



# ANFÖRANDE

DATUM: 2022-03-21  
TALARE: Stefan Ingves  
PLATS: Norges Bank  
HANTERINGSKLASS: B E G R Ä N S A D

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

## Penningpolitiska erfarenheter i Norge och Sverige – en resa under 10 år

Stort tack för inbjudan att tala vid den här konferensen till Øystein Olsens ära! Temat för sessionen är ”mot en mer flexibel inflationsmålsstyrning”. Jag tänker ge min personliga bild av hur vi har tänkt kring penningpolitik i Norge och Sverige under de 10 år som Øystein lett Norges bank och jag har haft motsvarande uppdrag i Sverige. Det blir en bild målad med ganska breda penseldrag.

Norges och Sveriges ekonomier har stora likheter men också betydande skillnader. Det gäller även centralbankens och penningpolitikens institutionella förutsättningar.

- En likhet att vi är små utrikeshandelsberoende ekonomier. Men medan Sverige i första hand exporterar olika produkter med en viss tyngdpunkt på industri- och insatsvaror, är ju som bekant oljan helt dominerande för Norges del.
- En följd av detta är att Norges bank har till uppdrag att förvalta intäkterna från oljan i en fond som placeras utlandet, ”oljefonden”.<sup>1</sup>
- Ytterligare en skillnad är att Norges bank lyder under regeringen, medan Riksbanken lyder under riksdagen.
- Sverige är med i EU, medan Norge är endast deltar i EES-avtalet. På så vis uppstår fler frihetsgrader i förhållande till Maastricht-fördraget i Norge när det gäller kravet på oberoendet inom penningpolitiken.

Sammantaget är penningpolitiken alltså på papperet mindre självständig i Norge än i Sverige, men enligt min mening är skillnaderna i praktiken små.<sup>2</sup> Jag skulle

---

<sup>1</sup> Det formella namnet på fonden är *Statens pensjonsfond utland*.

<sup>2</sup> Vredin (2017) nämner i sin artikel att Norges regerings rätt att ge instruktioner till Norges bank bara hade utnyttjats två gånger sedan 1985: dels 2001 då inflationsmålet infördes, dels 2013 då Norges bank fick uppgiften att ge råd om den kontracykliska kapitalbufferten. I artikeln ges också en mer detaljerad genomgång av skillnader och likheter mellan Norges och Sveriges ekonomier i ett längre tidsperspektiv. I Haugland m.fl. (2021), s. 35-46, ges en översikt av viktiga episoder under 20 år med inflationsmål Norge.

vilja hävda att den kanske mest betydande skillnaden när det gäller förutsättningarna för penningpolitiken i våra länder är den internationella oljemarknadens betydelse för den norska ekonomin.

Norges bank och Riksbanken har haft många gemensamma penningpolitiska utmaningar att hantera, men gjort det på något olika sätt.

Jag ska idag fokusera **på två frågor** som vi har funderat mycket på de senaste 10 åren och som har stor inverkan på graden av flexibilitet i inflationsmålspolitiken:

- hur man bedriver penningpolitik i en ekonomi med **stort beroende av omvärlden**, specifikt betydelsen av **växelkursrörelser** och **globalt sjunkande räntor**
- hur man hanterar framväxande **finansiella obalanser**, specifikt **stigande bostadspriser** och **växande skulder bland hushållen**

## Penningpolitiska utmaningar i små öppna ekonomier – likheter men också skillnader

För att få en överblick av penningpolitiken i Norge och Sverige de senaste åren är en naturlig startpunkt styrräntan och inflationsutvecklingen (se diagram 1 och 2). Vi ser att såväl inflationen som styrräntan överlag har varit högre i Norge än i Sverige, samtidigt som rörelseriktningen ofta, men inte alltid, har sammanfallit.

### Växelkursens betydelse – ”liten valuta” och ”råvaruvaluta”

I en liten öppen ekonomi är växelkursen en viktig bestämningsfaktor för inflationen. En likhet mellan våra ekonomier är att våra valutor tenderar att försvagas i tider av ekonomisk oro – en ”småvaluteffekt” (se diagram 3).<sup>3</sup> I Norge spelar oljeprisutvecklingen av förklarliga skäl en stor roll, inte minst för växelkursutvecklingen. Den norska kronan är en ”råvaruvaluta”, där uppgångar i oljepriset tenderar att förstärka valutans och tvärtom. Skillnaden i förhållande till den svenska kronan kan vi se tydligare i diagram 4, som visar just oljepriset och den norska kronans kurs mot den svenska. De här likheterna och skillnaderna illustreras tydligt av ett par episoder under de senaste 10 åren.

