp med att skriva detta anförande, och Magnus Andersson, Emma Bylund, Charlotta Edler, Dag Edvardsson, Heidi Elmér, Frida Fallan, Martin Flodén, Jesper Hansson, Per Jansson, Cecilia Kahn, Björn Lagerwall, Stefan Laséen, Cecilia Roos-Isaksson, Marianne Sterner, David Vestin och Anders Vredin för hjälp och värdefulla synpunkter, samt Elizabeth Nilsson, Calum McDonald och Gary Watson för hjälp med att översätta det till engelska.

Förändringar i omvärlden påverkar penningpolitiken

Det finns goda skäl att gå tillbaka och se vad som ligger bakom denna utveckling. Det har förvisso gjorts förut. Både Riksbanken och andra centralbanker har skrivit och talat mycket om olika omvärldsförändringar som lett till förändringar i penningpolitiken. Men jag tror att vi behöver fortsätta diskussionen, dels för att det gör det lättare att förstå dagens penningpolitik, dels för att det är en nödvändig grund för ett samtal om hur framtidens penningpolitik kan se ut.

Idag vill jag ta upp några av de viktigaste förändringarna i vår omvärld som har bäring på penningpolitiken. Det jag tänker på är hur finanssektorn har utvecklats, globalt och i Sverige, de senaste decennierna, och på det faktum att de globala realräntorna har sjunkit. Detta har påverkat Sverige påtagligt, vilket är en följd av att den svenska ekonomin blivit alltmer integrerad med världsekonomin. Jag vill sedan ge min syn på vad dessa förändringar har inneburit dels för hur den svenska penningpolitiken *bedrivs*, dels för hur vi behöver utveckla hur vi *diskuterar och ser på* penningpolitik i största allmänhet.

Kriser påverkar penningpolitiken

Till dessa långsiktiga strukturella och globala förändringar kan läggas att vi det senaste dryga decenniet upplevt tre ovanligt stora kriser. Den globala finanskrisen för över tio år sedan började i finanssektorn, då ett alltför stort risktagande som byggts upp under många år till sist kom upp till ytan. Kort därpå bröt skuldcrisen i Europa ut. Den pandemi som vi nu är mitt i är en annan sorts kris. Den började som en hälsokris för att sedan bli en ekonomisk kris.

Under dessa kriser har centralbanker över hela världen gått in med olika slags åtgärder för att stabilisera situationen. Men episoderna påminner oss om att framtiden alltid är osäker och att beredskap för kriser behöver vara en central del av penningpolitiken. För tjugo år sedan var nog synen en annan och de synsätt som då utvecklades, och som än idag fortfarande i mångt och mycket är tongivande när penningpolitik diskuteras, utgick från en ganska stabil makroekonomisk miljö. Självklart påverkar detta ens syn på hur penningpolitiken bör vara utformad, om man tror att den främst handlar om att motverka små och regelbundna svängningar i ekonomin, eller om man tror att det är viktigt att politiken kan förebygga och motverka kriser.

Under det senaste decenniet har vi, och andra centralbanker, behövt utveckla nygamla synsätt som fäster mer vikt vid osäkerhet och att omvärlden ständigt förändras. Vi har behövt utveckla vår beredskap, förmåga och flexibilitet att göra nytt, ibland med hjälp av gamla insikter, i takt med att omständigheterna krävt det av oss. Riksbanken är inte unik, utan denna utveckling av penningpolitiken ser man hos de flesta andra centralbanker.¹

¹ Se till exempel CGFS (2019), Bailey m.fl. (2020), Bernanke (2020), Ingves (2020) och Adrian (2020).

De finansiella marknaderna är i ständig förändring – centralbanker behöver anpassa sig

De förändringar som jag tänkt ta upp idag är, som nämnts ovan, i huvudsak två. Den första gäller den finansiella sektorns utveckling under de senaste decennierna. Globalt och i Sverige har finansmarknaderna vuxit sig större, både i termer av de volymer som omsätts och i termer av mängden finansiella instrument. Den andra förändringen är att det globala ränteläget sjunkit. Detta påverkar på ett påtagligt sätt utrymmet för att med styrränteförändringar stimulera ekonomin, och hur detta ska hanteras har diskuterats livligt under senare år. Jag tänkte därför inte diskutera den specifika frågan här, utan hänvisar till en omfattande forskningslitteratur.² Många skulle säga att dessa båda förändringar, åtminstone delvis, har en gemensam grund, nämligen ett högre globalt sparande, som i sin tur är ett resultat av att världen blivit rikare.³ Men jag vill hålla isär dem då diskussionen främst kommit att handla om att ränteläget sjunkit. Att finanssektorn också förändrats i flera avseenden är något som behöver uppmärksammas mer med tanke på att förhållandena på de finansiella marknaderna styr hur penningpolitiken utformas och verkar. Låt mig därför göra en kort utveckling i ämnet.

