

Utmaningar för Riksbanken – penningpolitik och finansiell stabilitet

I denna artikel diskuterar jag de utmaningar som Riksbanken ställs inför beträffande att föra en penningpolitik i enlighet med sitt mandat samt att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende och därmed bedriva makrotillsyn. Slutsatserna är att penningpolitikens mandat enligt riksbankslagen och dess förarbeten är prisstabilitet och högsta hållbara sysselsättning, att penningpolitiken därför bör inriktas på att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå, att huspriser och bolånetillväxt inte bör vara mål för penningpolitiken, att den genomsnittliga inflationen under längre period bör hållas på målet samt att penningpolitiken och makrotillsynen bör hållas isär och inte blandas ihop.

Två av Riksbankens tre huvuduppgifter är att föra en penningpolitik i enlighet med det mandat som preciseras i riksbankslagen och dess förarbeten samt att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Det senare innebär att Riksbanken ska föra en politik för finansiell stabilitet, det som också kallas makrotillsyn. Riksbankens utmaningar inom den tredje huvuduppgiften, att förvalta sina finansiella tillgångar på ett sätt som ger en god riskjusterad avkastning men inte inverkar negativt på de två första huvuduppgifterna, avser jag att behandla i en kommande artikel.

1. Penningpolitiken bör fokusera på att stabilisera inflationen och arbetslösheten

När det gäller penningpolitiken är en av utmaningarna för Riksbanken att klargöra vad mandatet för penningpolitiken är och se till att denna politik är tydlig, konsekvent och klart inriktad på att uppfylla mandatet. En flexibel inflationsmålpolitik i Sverige bör syfta till att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå. Detta mandat för penningpolitiken följer enligt min mening av riksbankslagen och Regeringens proposition (1997/98:40) som innehöll förslaget till riksbankslagen, något som jag diskuterar utförligare i Svensson (2012a). Enligt riksbankslagen ska målet för penningpolitiken vara att upprätthålla ett fast penningvärde. Enligt regeringspropositionen ska Riksbanken utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hög sysselsättning. Hög sysselsättning innebär högsta *hållbara* sysselsättning. Det innebär att mandatet är att upprätthålla prisstabilitet och uppnå högsta hållbara sys-

LARS E O SVENSSON

är vice riksbankschef vid Sveriges riksbank och affilierad professor vid Institutet för internationell ekonomi, Stockholms universitet. lars.svensson@riksbank.se

Denna artikel är en bearbetad version av de två första huvudavsnitten av den Félix Neubergh-föreläsning med titeln ”Central-Banking Challenges for the Riksbank: Monetary Policy, Financial-Stability Policy, and Asset Management” som jag höll på Handelshögskolan vid Göteborgs universitet den 17 november 2011. Föreläsningen finns tillgänglig på min hemsida www.larseosvensson.net. Björn Andersson, Mikael Apel, Joanna Gerwin, Gabriela Guibourg och Staffan Viotti vid Riksbanken har bidragit till denna artikel. De synpunkter som framförs här är mina egna och delas inte nödvändigtvis av Riksbankens övriga direktionsledamöter och medarbetare.

selsättning.¹ I praktiken är det samma sak som att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå.²

Samtidigt synes det vara klart att majoriteten i direktionen under de senaste åren har fört en penningpolitik som har syftat till något annat än att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå. Som jag diskuterar utförligt i Svensson (2011) började direktionens majoritet höja styrräntan i juli 2010 trots att prognosen för inflationen mätt med prisindexet KPIF låg under målet och prognosen för arbetslösheten låg över varje rimlig långsiktigt hållbar nivå.³ Givet de prognoser som gjordes vid detta tillfälle och vid varje penningpolitiskt möte därefter hade en lägre räntebana än den majoriteten har valt under denna period lett till bättre måluppfyllelse för inflationen och arbetslösheten. Hade det i stället förts en mer expansiv penningpolitik, i linje med vad min kollega i direktionen Karolina Ekholm och jag har förespråkat, hade inflationen i dag varit högre och närmare målet, medan arbetslösheten hade varit lägre och närmare en långsiktigt hållbar nivå.

Vad kan då motivera en annan penningpolitik än den som syftar till att stabilisera inflation och arbetslösheten? Enligt mitt resonemang ska inflationen och arbetslösheten vara de enda två målvariablerna för Riksbankens penningpolitik. Styrräntan ska däremot endast utgöra ett medel, inte ytterligare en målvariabel vars nivå har ett värde i sig. Ändå tycks styrräntan ibland i den penningpolitiska diskussionen i Riksbanken i praktiken betraktas som en sådan målvariabel, vars ”normalisering” har ett värde i sig och som kan rättfärdiga en sämre måluppfyllelse för inflationen och arbetslösheten.⁴

Exempelvis sägs det ibland att låga räntor, under i övrigt lika förhållanden, leder till finansiella obalanser och hot mot den finansiella stabiliteten. Detta argument tycks handla om oro över en högre skuldsättningsgrad och ett ökat risktagande – till följd av den sk risktagandekanalen enligt vilken banker och institut i den finansiella sektorn skulle ta större risker när styrräntan är låg (Borio och Zhu 2008; Apel och Claussen 2012) – samt even-

¹ Enligt regeringspropositionen ska Riksbanken stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå inte bara hög sysselsättning utan även hållbar tillväxt. I varje penningpolitisk rapport skriver Riksbanken att den strävar efter att stabilisera inte bara sysselsättningen utan även produktionen runt en långsiktigt hållbar utvecklingsbana. Men som diskuteras i Svensson (2012a) blir det så stora felkällor och så stort godtycke i skattningen av en långsiktigt hållbar bana för produktionen att den i praktiken inte ger någon vägledning för penningpolitiken.

