

Utvärdering av Riksbankens
penningpolitik 2015–2020

Karnit Flug
Patrick Honohan

Översättning: Åsa Andersson, Mathilda Haraldsson och Anna Hermerén

ISSN 1653-0942

ISBN 978-91-7915-041-9

Riksdagstryckeriet, Stockholm 2022

Innehållsförteckning

| | |
|--|----|
| Förteckning över diagram och tabeller | 4 |
| Förkortningar | 5 |
| Förord | 6 |
| Sammanfattning | 7 |
| Inledning | 16 |
| Rekommendationer | 19 |
| Kapitel 1 Prisstabilitet – att konvergera mot målet | 25 |
| 1.1 Uppfylla mandatet – prisstabilitet och makroekonomiska sidoeffekter | 25 |
| 1.2 Inflation i förhållande till målet 2015–2020 | 25 |
| 1.3 Att mäta inflationen | 33 |
| 1.4 Utvärdering av inflationsmålet | 34 |
| Kapitel 2 Penningpolitiken i praktiken 2015–2019 | 35 |
| 2.1 Fas A 2015–2018 | 35 |
| 2.2 Fas B 2019 | 37 |
| 2.3 Överläggningar | 39 |
| 2.4 Kommunikationskanaler | 40 |
| 2.5 Träffsäkerhet i prognoserna | 41 |
| Kapitel 3 Responser på pandemin | 45 |
| 3.1 Åtgärder under fas C | 45 |
| 3.2 Konsekvenser av 2020 års beslut att hålla reporäntan på noll | 51 |
| 3.3 Överläggningar och teknisk beredskap | 52 |
| 3.4 Ekonomi och inflation 2020 | 53 |
| 3.5 Fortsatta åtgärder inom programmet för bredare tillgångsköp | 54 |
| Kapitel 4 Effekterna av okonventionella penningpolitiska instrument | 56 |
| 4.1 Nollräntor och negativa räntor | 56 |
| 4.2 Direkta tillgångsköp | 61 |
| 4.3 Framåtblickande vägledning | 65 |
| Kapitel 5 Den internationella kontexten | 68 |
| 5.1 Växelkursrörelser och penningpolitik | 68 |
| 5.2 Överväganden om valutainterventioner – en närmare titt på 2015–2016 | 70 |
| Kapitel 6 Andra effekter av penningpolitiken | 73 |
| 6.1 Finansiell stabilitet | 73 |
| 6.2 Klimatförändring | 74 |
| 6.3 Ojämlighet | 75 |
| Kapitel 7 Lagförslagets konsekvenser | 78 |
| Avslutande kommentarer | 82 |
| Referenser | 86 |
| <i>Bilagor</i> | |
| Direktiv till utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–2020 | 91 |
| Personer som intervjuats av utvärderarna | 95 |

Förteckning över diagram och tabeller

| | | |
|-------------|--|----|
| Diagram 1. | KPI-inflation | 26 |
| Diagram 2. | KPIF-inflation och KPIF exklusive energi | 27 |
| Diagram 3. | Inflation i Sverige och ett urval länder 2013–2021 | 28 |
| Diagram 4. | Riksbankens inflationsprognos med osäkerhetsintervall från början av 2015 | 29 |
| Diagram 5. | BNP, årlig tillväxt i Sverige och ett urval länder 2013–2021 | 30 |
| Diagram 6. | Arbetslöshet, Sverige och ett urval länder 2013–2019 | 31 |
| Diagram 7. | Arbetslöshet, inrikes och utrikes födda 2005–2021 | 31 |
| Diagram 8. | Hushållens skulder som procentandel av disponibel inkomst | 32 |
| Diagram 9. | Reala bostadspriser 2015–2021 | 33 |
| Diagram 10. | Inflationsförväntningar | 36 |
| Diagram 11. | Huvudsaklig styrränta i Sverige och ett urval centralbanker 2013–2021 | 36 |
| Diagram 12. | Riksbankens reporänteprognos 2007–2021 | 43 |
| Diagram 13. | Framåtblickande vägledning för reporäntan | 44 |
| Diagram 14. | Riksbankens innehav av värdepapper till följd av tillgångsköp | 50 |
| Diagram 15. | Riksbankens och ett urval centralbankers omfattning av tillgångsköp 2013–2021 | 50 |
| Diagram 16. | Ränteskillnad mellan olika obligationsslag och svenska statsobligationer | 55 |
| Diagram 17. | Bankers inlåningsräntor | 58 |
| Diagram 18. | Utlåningsränta – ränteskillnad gentemot reporänta | 59 |
| Diagram 19. | Ränteskillnader | 59 |
| Diagram 20. | 10-åriga statsobligationsräntor, Sverige och ett urval länder | 63 |
| Diagram 21. | Månatlig växelkurs för den svenska kronan gentemot USD, EUR och KIX-index | 69 |
| Tabell 1. | Åtgärder som vidtogs av Riksbanken under covid-19-krisen | 46 |
| Tabell 2. | Åtgärder som vidtogs av Riksbanken och andra centralbanker under covid-19-krisen | 47 |