På 1970- och 1980-talen avreglerades världens kapitalmarknader successivt. Detta, i kombination med en god global tillväxt, det vill säga en rikare värld, och informationsteknologins utveckling ledde till en stark utveckling på de globala finansiella marknaderna i termer av utestående volymer, omsättning och nya instrument. Utvecklingen hade stora fördelar. Med färre regleringar kunde den finansiella sektorns grundläggande funktioner – att genomföra betalningar, fördela sparande till investeringar och att hantera risker – hanteras bättre samtidigt som den starka tillväxten på de finansiella marknaderna bidrog till den starka tillväxten i världsekonomin.

Men en större finanssektor har även lett till större potentiella risker, något som finanskrisen för tolv år sedan är ett exempel på. Kraven på tillsynsmyndigheter och centralbanker har därför vuxit under de senaste decennierna – att de följer, övervakar och reglerar, när så behövs. För penningpolitiken har förändringarna på de finansiella marknaderna haft en mindre uppmärksammas effekt, då de påverkat de kanaler och marknader via vilka penningpolitiska åtgärder verkar. Ett svenskt exempel, som jag återkommer till, är framväxten av marknaden för företagsobligationer. Numera sker en tredjedel av företagets lånefinansiering på denna marknad, och hur denna marknad fungerar har därför kommit att påverka hur förändringar i reporäntan fortplantar sig till de räntor som företag de facto möter.

² Se till exempel Lundvall (2020) för en sammanfattning, och de referenser som finns däri. Se även Andersson m.fl. (2020).

³ Se Andersson m.fl. (2020), Lundvall (2020) och Ingves (2019).

Samma mål för penningpolitiken men vägen dit ser annorlunda ut

Den omvärld som Riksbanken verkar i har alltså förändrats på ett sätt som påverkar penningpolitiken på flera plan. Och vårt sätt att tänka kring penningpolitik, vad den är och hur den bedrivs, har också förändrats i takt med omvärlden.

Målet för penningpolitiken är oförändrat, ett stabilt penningvärde, ofta mer konkret definierat i termer av att stabilisera inflationen kring 2 procent. Alltså: samma mål men vårt sätt att uppnå det – det vill säga vilka verktyg vi har att tillgå och även hur vi kan tänkas agera och reagera på händelser i ekonomin – har behövt förändras. De omvärldsförändringar som jag beskrivit påverkar de flesta andra centralbanker. Om man blickar ut i världen ser man också stora likheter i hur penningpolitiken förändrats på olika centralbanker.⁴ Riksbanken är med andra ord en del av en internationell utveckling.

Penningpolitiken – då, nu och i framtiden

Fram till finanskrisen så var det vanligast att analysera och diskutera penningpolitik utifrån en förhållandevis enkel modell med ett fåtal variabler. Inflationen antogs i första hand och på ett ganska stabilt sätt påverkas av den realekonomiska aktiviteten (som oftast beskrevs i termer av mått på resursutnyttjandet, arbetslösheten eller något annat mått på kapacitetsutnyttjandet). Ett verktyg som centralbanken hade perfekt kontroll över, styrräntan, antogs ha en tydlig påverkan på inflationen via den realekonomiska aktiviteten. Transmissionsmekanismen, det vill säga kedjan av händelser från förändringar i verktyget (styrräntan) till den slutliga effekten på målvariabeln (inflationen) antogs vara stabil och innehöll få detaljer. Och penningpolitiken fungerade som så att när räntan sänktes stimulerades efterfrågan vilket innebar att kapacitetsutnyttjandet steg och därmed även inflationen. När sådana modeller användes för att ta fram beslutsunderlag på centralbanker behövdes förstås större modeller, med fler variabler. Men transmissionsmekanismen förblev väldigt översiktlig och enkel, och detaljer om hur den finansiella sektorn fungerar fanns inte med explicit. Som pedagogiska verktyg för att illustrera viktiga poänger med inflationsmålspolitik (till exempel avvägningen mellan realekonomisk stabilitet och hur snabbt inflationen förs tillbaka till målet efter en störning) fungerade modellerna dock väl.