En sådan episod inleddes hösten 2014, då oljepriset föll kraftigt. Vi såg en ”råvarueffekt” i Norge, i form av en *försvagad* norsk krona, som inte syntes i Sverige (se diagram 4). Det bidrog till att hålla uppe den norska inflationen. I Sverige hade vi vid den tidpunkten att hantera efterdyningarna av eurokrisen och inte minst ECB:s penningpolitik, som fick en dämpande effekt på inflationen via en *starkare* svensk krona. Även om ränteläget i omvärlden också påverkade förutsättningarna i Norge dominerades den penningpolitiska agendan av de negativa effekterna på konjunkturen som det sjunkande oljepriset förde med sig.<sup>4</sup> Trots att bakgrunderna skilde sig åt blev det penningpolitiska resultatet i slutändan ganska likartat: I både Norge och Sverige sänktes styrräntan successivt, men till olika nivåer (se diagram 1).

<sup>3</sup> I diagrammet visas växelkurserna mot euron, men de handelsviktade växelkurserna, I-44 för Norge och KIX för Sverige, har utvecklats på ett liknande sätt under den här perioden.

<sup>4</sup> Se exempelvis Haugland m.fl. (2021), s. 43 och Norges Bank (2016, s. 6).

Under coronakrisens utbrott våren 2020 visade sig åter likheterna och – framförallt – skillnaderna mellan Norges och Sveriges valutarörelser. Vi fick se en ganska måttlig försvagning av den svenska kronan – ”småvaluteeffekten” var alltså begränsad (se diagram 3). Men försvagningen av den norska kronan blev desto större. ”Råvarueffekten” blev enorm till följd av det kraftiga fallet i oljepriset i början (se diagram 4). Det motiverade även en intervenering på valutamarknaden från Norges bank, bland annat eftersom marknaden fungerade dåligt.<sup>5</sup>

Ett vanligt argument för att en liten öppen ekonomi ska tillämpa en flytande växelkurs är att valutarörelserna kan fungera som stötdämpare vid ekonomiska nedgångar. En slutsats jag drar av de här erfarenheterna är att den norska kronan fyller den här funktionen i ännu högre grad än den svenska, genom rollen som både ”liten valuta” och ”råvaruvaluta”.

## En värld med låga räntor – en penningpolitisk begränsning, men i olika grad

I centralbanksvärlden har vi under lång tid fått att hantera en värld med sjunkande globala räntor. Det sätter begränsningar för penningpolitiken, eftersom den neutrala styrräntan, som varken stimulerar eller bromsar ekonomin, blir lägre (se diagram 5). Men även i det här sammanhanget finns inte bara likheter utan också skillnader mellan Norge och Sverige.

Som Øystein själv diskuterade i ett tal nyligen har penningpolitiken inte varit riktigt lika begränsad i Norge som i andra länder, däribland Sverige.<sup>6</sup> Det illustreras ganska tydligt av utvecklingen under de senaste åren. Vi sänkte räntan till negativa nivåer redan 2015 (se diagram 1). Parallellt inledde vi också köp av statsobligationer. Under coronakrisen har vi också köpt andra typer av värdepapper. I Norge nådde styrräntan istället sin hittills lägsta nivå på noll procent först i maj 2020 och har börjat höjas igen nyligen.

Som jag nämnde tidigare har både inflationen och styrräntan *överlag* varit på en högre nivå i Norge än i Sverige de senaste 10 åren (se diagram 1 och 2). Hur kan vi förstå det? En viktig förklaring bedömer jag är bidraget från oljeintäkterna som gradvis fasats in i den norska ekonomin och utgjort en sorts strukturellt finanspolitiskt stöd till realekonomin och inflationen.<sup>7</sup>

Vi har trots de här skillnaderna dragit en gemensam slutsats när det gäller stabiliseringspolitiken: Finanspolitiken kommer att spela en viktig roll i konjunkturedgångar framöver. Det har den också redan gjort under coronakrisen, vilket förstärktes av krisens asymmetriska karaktär: Vissa sektorer har drabbats särskilt hårt och krävt riktade insatser inom finanspolitiken.<sup>8</sup> En ytterligare gemensam erfarenhet är att finanspolitiken har kompletterat penningpolitiken väl i både Norge

---

<sup>5</sup> Se Alstadheim m.fl. (2021) för en grundlig genomgång av händelseutvecklingen på den norska valutamarknaden under coronakrisen.