² Om arbetskraftsgapet, där ”gapet” avser skillnaden mellan faktisk och långsiktigt hållbar nivå, inte är så litet att det kan försummas ska man för att stabilisera sysselsättningsgapet nogt räknat stabilisera arbetslösheten runt den långsiktigt hållbara arbetslöshetsnivån minskad med arbetskraftsgapet.

³ Det finns en allmänt vedertagen princip att det på några års sikt är inflationen mätt med indexet KPIF som är relevant som operativt mått på inflationen. Skälet är att inflationen mätt med konsumentprisindex, KPI, på kort sikt påverkas direkt av Riksbankens egna ränteändringar och att penningpolitiken inte bör reagera på dessa tillfälliga effekter. KPIF-inflationen tar bort dessa effekter. På längre sikt tar effekterna dock i stort sett ut varandra.

⁴ ”Normalisering” som ett argument för en högre styrränta diskuteras också i Svensson (2011).

tuell felallokering av investeringar. Ett sådant argument innebär att det allt annat lika skulle vara bättre med mer normala räntenivåer – och att mer normala räntenivåer kanske skulle vara bättre även om de skulle leda till en för låg inflation eller en för hög arbetslöshet, eller bådadera.

Det är emellertid enligt min mening svårt att leda i bevis att låga räntor i Sverige för närvarande skulle resultera i en högre skuldsättningsgrad eller ett ökat risktagande i den finansiella sektorn. Den svenska finansiella sektorn domineras av ett oligopol bestående av fyra stora affärsbanker, och det finns ingen svårreglerad stor sektor med finansiella institut och mellanhänder utanför affärsbankerna (det som brukar kallas *a shadow-banking system of financial intermediaries and broker-dealers*). Såvitt jag vet finns det inget samband mellan dessa affärsbankers skuldsättningsgrad och styrräntan.⁵ Och även om risktagandet skulle öka med lägre styrräntor är detta inte detsamma som att risktagandet skulle bli för stort. Detta beror på vad som är ett optimalt risktagande. Efter den senaste finanskrisen är det förmodligen så att riskaversionen och den upplevda osäkerheten i ekonomin är stor och kanske tas det därför på det hela taget för få risker. Det krävs dock mer analys för att kunna fastslå detta.⁶

Argumentet att låga räntor skulle leda till felallokering av investeringar syftar nog på att bostadsinvesteringarna skulle bli för stora om räntorna var för låga. För Sveriges del finns det emellertid inget stöd för detta eftersom byggverksamheten här har varit begränsad – det har definitivt inte förekommit någon byggboom eller några överinvesteringar i bostäder som i USA, de baltiska länderna eller krisekonomierna i eurozonen.

Erfarenheter från olika kriser tyder på att det inte är låga styrräntor i sig som leder till obalanser och hot mot den finansiella stabiliteten. Det är om låga styrräntor leder till en överhettad ekonomi som det uppstår problem, som i Sverige fram till krisen i början på 1990-talet och nyligen i Grekland, Portugal, Irland och Spanien. Det är den överhettade ekonomin som medför överdriven optimism med t ex fastighetspriser uppdrivna över fundamentalt motiverade nivåer, överdriven byggverksamhet och riskfyllda investeringar. Inte de låga räntorna i sig. Låga räntor som inte leder till en överhettad, utan till en balanserad, utveckling av realekonomin och inflationen synes inte i sig medföra obalanser. Det finns alltså knappast stöd för att anta att låga räntor i sig skulle orsaka problem med den finansiella stabiliteten eller att höga räntor i sig skulle förbättra den finansiella stabiliteten.⁷

⁵ Apel och Claussen (2012, diagram 2) visar att reporäntan och belåningsgraden i de fyra svenska storbankerna snarast är positivt än negativt korrelerade.

⁶ Ett optimalt risktagande beror dessutom på de exakta preferenserna för förväntad real avkastning och risk när den reala avkastningen faller. Detta kan illustreras i vanlig portfölj- och investeringsteori (s k *mean-variance analysis*, se Apel och Claussen 2012). ”Jakten på avkastning” (*the search for yield*) utan hänsyn till risk är svår att förstå i en sådan analys, annat än som resultatet av ett olyckligt och ogenomtänkt villkorslöst löfte om en viss avkastning oavsett graden av risktagande.

⁷ Skulle USA vara ett undantag? Knappast. Där utvecklades en stor och mycket bräcklig finansiell sektor utan motståndskraft mot störningar till följd av bristande reglering, överdriven tilltro till riskhantering, underskatning av risker, extremt överdriven belåningsgrad (*leverage*), gigantiska dolda skulder utanför balansräkningen och stora informationsproblem vid om-

I Sverige är det i nuläget snarare så att högre styrräntor kan försämra den finansiella stabiliteten. Svenska banker väljer i betydande utsträckning att finansiera sig med kortfristig utländsk upplåning. Eftersom svenska korta räntor är högre än utländska blir det attraktivt för utländska investerare att investera i kronor. Men detta innebär risker eftersom utländska investerare är flyktiga (Sveriges riksbank 2012). När den svenska styrräntan höjs i förhållande till utländska räntor blir utländsk finansiering än mer tillgänglig för bankerna. Detta är alltså ett exempel på en situation där en höjning av styrräntan, om något, ökar riskerna för den finansiella stabiliteten.