Finanskrisen visade att mer komplexa modeller behövdes...

För en mer fullödig och mer detaljerad diskussion av penningpolitik i praktiken räckte den här sortens modeller dock inte till och det blev uppenbart – om inte tidigare – i samband med finanskrisen för över tio år sedan. Det fanns flera skäl till det.

⁴ Se till exempel Bailey m.fl. (2020) för en beskrivning av hur Bank of Englands penningpolitik förändrats sedan före finanskrisen.

Ett första skäl var att eftersom de finansiella marknaderna hade en underordnad, eller närmast obefintlig roll, i modellerna så kunde konsekvenserna av störningar på de finansiella marknaderna inte beskrivas. Modellerna innehöll förvisso hushåll som sparar och företag som investerar, men på något sätt antogs dessa hitta varandra utan finansiella intermediärer som banker eller några utvecklade finansiella marknader. I grund och botten antogs att allt sparande och lånande skedde i form av en viss sorts obligation och det var också räntan på den som centralbanken direkt kunde styra. Det kanske inte är en så dålig förenkling om de finansiella marknaderna är relativt friktionsfria och olika aktörer på de finansiella marknaderna lätt kan göra affärer med varandra. I en sådan värld beror räntorna med längre löptid i hög grad på vilka förväntningar som finns om styrräntan i framtiden. Det förutsätts också att den information som hushållen och företagen behöver för att fatta sina beslut är fri och jämnt fördelad (det vill säga ingen asymmetrisk information).

...och att synen på finansmarknaderna var alltför förenklad

Antagandet att de finansiella marknaderna var just friktionsfria var ett skäl till att det var svårt att förstå drivkrafterna bakom den globala finanskrisen 2007–2009, vilka åtgärder som centralbankerna borde sätta in, och till exempel diskutera tillgångsköp som ytterligare ett penningpolitiskt instrument.⁵ När centralbankerna ändå började köpa tillgångar i stor skala i samband med finanskrisen gjordes det för att det var en gammal beprövad åtgärd – alltså egentligen inte särskilt okonventionell. Det fanns tillräckligt många i centralbanksvärlden som mindes hur penningpolitik bedrevs "förr i tiden".⁶ Äldre teorier från 1960-talet (portföljbalansteorier, till exempel) fick en renässans. Finanskrisen gav upphov till ny forskning och efter hand nya modeller med en rikare representation av de finansiella marknaderna, men de fick spridning först efter finanskrisen. Men de nyare synsätten har egentligen inte förändrat hur samtalet om penningpolitik förs i Sverige. Jag återkommer till det lite senare när jag kommenterar Riksbanksutredningen.

Den förenklade synen på finansiella marknader innebar att den finansiella delen av transmissionsmekanismen hamnade i skymundan i den penningpolitiska analysen. Fokus var på centralbankens styrränta, och frågor om hur förändringar i styrräntan faktiskt påverkade andra räntor och kreditgivningen till företag och hushåll fick inte samma uppmärksamhet. Så länge den ekonomiska och finansiella utvecklingen var någorlunda stabil var detta kanske inte något stort problem, även om det fanns röster som menade att centralbankerna inte följde skeendena på de finansiella marknaderna i tillräcklig utsträckning och att man därför missade de obalanser som höll på att byggas upp i det finansiella systemet.⁷

Men så kom finanskrisen och transmissionsmekanismen bröt ihop. Uttrycket "pushing on a string" användes, med vilket man menade att styrränteändringar från

⁵ Det förekom uttalanden om att tillgångsköp, i teorin, inte kunde ha någon effekt på tillgångspriserna. Men det gäller bara enligt vissa teorier, nämligen de som antar friktionsfria finansiella marknader. I andra slags modeller kan tillgångsköp mycket väl ha effekt på tillgångspriser.

⁶ Den japanska centralbanken inledde i början av 2000-talet storskaliga obligationsköp, och låg i denna bemärkelse lite före andra avancerade ekonomier.