<sup>6</sup> Se Olsen (2021).

<sup>7</sup> En anledning till att inflationsmålet sattes till 2,5 procent mellan 2001 och 2018 var just att oljeintäkterna fasades in i den norska ekonomin. Efter 2018 bedömdes det elementet inte vara lika starkt, och målet sänktes till 2 procent; se Haugland m.fl. (2021), s. 44.

<sup>8</sup> Se Olsen (2021) och Sveriges riksbank (2021a), s. 18.

och Sverige under krisen. Och det underlättades av att de starka statsfinanserna i båda våra länder skapade ett betydande handlingsutrymme inom finanspolitiken.

## Finansiella obalanser – liknande utmaningar men olika lösningar

En fråga som hänger ihop med det globala ränteläget är utvecklingen på bostadsmarknaden. Till skillnad från många andra länder föll inte bostadspriserna särskilt mycket i Norge och Sverige efter den globala finanskrisen 2008, och de har fortsatt att öka trendmässigt de senaste 10 åren (se diagram 6). De sjunkande globala räntorna har gjort att den neutrala räntan i Sverige och Norge också har sjunkit. Och det är i sin tur en starkt bidragande orsak till bostadsprisernas utveckling, eftersom bostadsköp till stor del finansieras med lån, och räntenivån påverkar hushållens utgifter för lånen. På så vis har hushållen kunnat öka sina bolåneskulder kraftigt i våra länder.

Tvärtemot vad många befarade har bostadspriserna även stigit kraftigt sedan våren 2020 i många länder, däribland Norge och Sverige, trots den djupa ekonomiska nedgången (se diagram 6). Men coronakrisens specifika effekter, till exempel att hushållen har förändrat sitt konsumtionsmönster och spenderat mer tid i hemmen, är enligt min mening viktigare drivkrafter denna gång än utvecklingen av bostadsräntorna.<sup>9</sup>

Sammantaget är finansiella obalanser i form av stigande bostadspriser och hushållsskulder ett växande problem, eftersom hushållen blir mer sårbara ju högre skuldsatta de är. Men vi har valt att hantera det här problemet på lite olika sätt i Norge och Sverige.

## Norge – penningpolitisk hänsyn till obalanser och utökad verktygslåda

Finansiell stabilitet har fått en framskjuten roll i den norska penningpolitiken och på Norges bank i vidare mening.

En gemensam rapport om penningpolitik och finansiell stabilitet har publicerats ända sedan 2013. Hänsyn till finansiella obalanser har tydligt kommunicerats i penningpolitiken och är också förankrad i den nya centralbankslagen i Norge som trädde i kraft den 1 januari 2020. Det är signifikativt att man som ett resultat av den också har skapat en kommitté för penningpolitik och finansiell stabilitet.

Dessutom har Norges bank tillgång till ytterligare verktyg inom makrotillsynen: 2013 tilldelades man en rådgivande roll för finansdepartementets beslut om den kontracykliska kapitalbufferten som nyligen utökades till en beslutande funktion plus en rådgivande roll för systemriskbufferten.<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> Se Sveriges riksbank (2021b) och Olsen (2021).

<sup>10</sup> Se Norges Bank (2021).

## Sverige – få förändringar

I Sverige har vi, trots en liknande problembild, valt en annan lösning.

Riksbanken tog under en period, ungefär från 2011 till 2014, i viss mån hänsyn till finansiella obalanser i räntebesluten. Men vi bedömde inte att det fungerade när inflationsmålets trovärdighet hotades, i och med att inflationen blev allt lägre (se diagram 2). Den här episoden beskrev jag utförligt i ett tal för ett par år sedan.<sup>11</sup> I viss mån har frågan varit enklare att hantera i Norge, då inflationen inte varit lika låg (se diagram 2).