2. Penningpolitiken ska inte försöka styra huspriser och hushållens skuldsättning

Inte heller huspriser eller hushållens skuldsättning bör enligt min mening betraktas som oberoende målvariabler för penningpolitiken. Vid Riksbankens penningpolitiska möten har emellertid flera direktionsmedlemmar uttryckt en oro över hushållens stigande skuld i förhållande till den disponibla inkomsten – som i dagsläget uppgår till omkring 170 procent – och över stigande huspriser. De menar att hushållens skuldsättning och huspriserna skulle öka långsammare om styrräntan höjs. Detta föranleder frågan (1) om det verkligen är så att hushållens skuldsättning och huspriserna utgör ett problem för makroekonomin eller den finansiella stabiliteten i Sverige. Och förutsatt att så är fallet kan man fråga sig (2) om styrräntan är ett lämpligt medel för att åtgärda detta problem eller om det finns andra medel som är bättre.⁸

När det gäller den första frågan kan jag inte se att hushållens skuldsättning skulle utgöra ett problem för den finansiella stabiliteten i Sverige. Sannolikheten för att svenska banker skulle drabbas av bolåneförluster är mycket liten. Inte ens under den allvarliga krisen i början av 1990-talet gjorde bolånegivarna några nämnvärda förluster på grund av betalningsinställelser på bolån. I detta avseende skiljer sig Sverige markant från USA.⁹

Enligt Finansinspektionens rapport om bolånemarknaden (Finansinspektionen 2012) medför de svenska bolånen i nuläget inte heller något hot mot den finansiella stabiliteten. Bolånetagarnas betalningsförmåga är god och klarar svåra stresstester, kreditprövningen är noggrann, belåningsgraden för nya bolån minskar och bolånetaket har av allt att döma haft effekt. Om bolånetillväxten eller belåningsgraden i framtiden skulle utvecklas på ett problematiskt sätt kan bolånetaket sänkas. Det är ett bättre sätt att påverka bolånetillväxten och belåningsgraden än att använda styrräntan.

Men skulle hushållens skuldsättning och huspriserna kunna orsaka allvarliga problem för makroekonomin? Skulle ett fall i huspriserna kunna

fattande spridning av osäkra tillgångar. En måttlig störning i form av kreditförluster på grund av ohållbara s k *subprime*-lån, dvs bolån till låntagare med dålig kreditvärdighet, ledde då till en stor finansiell kris. Det var inte låga räntor som var orsaken till denna brist på motståndskraft och dessa ohållbara bolån och det är svårt att se att styrräntor skulle ha hindrat krisen.

⁸ Vilken roll huspriserna och hushållens skuldsättning spelar i Riksbankens penningpolitik diskuteras också i Svensson (2010, 2011).

⁹ Se Sveriges riksbank (2011, 2012) och Finansinspektionen (2010).

utlösa en process där hushållen snabbt minskar sina skulder (s.k. *deleveraging*) och den aggregerade efterfrågan går ned? En studie av Claussen m fl (2011), som ingår i Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden (Sveriges riksbank 2011), visar dock att de makroekonomiska effekterna av ett fall i bostadspriserna på 20 procent blir tämligen små och går att motverka med en mer expansiv penningpolitik. Detta framgår i mer detalj av protokollet från det penningpolitiska mötet i juni 2010, där jag visade simuleringar av hur en expansiv penningpolitik kan stabilisera inflationen och BNP-tillväxten efter ett sådant prisfall (Sveriges riksbank 2010).

De svenska hushållens reala tillgångar i form av bostäder tillsammans med deras finansiella tillgångar (exklusive kollektiva pensionsfordringar) är dessutom tre gånger så stora som deras skulder. Hushållens nettoförmögenhet (exklusive kollektiva pensionsfordringar) utgör således två tredjedelar av deras tillgångar, vilket innebär att hushållen har en mycket låg skuldsättningsgrad. Det finns dessutom ingenting som tyder på att hushållens skulder skulle öka trendmässigt i förhållande till tillgångarna. Hushållens sparkvot är samtidigt hög, så det finns inte heller några tecken på att den samlade konsumtionen skulle finansieras genom lån på den egna bostaden. Riksbankens ambitiösa utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden fann att utvecklingen av de svenska huspriserna är förenlig med ekonomiska fundamenta och att det således inte finns några tecken på en bubbla eller övervärdering.

Hur sannolikt och hur stort ett fall i huspriserna kan bli måste i hög grad bero på om huspriserna stämmer med ekonomiska fundamenta eller inte. Om huspriserna är högre än vad som är förenligt med ekonomiska fundamenta har det uppstått en bubbla, vilket kan utlösa en snabb korrigerings av huspriserna som då t o m under en tid kan hamna på en lägre nivå än vad som är förenligt med ekonomiska fundamenta. Men om huspriserna stämmer med ekonomiska fundamenta måste själva fundamenta försämrats för att huspriserna ska falla. Detta är något helt annat än en bubbla som spricker.