⁷ Rajan (2005) är en mycket känd referens.

centralbankens sida inte fortplantade sig till andra räntor som förväntat, om överhuvudtaget. Ett etablerat synsätt blev väsentligt mindre användarbart i och med att inget sades om vad som skulle göras om transmissionsmekanismen var ur lag. För detta behövdes en annan sorts analys som tog avstamp i att de finansiella marknaderna inte fungerade friktionsfritt eller normalt, och som med denna diagnos som utgångspunkt kunde föreslå lämpliga åtgärder. Jag kommer tillbaka till det senare.

Beredskap och flexibilitet – ett nygammalt sätt att tänka

Det senaste decenniet har varit turbulent, och Riksbanken och andra centralbanker har flera gånger fått agera i situationer där osäkerheten är stor. När transmissionsmekanismen bröt ihop under finanskrisen satte centralbankerna in åtgärder för att upprätthålla det finansiella systemets funktioner. Och nu under coronapandemin har Riksbanken med en rad olika åtgärder sett till att det inte råder något tvivel om att det finns gott om likviditet i ekonomin. Tack vare åtgärderna från centralbanker och regeringar världen över har pandemin inte omvandlats till en finansiell kris.

Som jag varit inne på tidigare innebär åtgärderna ett annorlunda sätt att bedriva penningpolitik jämfört med det som hörde hemma i det gängse synsättet från tiden innan finanskrisen. I stället för ett verktyg, styrräntan, använder centralbankerna nu flera olika verktyg. Förr var fokus på att påverka de finansiella förhållandena via en kortfristig, riskfri ränta som i första hand påverkar bankernas finansiering. Nu sätter centralbankerna även in åtgärder som direkt påverkar mer långfristiga och även icke-riskfria räntor. Även detta kan leda till avsedda effekter på de räntor och andra kreditförhållanden som hushåll och företag möter, och därmed till önskade effekter på kapacitetsutnyttjandet och inflationstakten.

Ett annat sätt att beskriva den meny av penningpolitiska verktyg åtgärder som numera används är att de har med båda sidor av Riksbankens balansräkning att göra. När styrräntan ändras innebär det förändringar för en del av Riksbankens skulder.⁸ Och när Riksbankens köper olika slags tillgångar innebär det att tillgångssidan ändras. Dagens penningpolitik arbetar med andra ord med hela balansräkningen.

Krisberedskap – en del av penningpolitiken

En annan förändring är att centralbankerna har påmint om vikten av att inte bara kunna stabilisera normala konjunkturförlopp, utan även ha beredskap för att agera snabbt och brett för att dämpa effekterna av kriser som drabbar både den realekonomiska utvecklingen och det finansiella systemet.

Beredskap att agera snabbt, och på flera olika sätt, har numera blivit en del av den ordinarie penningpolitiken, i Sverige och i andra länder. Under finanskrisen genomförde Riksbanken inga tillgångsköp. Då breddades penningpolitiken främst

⁸ Under 2020 har Riksbanken även ändrat villkoren för andra slags skulder.

genom nya former och villkor för utlåning till bankerna. Men 2012 köpte Riksbanken statsobligationer för 10 miljarder kronor, ett i sammanhanget förhållandevis litet belopp, för att skapa en operationell beredskap ifall storskaliga tillgångsköp skulle bli nödvändiga senare. Och 2015, när inflationen varit för låg för länge och ECB inledde storskaliga köp av obligationer, kunde Riksbanken förhållandevis enkelt göra penningpolitiken mer expansiv – det vill säga hålla ned det allmänna ränteläget i Sverige – genom stora köp av statsobligationer. På motsvarande vis har vi i år beslutat om köp av företagsobligationer till ett värde av 10 miljarder kronor för att stärka den penningpolitiska beredskapen. Vi bygger på så sätt upp en operationell kapacitet, ifall ett mycket dåligt scenario inträffar och mer omfattande köp av till exempel företagsobligationer skulle behövas för att se till att kreditgivning och finansiella förhållanden inte försämras alltför mycket.

I detta sammanhang behöver jag ta upp Riksbanksutredningen. Riksbanken har tidigare i sitt remissvar ställt sig frågande till själva utgångspunkten för utredningens sätt att se på penningpolitik. Man önskar dela upp Riksbankens verktygslåda i olika delar och i detalj reglera vilket verktyg som ska användas när, var och hur.