Riksbankens mandat beträffande finansiell stabilitet blev oförändrat vid översynen 2013, och vi fick inga ytterligare verktyg för att hantera finansiella obalanser. Finansinspektionen fick huvudansvaret för alla makrotillsynsverktyg i Sverige. Och redan i direktivet till utredningen om den nya riksbankslagen framgick att en förutsättning var att mandatet för makrotillsynen ska vara oförändrat. Föga förvånande är det också vad som slås fast i den lag som ska träda i kraft i januari 2023.

Det är ingen hemlighet att jag tycker att den norska lösningen är att föredra, eftersom centralbanker har mycket att tillföra inom både makrotillsynsanalysen och analysen av finansiell stabilitet i allmänhet.

Med det sagt: Trots de olika politiska lösningarna i våra länder har vi haft mycket stor behållning av diskussioner och utbyte av idéer kring makrotillsyn och finansiell stabilitet. Ett exempel på det är det nordisk-baltiska samarbetet kring makrotillsyn, där vi tillsammans med ytterligare ett antal länder i vår region har haft stor nytta av att dela med oss av erfarenheter, inte minst eftersom de finansiella systemen i våra länder är starkt sammanlänkade. Ytterligare ett exempel är våra årliga konferenser med nordiska centralbankschefer, där inte minst utvecklingen på de norska och svenska bostadsmarknaderna varit ett återkommande tema.

## Ett nedslag i min personliga minnesbank

Jag närmar mig nu slutet på mitt tal. Och då vill jag passa på att runda av med ett nedslag i min personliga minnesbank.

Jag har haft förmånen att möta Øystein vid många tillfällen genom åren. Men jag vill här idag passa på att dela med mig av ett särskilt sådant, eftersom det visar att Øystein kan hantera de svåraste utmaningar. Platsen var Oslo, tidpunkten 2015, och det rörde sig om en av de årliga konferenserna med nordiska centralbankschefer, där även ett antal medarbetare deltog.

Det hela inleddes med en flott bjudning på en härligt lugn båttur i Oslos hamnkvarter. Men alltför lätt skulle vi inte komma undan, uppenbarligen. Som nästa punkt på programmet stod nämligen en RIB-båtutflykt.

---

<sup>11</sup> Se Ingves (2019).

Det hände någonting med en av delegaterna – jag tycker att det fångas väl av texten i en av historiens mest klassiska poplåtar: "feeling kind of seasick"... "face, at first just ghostly, turned a whiter shade of pale".<sup>12</sup>

Jag har sällan sett Øystein så sammanbiten. Men det hela löste sig till det bästa. Väl på land piggnade delegaten till fortare än kvickt.

Det hela blev en mycket minnesvärd vistelse i Oslos skärgård, på den fantastiska anläggningen i Vindåsen, präglad av Norges banks och Øysteins stora gästfrihet.

Det återstår för mig att önska dig lycka till på dina fortsatta äventyr efter din tid som chef på Norges bank.

Kanske finns det nu tid till en och annan båttur, i lugna vatten.

Stort tack!

---

<sup>12</sup> Det rör sig om det brittiska bandet Procol Harums debutsingel "A Whiter Shade of Pale" från 1967. Text: Keith Reid. Musik: Gary Brooker och Matthew Fisher.

## Referenser

Alstadheim, R., Bjørn, K., Nordal, O.B., Syrstad, S., Ter Ellen, M.-I. och W. Wassås (2021), "Bond market fire sales and turbulence in the Norwegian FX market in March 2020", Staff Memo no. 2, Norges Bank.

Haugland, K., Grytten, O.H. och T. Sveen (2021), Norges Bank Watch 2021, Centre for Monetary Economics, BI Norwegian Business School.

Ingves, S. (2019), "Svenska penningpolitiska erfarenheter efter den globala finanskrisen: Vilka lärdomar finns för andra länder?", tal vid Money Macro and Finance Research Group i London, publicerat den 15 oktober.

Norges Bank (2016), Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet 1/16.

Norges Bank (2021), "Nye oppgaver til Norges Bank", pressmeddelande den 3 september, tillgängligt på [Nye oppgaver til Norges Bank \(norges-bank.no\)](https://norges-bank.no).

Olsen, Ø. (2021), "Pengepolitisk strategi – fra mandat til beslutninger", tal vid Handelshögskolan BI, publicerat den 20 oktober.