Att hushållens skulder i förhållande till den disponibla inkomsten uppgår till 170 procent kan vara helt förenligt med ett *steady state* där skuldkvoten är konstant. För att hålla skuldkvoten konstant på denna nivå behövs det bara ett mycket litet ”primärt överskott” i procent av den disponibla inkomsten, när man inte bara räknar in nominella räntebetalningar utan tar hänsyn till hushållens hela kassaflöde (dvs nettoskuldbetalningar i form av både räntebetalningar efter skatt och nettoamorteringar). En hög nominell bolåneränta på t ex 7 procent ger vid en avdragsgill kapitalinkomstskatt på 30 procent en nominell bolåneränta efter skatt på omkring 5 procent. Hushållens räntebetalningar som andel av den disponibla inkomsten utgör då 5 procent av 170 procent, dvs 8,5 procent av den disponibla inkomsten. Om man antar att hushållen inte amorterar på sin skuld utan låter den vara oförändrad i nominella termer samtidigt som den disponibla inkomsten i *steady state* antas öka måttligt med 4 procent per år (2 procent real tillväxt och 2 procent inflation) så kommer skuldkvoten att minska med ungefär

4 procent av 170 procent, dvs med 6,8 procent per år. För att skuldkvoten ska hållas konstant måste hushållen i så fall öka lånet med 4 procent av 170 procent, dvs med 6,8 procent av sin disponibla inkomst. Eftersom hushållen således ökar sin nominella skuld, inte minskar den, blir nettoamorteringen negativ och lika med 6,8 procent av den disponibla inkomsten. Nettoskuld-betalningen (dvs summan av räntebetalningar och nettoamorteringar) eller det primära överskottet blir således bara $8,5 - 6,8 = 1,7$ procent av den disponibla inkomsten. Det krävs alltså onekligen en mycket låg andel av den disponibla inkomsten för att hålla skuldkvoten oförändrad.

Ett annat sätt att uttrycka detta är att den relevanta realräntan för hushållen utgörs av den nominella räntan efter skatt minus ökningen av den disponibla inkomsten, dvs $5 - 4 = 1$ procent. Hushållen behöver således i *steady state* bara betala 1 procent av sin skuld för att behålla sin skuldkvot på 170 procent, dvs 1,7 procent av den disponibla inkomsten.

Med detta synsätt får man ett nytt perspektiv på amorteringsfria lån. Ett amorteringsfritt lån som således är oförändrat till sitt nominella belopp sjunker i förhållande till ett hushålls disponibla inkomst när denna ökar. En ökning av den disponibla inkomsten på 4 procent innebär en faktisk amortering på 4 procent i förhållande till den disponibla inkomsten. Det betyder att skuldkvoten för ett amorteringsfritt lån halveras på knappt 18 år.¹⁰

De hushåll som äger sin bostad behöver dessutom inte betala hyra, som normalt utgör omkring 20 procent av den disponibla inkomsten. De betalar i stället bara en avgift till bostadsrättsföreningen eller kostnader för uppvärmning, sophämtning och underhåll, som är betydligt lägre än hyran för en motsvarande bostad.

Ur ett makroekonomiskt perspektiv är det dessutom den aggregerade hushållssektorn, dvs genomsnittshushållet, som spelar roll och är viktig i sammanhanget, inte de mest skuldsatta eller de mest sårbara hushållen. Därför är det relevant att räkna på genomsnitt såsom jag har gjort i detta exempel. Det kan däremot vara viktigt att ta hänsyn till de mest skuldsatta eller de mest sårbara hushållen om man analyserar hushållens skuldsättning ur ett konsumentskyddsperspektiv.

I ett *steady state* medför således en skuldkvot på 170 procent enligt dessa beräkningar en tämligen obetydlig nettoskuldbetaling för hushållen. En sådan skuldkvot är således ur detta perspektiv fullt hållbar. En annan fråga är om hushåll med en sådan skuldkvot är sårbara för störningar. Den frågan besvaras bäst med hjälp av stresstester för bolånetagarna. Finansinspektionens rapporter om bolånemarknaden (2010, 2012) visar att de nya och således mest skuldtyngda bolånetagarna klarar mycket svåra stresstester. Om huspriserna faller med 10 procent och arbetslösheten ökar med 20 procent beräknas endast en halv procent av hushållen med ett nytt bolån få underskott i en s_k ”kvar att leva på”-kalkyl och samtidigt få en belåningsgrad som överstiger 100 procent. Denna andel ökar vid ett husprisfall på 40 procent och en uppgång i arbetslösheten på 20 procent, men även då beräknas

¹⁰ Detta följer av att $1/(1,04)^{18} = 0,49$.

endast mindre än 6 procent av hushållen få underskott och samtidigt en belåningsgrad över 100 procent (Finansinspektionen 2012, s 12). De svenska bolånetagarna och den svenska bostadsmarknaden har dessutom utsatts för och klarat stresstester i realtid, under den finansiella krisen 2008–09 och på nytt under 2011–12 i samband med den pågående krisen i eurozonen, med tämligen måttliga effekter på huspriserna och på konsumtionen. Slutsatsen är att de svenska bolånetagarna i dag har en betydande motståndskraft mot störningar.

När det gäller frågan om huruvida styrräntan är ett lämpligt medel för att åtgärda de problem som huspriserna och hushållens skuldsättning trots allt skulle kunna utgöra för makroekonomin eller den finansiella stabiliteten i Sverige finns det en hel del forskning som visar att styrräntan har en mycket begränsad inverkan på huspriser och hushållens skuldsättning.¹¹ Forskningen visar dock samtidigt att styrräntan kan få betydande oavsedda konsekvenser i form av negativa effekter på inflation och realekonomi. Claussen m fl (2011) visar t ex att det hade blivit mycket kostsamt i termer av både produktion och inflation att med penningpolitiken hindra uppgången i bostadspriserna från 2004. Att hålla bostadspriserna på en långsiktig trend under åren 2004–10 skulle ha krävt räntehöjningar under flera år, med hela 5 procentenheter under både 2006 och 2007. BNP-tillväxten skulle i genomsnitt ha blivit nästan 2 procentenheter lägre fram till 2010, vilket motsvarar en ackumulerad BNP-förlust på ca 12 procent. KPIF-inflationen skulle i genomsnitt ha blivit 3 procentenheter lägre under samma period. Studien bekräftar för Sverige vad flera andra internationella studier, t ex Assenmacher-Wesche och Gerlach (2010), kommit fram till. Det finns andra medel som kan användas i stället för styrräntan för att på ett mer effektivt sätt och utan negativa effekter på inflation och BNP påverka hushållens skuldsättning och huspriserna, t ex bolånetak, amorteringsgolv, fastighetsskatter och begränsningar av avdragsrätten (Sveriges riksbank 2011).