Effekten blir att definitionen av begreppet penningpolitik snävas in, Riksbanken får mindre självständighet och handlingsfrihet och möjligheterna att anpassa penningpolitiken till ändrade förutsättningar försvåras. Sverige kommer i så fall att få en egen definition av penningpolitik som markant avviker från övriga EU men även globalt. Penningpolitik är, som jag förklarat ovan, så mycket mer än en kortfristig ränteförändring och köp av statspapper. Riksbanksutredningen präglas inte av den insikten.

Enligt mitt sätt att se låser sig utredningen alltför fast vid den enkla modell som användes i början av 2000-talet. Trots lärdomar från en global finanskris har utredningen valt att hålla fast vid en tidstypisk modell. Det är oerhört viktigt för Sverige att vi har en riksbankslag som tar höjd för att omvärlden förändras och som accepterar att penningpolitiken numera, inte bara i Sverige utan även internationellt, ser annorlunda ut jämfört med för tjugo år sedan. Och hur ser världen ut om tjugo, trettio år? Om riksbankslagen ska fungera i många decennier behöver den vara principiellt hållen och förena tydlighet vad gäller Riksbankens uppdrag med flexibilitet i hur det uppnås. Det är dags att ta nya tag och göra om.⁹

Givetvis måste en principiellt hållen reglering balanseras av en demokratisk kontroll. Här är utvärdering, transparens och insyn i verksamheten nyckelelement som säkerställer att penningpolitiken bedrivs effektivt och ändamålsenligt för det allmännas bästa.

⁹ Se även remissvar från Riksbanken, ECB och IMF, det vill säga Sveriges riksbank (2020), ECB (2020) respektive IMF (2020).

Nya krav på analysen – såväl i teorin som i praktiken

Finanskrisen innebar att nya krav ställdes på den penningpolitiska analysen. De gamla modellerna har vidareutvecklats under de senaste tio åren, och kompletterande synsätt har fått en mer framskjuten roll i interna diskussioner inom centralbankerna.¹⁰

Ett sätt att beskriva vad den nya analysen inneburit är att den är mer disaggregerad. Om fokus innan finanskrisen var på en enskild styrränta som så att säga skulle dra hela det penningpolitiska lasset är analysen nu mer detaljerad. Dels fäster den mer vikt vid hur styrränteförändringar fortplantar sig genom det finansiella systemet, via olika marknader till andra räntor, hela vägen till de räntor som företag och hushåll möter. Dels handlar analysen om att beskriva hur andra åtgärder än förändringar i styrräntan, till exempel olika former av tillgångsköp, påverkar de finansiella förhållandena, den ekonomiska aktiviteten och inflationen. För att återknytta till en del av resonemangen ovan kan man säga att den nya analysen tar som utgångspunkt att de finansiella marknaderna inte är så 'friktionsfria' som de tidigare modellerna antog.¹¹

Nya och gamla verktyg kan kombineras beroende på läget

Det allmänna ränteläget i världen har sjunkit under de senaste decennierna, styrräntorna har sjunkit till noll eller däromkring, och ny-gamla verktyg som tillgångsköp har behövt användas för att ge penningpolitisk stimulans. Men även störningar i transmissionsmekanismen har motiverat nya penningpolitiska verktyg. Företag finansierar sig i ökande utsträckning direkt på marknaden, och inte bara via lån hos banker. Detta är skälet till att centralbankerna gått in och köpt företagsobligationer för att på så sätt stödja kreditgivningen i ekonomin och upprätthålla en fungerande transmissionsmekanism.

Styrräntan kommer sannolikt åter att vara i fokus när tiderna och de finansiella förhållandena normaliserats. Nivån på styrräntan anger en sorts bottenplatta för kortfristiga riskfria räntor och även övriga räntor i ekonomin. Men hur styrränteförändringar fortplantar sig till räntor med längre löptid, icke riskfria räntor och till de räntor som företag och hushåll möter kan se olika ut beroende på läget i ekonomin, förhållandena på de finansiella marknaderna och finanssektorns struktur. Därför kommer även fortsättningsvis andra verktyg än styrräntan att behövas, för att se till att andra räntor och kreditgivningen utvecklas på ett sådant sätt att ekonomins kapacitetsutnyttjande hålls uppe och inflationsmålet uppfylls.