Vredin, A. (2017), "Norwegian monetary policy seen from abroad", Penning- och valutapolitik nr 2, Sveriges riksbank.

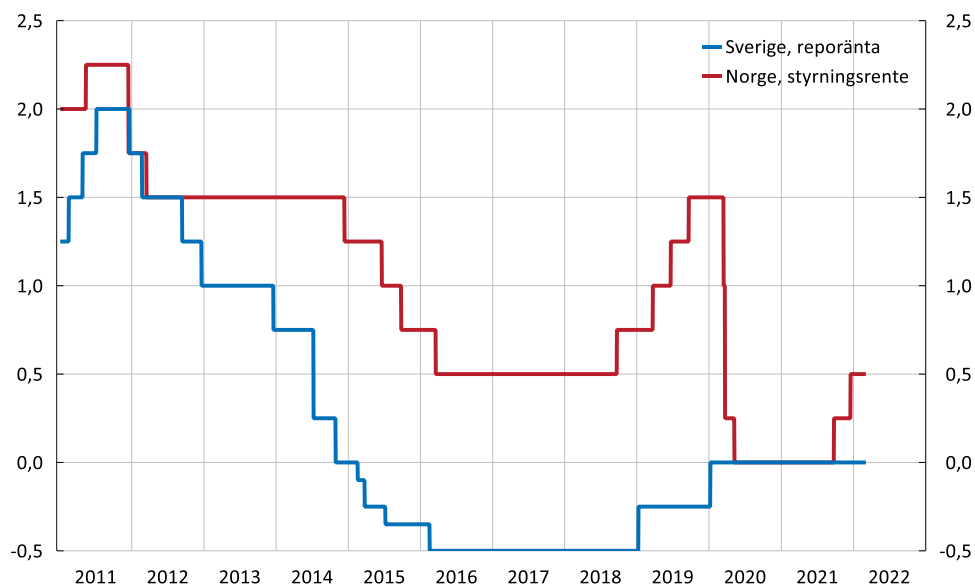
Sveriges riksbank (2021a), Penningpolitisk rapport, november.

Sveriges riksbank (2021b), "Snabbt stigande bostadspriser trots coronakris", fördjupning i Penningpolitisk rapport, april.

## Diagram

**Diagram 1. Styrräntans utveckling i Norge och Sverige**

Procent

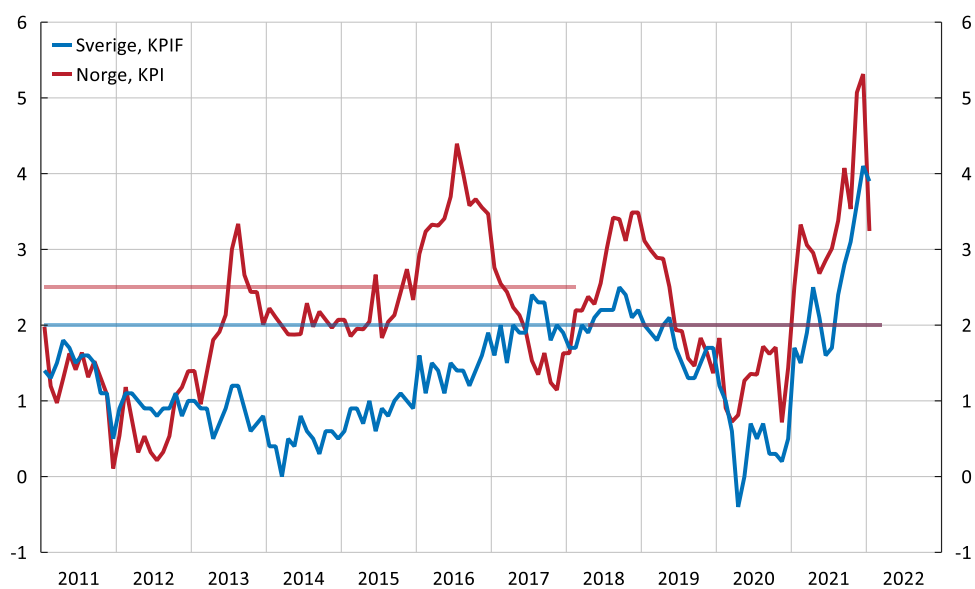


Anm. Klicka här för att ange anmärkning.

Källor: Norges Bank och Riksbanken.