Om det finns en viss sannolikhet för att huspriserna kan komma att falla och att detta skulle kunna påverka den framtida samlade efterfrågan, arbetslösheten och inflationen, så bör detta beaktas i Riksbankens prognoser för inflationen och arbetslösheten eftersom dessa ju avser att vara väntevärdesprognoser av framtida inflation och arbetslöshet. Effekten av hushållens skuldsättning och huspriserna bör alltså integreras i prognoserna. Då blir det möjligt att bättre bestämma konsekvenserna för styrräntan. Effekten kan bli en nedgång i framtida arbetslöshet och inflation, vilket motiverar en expansiv, snarare än en stram, politik. Om styrräntan anses ha en viss effekt på sannolikheten för eller omfattningen av ett fall i huspriserna bör detta också beaktas. Om en högre styrränta anses minska sannolikheten för eller omfattningen av ett fall i huspriserna, kan detta tala för en stramare politik. Utan en sådan analys blir det svårt att bedöma vilka implikationer utvecklingen av huspriser och hushållens skuldsättning har för penningpolitiken.

¹¹ Hushållens skuldsättning och huspriserna är starkt korrelerade med varandra eftersom merparten av hushållens skuld utgörs av bolån för att finansiera bostadsköp.

Om styrräntan, huspriserna och hushållens skuldsättning i stället behandlas som uttalade eller underförstådda målvariabler riskerar Riksbankens penningpolitik att bli otydlig, godtycklig och svår att utvärdera. Detta var något som man i arbetet med att utforma riksbankslagen avsåg att motverka. En delegering av penningpolitiken till en självständig Riksbank kräver nämligen att målet för penningpolitiken är tydligt.¹² För penningpolitikens vidkommande bör därför styrräntan endast utgöra ett medel för att stabilisera inflationen och arbetslösheten, medan huspriserna och hushållens skuldsättning bara bör vara indikatorer – indikatorer som är av betydelse i den mån de har en inverkan på prognosen över inflationen och arbetslösheten.

3. Genomsnittlig inflation under en längre period bör hållas på målet

Ytterligare en utmaning för penningpolitiken är att hålla den genomsnittliga inflationen under en längre period i linje med målet. Den genomsnittliga inflationen i Sverige har under de senaste 15 åren blivit 1,4 procent för KPI enligt realtidsdata – 1,3 procent enligt reviderade data – och således skjutit betydligt under målet på 2 procent. I andra länder som haft ett fast inflationsmål lika länge som Sverige – Australien, Kanada och Storbritannien – har den genomsnittliga inflationen i stället hamnat på eller nära målet. Samtidigt har inflationsförväntningarna i Sverige förankrats vid målet. Som framgår av diskussionen i Svensson (2012a, 2012b), leder detta enligt etablerad ekonomisk analys till en negativ relation mellan den genomsnittliga inflationen och den genomsnittliga arbetslösheten. Den långsiktiga sk Phillipskurvan är nämligen då inte längre vertikal utan lutande, vilket bekräftas av svenska data. Att den svenska genomsnittliga inflationen legat under målet har därför sannolikt gett upphov till en betydande realekonomisk kostnad i form av högre genomsnittlig arbetslöshet. Enligt skattningarna i Svensson (2012b) uppgår denna kostnad till så mycket som 0,8 procentenheters högre genomsnittlig arbetslöshet under de senaste 15 åren än vad som hade varit fallet om den genomsnittliga inflationen legat på målet. Detta gör det viktigt att fortsättningsvis se till att den genomsnittliga inflationen under en längre period ligger på målet.

Att den genomsnittliga arbetslöshet som är förenlig med en genomsnittlig inflation på målet är så mycket lägre än den faktiska genomsnittliga arbetslösheten indikerar också att skattningar av den långsiktigt hållbara arbetslösheten som bygger på historiska genomsnitt kan leda till en

¹² Regeringens proposition (1997/98:40, s 52): ”Enligt regeringens uppfattning bör en delegering av penningpolitiken till en självständig Riksbank inte ske utan att målet för verksamheten är tydligt. En självständig Riksbank måste därför ges ett demokratiskt förankrat mål för verksamheten. Om inget mål formuleras skulle det ge utrymme för en godtycklig utformning av penningpolitiken. . . . Ett ytterligare motiv [för ett tydligt mål] är att en långtgående delegering av penningpolitiken bör kombineras med uppföljning och kontroll. Riksdagen som Riksbankens huvudman måste därför ha möjlighet att utvärdera verksamheten utifrån ett mål som fastställts för verksamheten”.

betydande systematisk överskattning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten (Svensson 2012c).