Förkortningar

| | |
|------|--|
| BNP | bruttonationalprodukt |
| bp | baspunkter |
| ECB | Europeiska centralbanken |
| FOMC | Federal Open Market Committee (Federal Reserves penningpolitiska kommitté) |
| HIKP | harmoniserat index för konsumentpriser |
| KIX | kronindex (ett viktat genomsnitt mot valutor i 32 länder som är viktiga för Sveriges internationella handel) |
| KPI | konsumentprisindex |
| KPIF | konsumentprisindex med fast ränta |
| SEK | svenska kronor |

Förord

Sedan inflationsmålpolitiken infördes i mitten av 1990-talet och Riksbanken fick en mer oberoende ställning gentemot riksdagen och regeringen mot slutet av 1990-talet genomför finansutskottet återkommande externa och oberoende granskningar av den svenska penningpolitiken. Hittills har tre utvärderingar genomförts. Den första utfördes av professorerna Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin och avsåg perioden 1995–2005 (2006/07:RFR1), den andra av professorerna Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet för perioden 2005–2010 (2010/11:RFR5) och den senaste för perioden 2010–2015 av Mervyn King, tidigare chef för Bank of England, och Marvin Goodfriend, professor vid Carnegie Mellon University (2015/16:RFR6).

I juni 2020 beslutade finansutskottet att genomföra en ny och fjärde utvärdering av penningpolitiken för perioden 2015–2020. Samtidigt utsågs Patrick Honohan, tidigare chef för Centralbank of Ireland och medlem av ECB:s beslutande styrelse, och Nellie Liang, tidigare chef för bl.a. den amerikanska centralbanken Federal Reserves avdelning för finansiell stabilitet, att genomföra utvärderingen. I januari 2021 ersattes Liang av Karnit Flug, professor vid Hebrew University och tidigare chef för Bank of Israel, när Liang fick en hög tjänst i den amerikanska administrationen. Tyngdpunkten i den nya utvärderingen ligger på att granska den svenska penningpolitiken under den historiskt sett exceptionella penningpolitiska perioden 2015–2020 med låg inflation, negativ reporänta och kraftigt växande balansräkningar i centralbankerna (direktiven redovisas mer utförligt i en bilaga till rapporten). Nationalekonomen Marie Hesselman har fungerat som utvärderingssekreterare åt Flug och Honohan.

Flug och Honohan påbörjade sitt arbete i mars 2021 och resultatet av utvärderingen presenteras nu i denna rapport från riksdagen. Finansutskottets förhoppning är att utvärderingen ska stimulera den redan livliga penningpolitiska debatten och bidra till den framtida utformningen av svensk penningpolitik. Finansutskottet kommer under våren 2022 att skicka ut utvärderingen till olika remissinstanser för att sedan hålla en öppen utfrågning om utvärdering och remissvaren i juni 2022.

Stockholm den 31 mars 2022

Åsa Westlund

ordförande i finansutskottet

Elisabeth Svantesson

vice ordförande i finansutskottet

Sammanfattning

Denna utvärdering av den svenska penningpolitiken omfattar perioden 2015–2020. Det är den fjärde i raden av de utvärderingar som genomförts på uppdrag av riksdagens finansutskott under de senaste tjugo åren. Riksbankens penningpolitik har varit kraftfull och expansiv på senare år. Dess åtgärder har bidragit till att föra inflationen nära målet och medverkade under 2020 till att begränsa coronapandemins effekter på Sveriges ekonomi och finansiella system.