**Diagram 2. Inflationsutvecklingen i Norge och Sverige**

Procent



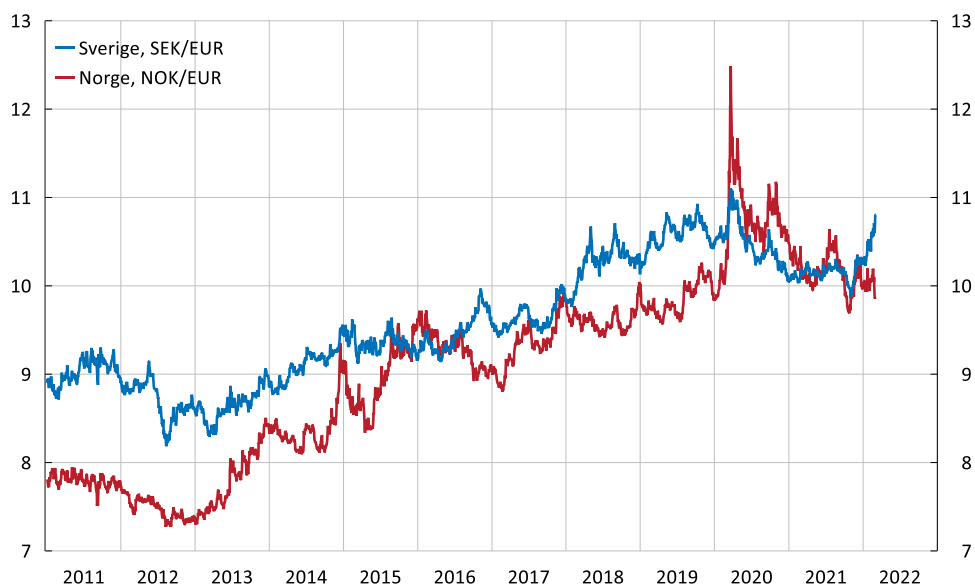
Anm. Heldragen linje avser centralbankernas inflationsmål. I mars 2018 sänktes inflationsmålet i Norge från 2,5 till 2 procent.

Källor: Norges Bank, SCB, SSB och Riksbanken.



### Diagram 3. Växelkursutvecklingen i Norge och Sverige

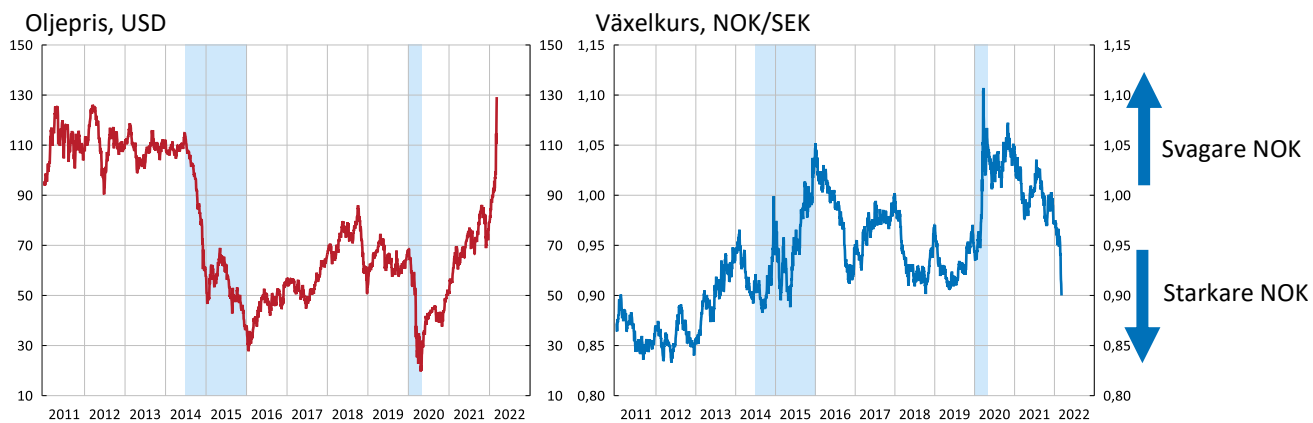
Krona per euro



Anm. Klicka här för att ange anmärkning.

Källor: Macrobond.