4. Politiken för finansiell stabilitet och penningpolitiken bör inte blandas ihop

En mer allmän fråga är hur penningpolitiken bör förhålla sig till den finansiella stabiliteten. Ibland sägs det t ex att de penningpolitiska målen bör utvidgas till att även omfatta finansiell stabilitet (Eichengreen, Rajan och Prasad 2011 samt Eichengreen m fl 2011). Ett sådant förslag ger intrycket att penningpolitik och finansiell stabilitet är samma sak. Men så är inte fallet. Det är viktigt att begreppsmässigt skilja mellan politik för finansiell stabilitet och penningpolitik och att inte blanda ihop dem i vare sig teori eller praktik. En sammanblandning riskerar att leda till ett sämre utfall för båda och gör det svårare att utkräva ansvar. Att försöka använda penningpolitiken för att uppnå finansiell stabilitet leder till ett sämre utfall för penningpolitiken och är dessutom ett ineffektivt sätt att försöka upprätthålla finansiell stabilitet. Penningpolitiken är inget substitut för en politik för finansiell stabilitet och politiken för finansiell stabilitet är inget substitut för penningpolitiken.

Olika ekonomiska politikområden – som finanspolitik, penningpolitik och arbetsmarknadspolitik – kan särskiljas genom att man ser på vad de har för mål, vilka medel som kan användas för att uppnå dessa mål och vilken eller vilka myndigheter som kontrollerar medlen och är ansvariga för att målen uppnås. Ur detta perspektiv står det klart att penningpolitiken och politiken för finansiell stabilitet är två olika politikområden och det är viktigt att inse detta. För Riksbanken blir därför utmaningen att undvika en begreppsmässig och praktisk sammanblandning av dessa två politikområden.

En penningpolitik som förs i den form av flexibel inflationsmålspolitik som jag förespråkar har som mål att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå. Lämpliga medel för att uppnå detta mål är under normala förhållanden styrräntan och kommunikation, att man t ex publicerar prognoser över inflationen, arbetslösheten, styrräntan och andra relevanta storheter. I kristider och i synnerhet när styrräntan ligger på eller nära nollgränsen kan även andra, mer okonventionella metoder användas, vilket vi har sett under den senaste finanskrisen. Man kan då t ex låna ut pengar till fast ränta på längre löptider, köpa tillgångar (s k kvantitativa lättnader, *quantitative easing*) för att påverka långa räntor och förväntningar om framtida korta räntor eller göra valutainterventioner för att förhindra att växelkursen apprecierar eller t o m åstadkomma en depreciering. Ansvar för penningpolitiken vilar i regel på centralbanken. I många länder, bl a alla EU-länder, har centralbanken enligt lag en självständig rätt att bedriva penningpolitiken och detta oberoende skyddas på olika sätt.

Politiken för finansiell stabilitet har som mål att upprätthålla och främja

finansiell stabilitet. Finansiell stabilitet kan definieras som en situation där det finansiella systemet kan fullgöra sina viktigaste funktioner – omvandla sparande till finansiering, hantera risker och förmedla betalningar – och dessutom har motståndskraft mot störningar som hotar dessa funktioner. Man kan under normala omständigheter värna den finansiella stabiliteten med hjälp av tillsyn och reglering samt genom att publicera analyser och ledande indikatorer som i ett tidigt skede kan varna för hot mot stabiliteten. I Sverige ger skärpta krav på miniminivåer för bankernas kärnprimärkapital (*Core Equity Tier 1*, CET₁), likviditet mätt med *Liquidity Coverage Ratio* (LCR) och andel stabil finansiering mätt med *Net Stable Funding Ratio* (NSFR), i enlighet med Basel III-överenskommelsen och Riksbankens rekommendationer i den senaste stabilitetsrapporten (Sveriges riksbank 2012), nya direkta medel att hantera den finansiella stabiliteten.

I kristider kan myndigheter fungera som sista utlåningsinstans (*lender of last resort*), låna ut pengar till rörlig ränta och på längre löptider (*credit policy, credit easing*), ge statliga lånegarantier, skjuta till kapital, hantera och avveckla finansiella banker och institut som befinner sig i trångmål osv. Vilka myndigheter som ansvarar för detta varierar mellan olika länder, men i regel delar flera myndigheter på ansvaret. Centralbanker fungerar i regel som sista utlåningsinstans, men övriga medel kontrolleras ofta av andra myndigheter. I Sverige delas ansvaret för den finansiella stabiliteten av Riksbanken och Finansinspektionen vad gäller krisförebyggande åtgärder och av Riksbanken, Riksgälden och Finansdepartementet vad gäller kris-hantering.

Det finns alltså en begreppsmässig skillnad mellan politik för finansiell stabilitet och penningpolitik i och med att de har olika mål och förs med olika medel. Styrräntan är ett trubbigt och föga lämpligt verktyg för att uppnå och upprätthålla finansiell stabilitet och det är därför inte meningsfullt att ha finansiell stabilitet som ett mål för penningpolitiken. Det kan däremot vara meningsfullt att låta centralbanken ansvara för målet att upprätthålla finansiell stabilitet, under förutsättning att den får kontroll över lämpliga medel för tillsyn, reglering och krishantering. Huruvida det även skulle vara den *bästa* lösningen att ge centralbanken ett sådant omfattande uppdrag är dock en alltför komplicerad fråga att besvara i detta sammanhang.