Hur mycket kan styrräntan sänkas?

I dagsläget ligger Riksbankens styrränta på noll procent, och enligt den penningpolitiska rapporten från november 2020 är direktionens bästa bedömning att den ligger kvar där under hela prognosperioden, det vill säga till slutet av 2023. Samtidigt

¹⁰ Se CGFS (2019) för en sammanfattning och diskussion, och Hansson m.fl. (2018) för implikationer för den penningpolitiska analysen.

¹¹ Efter finanskrisen utvecklades som sagt nya modeller som innehöll en roll för tillgångsköp, se till exempel Gertler och Karadi (2015).

har vi betonat att om omständigheterna så skulle motivera kan styrräntan sänkas till under noll.

Vi har gjort det förut – alltså sänkt styrräntan lite grann under nollan. Under tiden februari 2015 till december 2019 var räntan i spannet $-0,1$ till $-0,5$ procent. Erfarenheterna av den perioden var i huvudsak goda, då den låga räntan bidrog till att inflationen åter steg till målet, utan att det blev några stora negativa sidoeffekter.

Att sänka ”mycket” är dock en annan sak. Det finns en internationell debatt om vikten av att kunna sänka mycket, ner till säg -5 procent eller mer.¹² Skulle det gå i Sverige? Rent tekniskt är det nog möjligt. Men om en sådan åtgärd på allvar ska övervägas – kanske i ett läge där pandemin får mycket större negativa effekter på tillväxt och arbetslöshet – behöver man noga fundera igenom en rad frågeställningar, där inte alla är strikt ekonomiska.

Bland de ekonomiska frågorna finns effekter av negativa räntor på bankernas sätt att fungera och på deras lönsamhet, något som kanske varit viktigare i andra länder än i Sverige. Tanken är att det finns en gräns bortom vilken räntesänkningar de facto blir kontraproduktiva i och med att kreditgivningen hämmas.¹³ En annan ekonomisk fråga är det välkända resonemanget att det finns en punkt då allmänheten bestämmer sig för att ta ut alla sina besparingar och konvertera dem till kontanter eller gå över till att använda någon annan valuta för att på så sätt undvika en negativ ränta.

En fråga om allmänhetens förtroende

Denna klassiska invändning mot negativa räntor kan behöva kompletteras med andra, mindre makroekonomiska, resonemang som handlar om allmänhetens förtroende för centralbanken och landets valuta.

Centralbanken är en viktig institution i de allra flesta länder, och uppdraget innebär att den har ansvar för förtroendet för betalningsmedlet, den egna valutan. Detta kan uttryckas som att centralbanken har ansvar för prisstabiliteten, men det handlar lika mycket om att det ska finnas ett välfungerande betalningssystem i landet. Det finns som sagt en internationell debatt om vikten av att kunna sänka styrräntorna till långt under noll, och man diskuterar hur detta skulle kunna omsättas i praktiken med olika tekniska lösningar. Något som möjligen saknas i diskussionen är hur allmänhetens förtroende för den egna valutan/betalningsmedlet skulle påverkas. Om en enhet sparad valuta plötsligt ger mindre än en enhet valuta tillbaka, vad händer med allmänhetens vilja att hålla valutan? Negativa realräntor är förvisso inget nytt, och det fenomenet har inte varit förenat med oönskade effekter på beteenden. Negativa nominella räntor ska därför, enligt ekonomisk teori, inte vara annorlunda eftersom denna oftast antar att det är reala räntor som spelar roll för våra beslut att konsumera eller investera. Men detta antagande är inte oomtvistat, och det finns gott om exempel som tyder på att människor ofta tänker i nominella termer. I sådana fall: Är det självklart att allmänheten

¹² Se till exempel Rogoff (2020).

¹³ Se till exempel Brunnermeier och Koby (2018).

tycker att de ekonomiska fördelarna med att sänka räntan till långt under noll motiverar att gamla spelregler vad gäller till exempel sparande – att man åtminstone får tillbaka det man sparade – sätts ur spel?