Kontraster jämfört med föregående period

I flera avseenden har politiken varit mycket annorlunda jämfört med åren innan. Strax före den utvärderade perioden (2015–2020) hade den penningpolitiska inriktningen förändrats ganska kraftigt, då Riksbanken markant ändrade kurs från sin försiktiga hållning i hanteringen av den globala finanskrisens efterdyningar. Tidigare hade Riksbanken lutat sig mot vinden för att motverka stigande bostadspriser och varit långsam med att sänka räntorna, vilket ledde till att inflationsmålet inte uppnåddes, kronan stärktes och arbetslösheten blev onödigt hög. Från och med mitten av 2014 sänktes styrräntan dock mer aggressivt och nådde noll efter direktionens möte i oktober, innan den sänktes ytterligare som en reaktion på ECB:s mer expansiva inriktning.

Sedan 2015 verkar meningsskiljaktigheterna inom direktionen ha blivit mycket mindre skarpa när det gäller bedömningarna av vilken penningpolitik som var lämplig. Antalet reservationer minskade och meningsskiljaktigheterna handlade i huvudsak om tidpunkten för förändringar snarare än penningpolitikens allmänna inriktning.

Kraftfull penningpolitik och nya instrument

Den svenska penningpolitiken präglades av en kraftfull tillämpning av vad som hade kommit att uppfattas som okonventionella åtgärder under den här perioden. Åtgärderna, som delvis vidtogs parallellt med liknande åtgärder inom euroområdet, antogs först för att få upp inflationen från dess alltför låga nivå, där den verkade ha fastnat under 2012–2014 och sedan som reaktion på paniken på den globala finansmarknaden och den snabba nedgången i den ekonomiska aktiviteten i samband med utbrottet av covid-19-pandemin.

Den viktigaste styrräntan pressades ned under noll och låg kvar där i fem år. Den negativa styrräntan var det mest framträdande penningpolitiska verktyg som användes under den här perioden, men inte det enda verktyget.

Riksbanken agerade snabbt och beslutsamt i mars 2020 som svar på coronakrisen och de viktigaste åtgärder som antogs var ändamålsenliga.

Riksbanken sänkte de långfristiga obligationsräntorna genom att utöka sin balansräkning via direkta köp av statsobligationer och senare även av andra

obligationer. Omfattningen av dessa köp utökades kraftigt under 2020. För att se till att mindre företag inte skulle ställas utan bankkrediter på grund av bristande banklikviditet utökade Riksbanken samma år kreditinstitutens tillgång till likviditet genom ett program ”för vidareutlåning till företag”.

En annan viktig, om än teknisk, innovation gällde behandlingen av bostadskostnader när inflationen mäts i förhållande till målet. Syftet var att se till att ränteförändringar inte dolde de underliggande inflationstrenderna.

Alla dessa initiativ verkar ha varit välavvägda och effektiva.

Påverkan på inflationen

Med dessa åtgärder lyckades Riksbanken mycket bättre med sitt viktigaste lagstadgade mål, nämligen prisstabilitet, än under de föregående fem åren. Inflationen återgick till att ligga inom Riksbankens variations- eller toleransband på +/-1 procent kring målet på 2 procent per år fram till 2016 och låg kvar där till pandemichocken. Även om inflationen i genomsnitt låg på i genomsnitt ½ procent under 2020 fanns det i slutet av det året tecken på att den inom kort skulle återgå till variationsbandet. (Den efterföljande händelseutvecklingen pressade förvisso upp inflationen betydligt mer under 2021 – men det var efter den utvärderade perioden.)

Ekonomiskt och finansiellt resultat i ett större perspektiv

Sveriges övergripande makroekonomiska utveckling var någorlunda bra. Den genomsnittliga årliga BNP-tillväxten 2015–2019 var 2,6 procent – bättre än i euroområdet, men inte lika bra som i t.ex. Danmark. Om man lägger till 2020 sjunker genomsnittet till 1,7 procent. Det förekom några fläckvisa brister under 2016, 2018 och 2019. Arbetslösheten var i genomsnitt 6,8 procent 2015–2019 och minskade med mindre än 1 procentenhet under den perioden – en minskning som var mycket mindre än i euroområdet, men ungefär på samma nivå som i Danmark (där den genomsnittliga arbetslösheten dock var lite drygt 4 procent). Långvarigt hög arbetslöshet bland den senaste tidens invandrare bidrog till att sänka nedgången i den genomsnittliga arbetslösheten. Finansmarknaderna fungerade väl under 2015–2019 och riskskillnaderna var små. Den turbulens som uppstod på finansmarknaderna i mars och april 2020 i och med utbrottet av covid-19-pandemin var kortvarig och lugnet återställdes snabbt.