### Diagram 4. Oljeprisutvecklingen och växelkursen NOK/SEK.

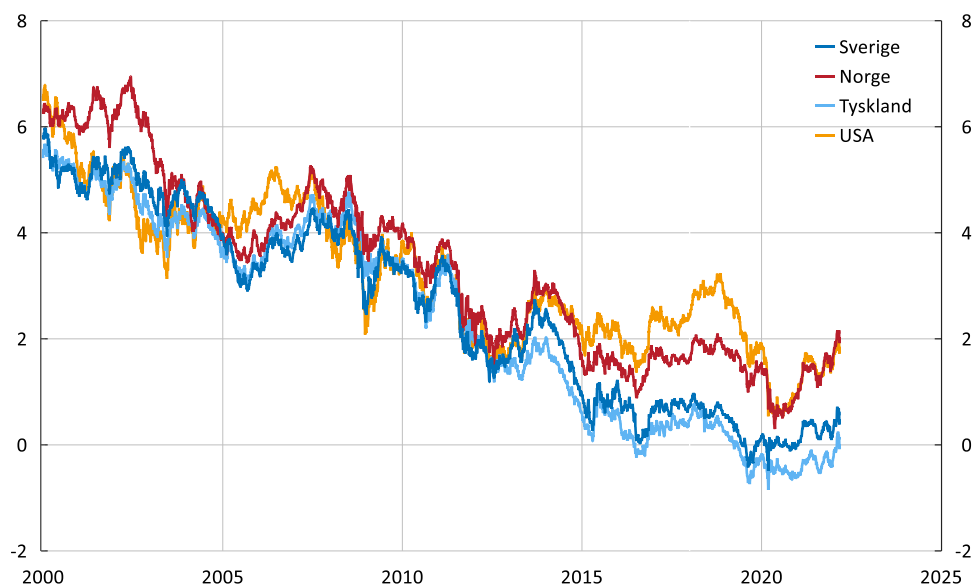


Anm. Ett lägre värde på växelkursen betyder att den norska kronan stärks mot den svenska.

Källor: ICE och Norges Bank.

### Diagram 5. Statsobligationsräntor

Procent

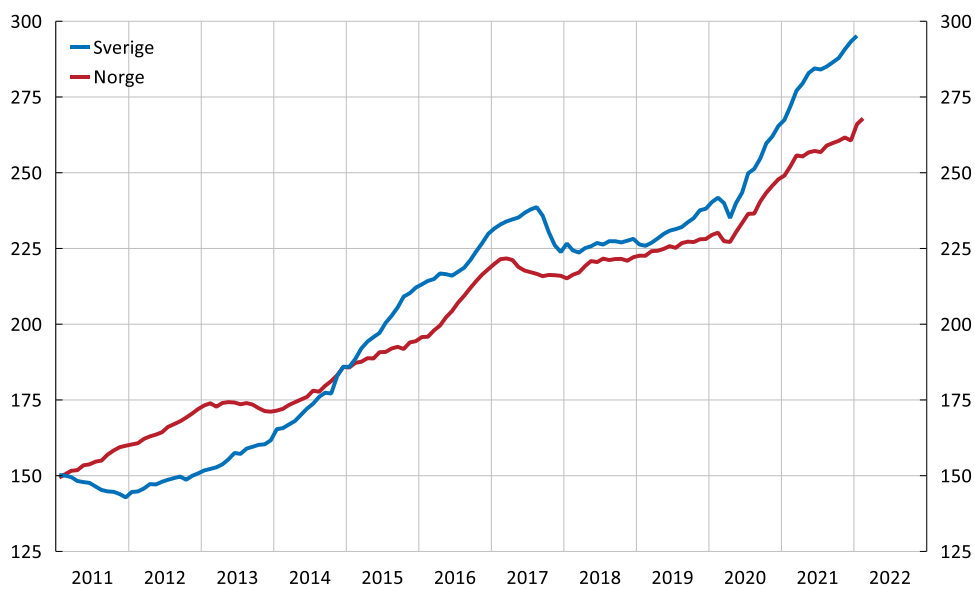


Anm. Avser nominella statsobligationsräntor med 10 års löptid.

Källor: Nationella centralbanker, Norges Bank och Riksbanken.

### Diagram 6. Bostadspriser i Norge och Sverige

Index, 2005 jan = 100



Anm. Säsongsrensade data.

Källor: Eiendom Norge och Valueguard.