I en liten öppen ekonomi kan det vara ännu mer komplicerat, för det finns alternativa betalningsmedel. Man kan säga att den lokala valutan är konkurrensutsatt. Så om centralbanken i en liten öppen ekonomi skulle sänka ränteläget kraftigt under noll finns inte bara en risk för stora kapitalutflöden (den traditionella makroekonomiska analysen), utan risk för att allmänheten börjar använda andra valutor för sitt sparande och sina transaktioner.

Den här sortens resonemang kan kännas som väldigt avlägsna för oss i Sverige. Vi förknippar den sortens förlopp med illa fungerande länder långt bort. Men jag menar att vi behöver ta hänsyn även till allmänhetens förtroende för valutan, betalningar och för centralbanken när förslaget om kraftigt negativa räntor diskuteras. Fördelar behöver vägas mot nackdelar. Och alternativa åtgärder behöver också övervägas, till exempel finanspolitik. Den här diskussionen blir än mer relevant när nya digitala valutor, till exempel Facebookvalutan Libra, väntar runt hörnet.

Nya tider ställer nya krav på Riksbankens balansräkning

Krav på att kunna absorbera risker...

De tillgångsköp som numera är en del av den ordinarie penningpolitiska verktygslådan innebär att olika slags risk förs över från samhället i övrigt till centralbankens balansräkning.¹⁴ Därför har riskerna på Riksbankens balansräkning ökat. Men den riskbuffert som Riksbanken har i form av eget kapital och värderingskon-ton har inte vuxit i samma takt. Detta innebär att vi behöver sätta in åtgärder som säkerställer att Riksbanken har tillräcklig buffert för de risker som finns på balansräkningen.

God redovisningssed innebär att Riksbanken kan göra avsättningar för de risker för förluster som finns på balansräkningen. Riksbanken har tidigare haft en förhållandevis liten balansräkning, förknippad med små finansiella risker, och har därför inte haft ett behov av att göra avsättningar för att komplettera den befintliga förlustabsorberande bufferten. Riskerna har dock ökat de senaste åren i takt med att nya tillgångar har köpts och balansräkningen vuxit.

Från och med i år börjar direktionen därför att göra avsättningar för att stärka vår buffert, så att den kan användas om Riksbanken skulle göra förluster. Avsättningarna blir alltså ett komplement till det befintliga egna kapitalet och till värderingskontona.

¹⁴ Att risk förs över från det allmänna till centralbankens balansräkning är till och med en av de kanaler genom vilken tillgångsköp kan ha effekt på ekonomin. Se CGFS (2019).

Rent praktiskt går det till så att vi avsätter delar av eller hela årets resultat, vilket innebär att det utdelningsgrundande resultatet blir lägre än vad som annars varit fallet. Alltså påverkas utdelningen till staten. Den utdelningsmodell som riksbanksfullmäktige använder sprider dock ut den här effekten över fem år, och på grund av förra årets höga vinst blir utdelningen i år jämförelsevis hög även om vi gör en stor riskavsättning.

...och krav på vår valutareserv

Riksbanken har, liksom de flesta centralbanker, en valutareserv. Idag uppgår den till nästan 400 miljarder kronor. Närmare hälften av valutareserven, 181 miljarder kronor, är finansierad genom lån av utländsk valuta på den internationella kapitalmarknaden via Riksgälden. Denna valutaupplåning tillkom då Riksbanken vid ett par tillfällen snabbt behövde förstärka valutareserven. Detta skedde första gången 2009 under finanskrisen och sedan beslutade Riksbanken att göra det en gång till under 2012. Hur stor valutareserven behöver vara bygger i grunden på en bedömning av hur mycket utländsk valuta vi behöver hålla för att kunna uppfylla våra åtaganden. Riksbanken ser regelbundet över denna bedömning.

Det är ovanligt att centralbanker finansierar valutareserven genom upplåning av utländsk valuta och det är också ovanligt att centralbanker lånar av landets skuldkontor, i Sverige Riksgälden. De flesta centralbanker i små avancerade ekonomier har i stället en helt egenfinansierad valutareserv i storleken 10–12 procent av BNP. Vår upplåning av utländsk valuta har från tid till annan kritiserats i och med att den höjer det officiella måttet för statsskulden och även det mått som kallas för Maastrichtskulden som ofta används i internationella jämförelser. Upplåningen leder alltså till en sammanblandning mellan Riksbankens valutareserv och de offentliga finanserna.