Räntor – tillbaka till noll

Det är uppenbart att Riksbanken inte skulle ha använt negativa räntor om det inte hade varit för det exceptionellt låga ränteläget världen över och framför allt i euroområdet. Det dröjde mer än sex månader från det att ECB sänkte sin

viktigaste inlåningsränta under noll till det att Riksbanken följde efter och sänkte sin viktigaste styrränta (reporäntan) till negativt territorium i början av 2015, och därefter sänkte den ytterligare samma år och 2016. Denna expansiva inriktning verkar ha fått önskad effekt när det gäller att pressa upp inflationen mot målet.

I slutet av 2018 hade Riksbanken beslutat att höja reporäntan igen, med en första höjning som genomfördes i början av 2019 och en återgång till nollränta i januari 2020, medan ECB (med lägre inflation) fortsatt bedrev en mycket mer ackommoderande penningpolitik.

De svenska räntehöjningarna genomfördes trots att inflationen först nyligen hade nått tvåprocentmålet och faktiskt sjönk under målet igen. Inflationförväntningarna, som bara hade rört sig till en nivå strax över 2 procent, var dessutom på väg nedåt igen. Även arbetslösheten var på uppåtgående och ökade något också bland svenskfödda personer, även om arbetsmarknaden fortfarande var god för dem.

De två höjningarna av reporäntan 2019–2020 motsvarar en förhållandevis snabb åtstramning av penningpolitiken, vilket står i kontrast till tillvägagångssättet hos de andra centralbanker som har använt negativa räntor. Denna åtstramning kan bara med viss svårighet förklaras som en nödvändig respons på faktisk eller förväntad inflation eller andra konjunkturindikatorer när beslutet fattades. En rimligare tolkning verkar i stället vara att åtgärderna påverkades av lockelsen i att upphöra med ett okonventionellt instrument som inte uppfattades ha gett sådana resultat att det motiverade till fortsatt användning, givet att risken för negativa sidoeffekter kunde öka vid långvarig användning.

Flera typer av sidoeffekter av negativa räntor beaktades, särskilt de som påverkade banksystemets funktion samt kreditförsörjning, risktagande och förändringar i tillgångspriser, även om det inte gjordes någon exakt kvantifiering. En viktig farhåga hos Riksbanken var att allmänhetens förtroende och stöd för Riksbanken skulle kunna skadas om bankernas inlåningsräntor till hushållen blev negativa – det fanns tecken på att bankerna planerade något i den riktningen. Den ihållande svaga trenden i kronans externa värde hade också lett till en allmän uppfattning (i vissa kretsar) om en mer omfattande ekonomisk svaghet, som, trots att så egentligen inte var fallet, av vissa tolkades som ett minskande stöd från allmänheten för Riksbankens penningpolitiska inriktning.

Beslutet om att inte återgå till en negativ reporänta när pandemin slog till, och de förklaringar som framfördes för detta, pekar i samma riktning, även om de verktyg som användes var väl anpassade efter krisens särskilda egenskaper. I sina penningpolitiska uttalanden under pandemin betonade Riksbanken dock att den inte uteslöt framtida sänkningar av styrräntan till negativt territorium om omständigheterna krävde det – men det verkar som om de potentiella effekterna på kronan skulle vara en framträdande faktor i ett sådant beslut.

Tillgångsköp (kvantitativa lättnader)

Två omgångar av tillgångsköp utgjorde det andra större initiativet under den utvärderade perioden. Efter att tidigare ha experimenterat i liten skala var Riksbanken år 2015 beredd att kombinera sitt beslut att ge sig in på negativt ränteterritorium med ett program för köp av statsobligationer. Detta skedde i mindre omfattning än ECB:s program och fasades ut gradvis.