Att styrräntan är ett trubbigt och föga lämpligt medel för att uppnå och upprätthålla finansiell stabilitet kan man se ännu tydligare genom att inse att finansiell stabilitet huvudsakligen är en fråga om att det finansiella systemet har tillräcklig motståndskraft mot störningar. Om denna motståndskraft mot störningar är tillräcklig beror på om bankerna har tillräckligt eget kapital för att absorbera förluster, tillräckliga likviditetsbuffertar i inhemsk och utländsk valuta för att hantera likviditetsproblem och tillräckligt stor andel stabil finansiering för att hantera problem med flyktig finansiering. Detta hanteras bäst genom att myndigheterna ställer krav på tillräckligt kärnprimärkapital och miniminivåer för LCR och NSFR i egen och utländsk valuta. Det kan inte hanteras med styrräntan.

Även om politiken för finansiell stabilitet och penningpolitiken är två separata politikområden har de indirekta effekter på varandras områden. Penningpolitiken påverkar den realekonomiska utvecklingen och därmed lönsamhet, tillgångspriser, balansräkningar och kreditförluster, vilket innebär att den indirekt även påverkar den finansiella stabiliteten. Politiken för finansiell stabilitet i form av krav på tillräckligt kapital och tillräckliga buffertar har en direkt inverkan på räntemarginaler och ränteskillnader, utlåning och andra aspekter på de finansiella förhållandena, samt på penningpolitikens transmissionsmekanism. Penningpolitiken bör därför i regel ta hänsyn till hur politiken för finansiell stabilitet bedrivs och politiken för finansiell stabilitet ta hänsyn till hur penningpolitiken bedrivs. Det är ungefär samma sak som att penningpolitiken bör ta hänsyn till hur finanspolitiken bedrivs och vice versa. Observera att detta sätt att bedriva penningpolitik och politik för finansiell stabilitet – det som med spelteoretisk terminologi betecknas som en icke-kooperativ Nashjämvikt snarare än en kooperativ koordinerad jämvikt – inte är avhängigt av hur ansvaret för finansiell stabilitet är fördelat mellan olika myndigheter, utan gäller oavsett om centralbanken är ensam ansvarig eller om ansvaret delas mellan flera myndigheter.

Den finansiella stabiliteten ska under normala förhållanden alltså hanteras genom politiken för finansiell stabilitet och inte genom penningpolitiken. I vissa speciella fall – om det t ex saknas lämplig tillsyn och reglering och om styrräntan är det enda tillgängliga medlet – får man göra en avvägning mellan penningpolitikens effekt på målen för penningpolitiken och målen för den finansiella stabiliteten och låta resultatet av denna avvägning styra. Enligt min mening ska målet om prisstabilitet och högsta hållbara sysselsättning bara kunna åsidosättas med hänsyn till den finansiella stabiliteten under extrema omständigheter och under en begränsad tid. Det handlar om sådana situationer då det finns tydliga indikationer på hot mot den finansiella stabiliteten och det saknas medel för att hantera dessa hot utan att åsidosätta målet om prisstabilitet och högsta hållbara sysselsättning. Samtidigt ska det finnas tilltro till att ett sådant temporärt åsidosättande på längre sikt ger en bättre utveckling för inflation och arbetslöshet. Det sista villkoret är viktigt. Enligt förarbetena till riksbankslagen ska de penningpolitiska instrumenten bara användas för att upprätthålla ett fast penningvärde och de får enbart användas för att avvärja en finansiell kris om en sådan hotar målet om ett fast penningvärde.¹³ När det gäller den

13 Regeringens proposition (1997/98:40, s 54): ”Riksbanken skall också främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Detta är en grundläggande uppgift för Riksbanken och är inget egentligt mål för verksamheten. Motsvarande uppgift gäller för ECBS. Det skulle kunna hävdas att denna uppgift kan komma i konflikt med Riksbankens mål om ett fast penningvärde eftersom Riksbanken i vissa situationer skulle kunna använda styrräntan för att undvika en kris i banksystemet. *De penningpolitiska instrumenten skall dock, enligt regeringens förslag, endast användas för att upprätthålla ett fast penningvärde.* Riksbanken förfogar dock över andra instrument för att hantera sådana situationer, exempelvis möjlighet att bevilja nödkrediter (*lender of last resort*). *Det kan emellertid uppkomma situationer där en kris i betalningssystemet hotar att riskera målet om ett fast penningvärde. I sådana situationer bör naturligtvis de penningpolitiska instrumenten kunna användas för att avvärja en kris.*” (Kursivering tillagd.)

finansiella stabiliteten bör penningpolitiken utgöra den sista försvarslinjen, inte den första.

5. Slutsats

I den här artikeln har jag diskuterat de utmaningar som Riksbanken ställs inför i utförandet av två av sina tre huvuduppgifter – att bedriva penningpolitik och att främja finansiell stabilitet. Dessa utmaningar hanteras enligt min mening bäst genom att man på ett tydligt sätt definierar vilka mål och medel som gäller för respektive huvuduppgift.

När det gäller penningpolitiken är en av utmaningarna för Riksbanken att klargöra vad mandatet för penningpolitiken är och se till att denna politik är tydlig, konsekvent och klart inriktad på att uppfylla mandatet. Enligt min mening följer av riksbankslagen och dess förarbeten att mandatet är att upprätthålla prisstabilitet och uppnå högsta hållbara sysselsättning. Det innebär att penningpolitiken ska stabilisera inflationen runt målet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå. Om penningpolitiken inte är tydlig, konsekvent och klart inriktad på detta mandat riskerar Riksbankens måluppfyllelse för inflationen och arbetslösheten att försämrans. Bristen på tydlighet kan också göra att det dessutom blir svårare att utvärdera penningpolitiken och utkräva ansvar av Riksbanken.