En stor upplåning av valutareserven innebär också en nackdel utifrån ett beredskapsperspektiv. Eftersom en valutareserv finansierad med lån medför refinansieringsrisker kan en egenfinansierad valutareserv stärka Riksbankens möjligheter att agera i en finansiell kris.

Mot denna bakgrund är det rimligt att se över vilka alternativ det finns att finansiera valutareserven på. En möjlighet är att ersätta valutalånen via Riksgälden med egenfinansiering genom att Riksbanken köper utländsk valuta och betalar med svenska kronor. Men det behöver i så fall göras på ett sätt som minimerar effekten på kronans växelkurs.

Vi rustar oss för framtiden

Låt mig nu sammanfatta. Penningpolitiken handlar numera inte bara om förändringar av styrräntan utan även om förändringar i Riksbankens innehav av olika finansiella tillgångar och sammansättningen av de skulder Riksbanken har. Detta är något som karakteriserar penningpolitiken i många länder och orsakerna finns främst i vår omvärld och mindre i specifikt svenska förhållanden. Min bedömning är att grundorsakerna har att göra med strukturella och långsiktiga förändringar i

det finansiella systemet världen över. Det har alltså inte bara med tillfälliga kriser att göra. Därmed bedömer jag också att förändringar i centralbankens innehav av olika tillgångar kommer att vara en viktig del av penningpolitiken för en lång tid framöver, även om styrräntan förblir ett viktigt instrument.

En lärdom av de senaste decennierna är att centralbanker behöver beakta hur finanssektorn omformas över tid och ha god beredskap att agera snabbt och brett i tider av kris. Med den bredare uppsättning av penningpolitiska verktyg som tagits fram det senaste decenniet – och som i mångt och mycket liknar hur man bedrev penningpolitik förr i tiden – är Riksbanken bättre rustad att uppfylla sina uppdrag. Med Riksbankens långa historia är det i sig inget nytt – man får laga efter läge!

Referenser

Adrian, Tobias (2020), "'Low for Long' and Risk-Taking", IMF Monetary and Capital Markets Department, departmental paper series nr 20/15, november.

Andersson, Björn, Magnus Jonsson och Henrik Lundvall (2020), "Den nya makroekonomiska miljön efter den globala finanskrisen", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, Sveriges riksbank.

Bailey, Andrew, Jonathan Bridges, Richard Harrison, Josh Jones och Aakas Mankodi (2020), "The central bank balance sheet as a policy tool: past, present and future", paper prepared for the Jackson Hole Economic Policy Symposium, augusti, Bank of England.

Bernanke, Ben (2020), "The New Tools of Monetary Policy", American Economic Association Presidential Address, 4 januari.

Brunnermeier, Markus och Yann Koby (2018), "The reversal interest rate", NBER working papers nr 25406, National Bureau of Economic Research, Cambridge MA.

CGFS (2019), "Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis", rapport från arbetsgrupp, Committee on the Global Financial System, BIS, oktober.

ECB (2020), "Europeiska centralbankens yttrande av den 20 april 2020 om en reform av Sveriges riksbank (CON/2020/13)".

Gertler, Mark och Peter Karadi (2013), "QE1 vs. 2 vs. 3...: A framework for analyzing large-scale asset-purchases as monetary policy toll", *International Journal of Central Banking*, januari.

Hansson, Jesper, Marianne Nessén och Anders Vredin (2018), "Stormen efter lugnet – lärdomar för den penningpolitiska analysen", *Penning- och valutapolitik* nr 4, Sveriges riksbank.

IMF (2020), "Technical assistance report - Proposed amendments to the Riksbank Act", IMF Country Report nr 20/239, augusti.

Ingves, Stefan (2019), "Långsiktiga trender – viktiga pusselbitar i den penningpolitiska analysen", anförande vid Nationalekonomiska föreningen, 7 maj.

Ingves, Stefan (2020), "Den penningpolitiska verktygslådan", anförande vid Nationalekonomiska föreningen, 10 juni.

Lundvall, Henrik (2020), "Vad driver den globala trenden mot lägre realräntor?", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, Sveriges riksbank.

Rajan, Raghuram (2005), "Has financial development made the world riskier?", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium at Jackson Hole.

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

Sveriges riksbank (2020), "Remissvar, SOU 2019:46".