Det finns enligt min mening inget skäl till att betrakta styrräntan, huspriser eller bolånetillväxt som oberoende målvariabler för penningpolitiken som kan motivera en inflation under målet eller en arbetslöshet över en långsiktigt hållbar nivå. Jag kan inte se att det finns något stöd för att en låg styrränta skulle medföra hot mot den finansiella stabiliteten i Sverige. Om något, leder en högre styrränta för närvarande till att bankernas tillgång till utländsk finansiering ökar, vilket kan medföra ökad sårbarhet för banksystemet. Jag kan inte heller se att det finns något stöd för att nuvarande nivå på huspriser eller hushållens skuldsättning skulle medföra problem för den finansiella stabiliteten eller makroekonomin. Skulle problem med huspriser, hushållens skuldsättning eller den finansiella stabiliteten uppstå är styrräntan ett olämpligt medel att hantera dessa. Effektiva medel utan negativa konsekvenser för inflation och arbetslöshet finns i stället att tillgå inom makrotillsynen.

Att de svenska inflationsförväntningarna under de senaste 15 åren har förankrats vid inflationsmålet trots att den genomsnittliga inflationen samtidigt har understigit målet medför att den långsiktiga Phillipskurvan för Sverige inte längre är vertikal. Det har alltså uppstått en negativ relation mellan genomsnittlig inflation och arbetslöshet. Då blir en viktig utmaning för Riksbanken att se till att genomsnittlig inflation under en längre period inte faller under utan ligger på målet, något som andra länder som har haft inflationsmål lika länge som Sverige har lyckats väl med.

En utmaning som Riksbanken har att hantera gäller förhållandet mellan penningpolitiken och politiken för finansiell stabilitet – makrotillsyn-

nen – och risken för en begreppsmässig och praktisk sammanblandning av dessa. Ibland sägs det t ex att målen för penningpolitiken bör utvidgas till att även omfatta finansiell stabilitet och att penningpolitiken och politiken för finansiell stabilitet bör integreras och föras tillsammans. Sådana förslag är enligt min mening olämpliga eftersom de inte tar hänsyn till att penningpolitiken och politiken för finansiell stabilitet är avgränsade och separata politikområden med olika mål, olika medel och olika ansvariga myndigheter, på samma sätt som penningpolitiken och finanspolitiken är olika politikområden med olika mål, medel och ansvariga myndigheter. Finansiell stabilitet är huvudsakligen en fråga om att det finansiella systemet har tillräcklig motståndskraft mot störningar. Denna motståndskraft uppnås bäst med krav på tillräckligt kapital och tillräckliga buffertar och kan inte uppnås med styrräntan. En sammanblandning mellan penningpolitiken och politiken för finansiell stabilitet riskerar därför att leda till ett sämre utfall för båda och gör det svårare att utkräva ansvar av Riksbanken.

Apel, M och C A Claussen (2012), ”Penningpolitik, ränta och risktagande”, *Penning- och valutapolitik*, 2012:2, s 66-80.

Assenmacher-Wesche, K och S Gerlach (2010), ”Credit and Bubbles”, *Economic Policy*, vol 25, s 437-482.

Borio, C och H Zhu (2008), ”Capital Regulation, Risk-Taking, and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanisms”, BIS Working Paper 227, Bank for International Settlements, Basel.

Claussen, C A, M Jonsson och B Lagerwall (2011), ”En makroekonomisk analys av bostadspriserna i Sverige”, i Sveriges riksbank (red), *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, Sveriges riksbank, Stockholm.

Eichengreen, B, R Rajan och E Prasad (2011), ”Central Banks Need a Bigger and Bolder Mandate”, *Financial Times*, 25 oktober 2011.

Eichengreen, B m fl (2011), ”Rethinking Central Banking”, rapport, Committee on International Economic Policy and Reform, Brookings Institution, Washington, DC.

Finansinspektionen (2010), ”Den svenska bolånemarknaden och bankernas kreditgivning”, Finansinspektionen, Stockholm, <http://www.fi.se> (2012-06-01).

Finansinspektionen (2012), ”Den svenska bolånemarknaden”, Finansinspektionen, Stockholm, <http://www.fi.se> (2012-06-01).

Regeringens proposition (1997/98:40), *Riksbankens ställning*.

Svensson, L E O (2010), ”Några problem i den svenska penningpolitiken och möjliga lösningar”, anförande, 24 november 2010, <http://www.larseosvensson.net> (2012-05-20).

Svensson, L E O (2011), ”Practical Monetary Policy: Examples from Sweden and the U.S.”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall, s 289-332.

Svensson, L E O (2012a), ”Olika syn på penningpolitiken”, tal, 8 juni 2012, <http://www.larseosvensson.net> (2012-05-20).

Svensson, L E O (2012b), ”The Possible Unemployment Cost of Average Inflation below a Credible Target”, manuskript, <http://www.larseosvensson.net> (2012-05-20).

Svensson, L E O (2012c), ”Korrigering av Riksbankens skattning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten”, Appendix 2 till Sveriges Riksbank, ”Penningpolitiskt protokoll”, 3 juli 2012, <http://www.larseosvensson.net> (2012-08-04).

Sveriges riksbank (2010), ”Penningpolitiskt protokoll”, 30 juni 2010, <http://www.riksbank.se> (2012-05-20).

Sveriges riksbank (2011), *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, Sveriges riksbank, Stockholm.

Sveriges riksbank (2012), *Finansiell stabilitet 2012:1*, Sveriges riksbank, Stockholm.

REFERENSER