Den mycket kraftfullare ökningen av tillgångsköp 2020, både i fråga om kvantitet och i antalet tillgångsslag, var en reaktion på pandemins effekter på finansmarknaderna. Precis som för andra centralbanker krävdes det sannerligen beslutsamma och snabba åtgärder i det läget. Riksbanken växte med uppgiften och uppvisade god krisberedskap, beslutsamhet och kollegialitet när det gällde att snabbt ta fram penningpolitiska lösningar. Men åtgärder i en sådan omfattning väcker också viktiga frågor om effektivitet och sidoeffekter, som ännu inte har fått den uppmärksamhet de förtjänar i analyserna. Den största delen av tillgångsköpen bestod av säkerställda obligationer med bolån som säkerhet (i stället för de statsobligationer som huvudsakligen användes av andra ledande centralbanker). Detta hade kunnat driva på ökningen i bostadspriserna.

Det fanns framför allt två skäl till att Riksbanken inte köpte fler statsobligationer: dels den begränsade likviditet som fanns kvar på den marknaden efter Riksbankens tidigare inköp, dels farhågorna om att en fortsatt ökning av Riksbankens andel av den utestående stocken av statsobligationer i förlängningen kunde väcka frågor om huruvida man bröt mot fördragets förbud mot monetär finansiering.

Obligationer från den privata sektorn och företagscertifikat köptes i betydligt mindre omfattning, men innebar att Riksbanken drogs in i direktfinansiering av företag, vilket medför vissa nya utmaningar.

Bostadskostnadernas roll i penningpolitiken

Bostadsfrågan var i starkt fokus i den föregående femårsutvärderingen, där såväl de penningpolitiska åtgärderna (att luta sig mot vinden) och mätningen (huruvida man borde använda ett prisindex med annan behandling av kostnaderna för ägarbebodda bostäder) var viktiga inslag. Under perioden efter 2015 har dock denna fråga varit mindre framträdande. Precis som rekommenderades i den föregående utvärderingen införde Riksbanken KPIF-indexet (där den direkta effekten av förändringar i bolåneräntor rensas bort) från och med slutet av 2017. Detta gjorde dock ingen större skillnad i praktiken, eftersom ränterörelserna inte var särskilt uttalade under den perioden.

Bostadspriserna nådde en topp 2017, innan de återigen började stiga 2020. Hushållens skulder som andel av den disponibla inkomsten följde en liknande utveckling. Ledamöter i Riksbankens direktion var oroade över vilka effekter de låga räntorna skulle kunna få för bostadspriserna och ansåg att det behövdes makrotillsynsåtgärder, men penningpolitiska åtgärder för att luta sig mot

vinden för att motverka stigande bostadspriser var inget som övervägdes, eller i alla fall inte uttryckligen, under den här perioden. Riksbankens köp av säkerställda obligationer lär också ha bidragit till efterfrågan inom bostadssektorn genom att förhindra en ökning i obligationsräntorna och därmed också i bolåneräntorna.

Det måste dock påpekas att köpen av obligationer i bygg- och exploateringsföretag, även om de var små, även kommer att ha bidragit till att öka *utbudet* av nya bostäder.

Kommunikation

När de svenska korta räntorna (till följd av rådande omvärldsförhållanden) är begränsade till nära noll är det särskilt viktigt att kommunicera om de penningpolitiska avsikterna (t.ex. om det är önskvärt att sänka långa räntor för att få upp inflationen mot målet), eftersom marknadens förväntningar kommer att påverka lutningen på räntekurvan.

Riksbanken har i allmänhet haft en utmärkt kommunikationsstrategi, men dess framåtblickande vägledning har länge fått en del kritik. Utfallen har inte legat i närheten av den prognosticerade reporäntebanan, vilket delvis kan förklara varför den framåtblickande vägledningen inte verkar påverka marknadens förväntningar så mycket som man hade kunnat vänta sig. Detta gäller i ännu högre grad när man i prognoserna också signalerar om tillgångsköp och andra viktiga komponenter. Riksbanken har själv lagt mindre vikt vid dessa prognoser för räntebanorna än den gjorde tidigare och uppfattar dem framför allt som ett sätt att vara transparent (givet att Riksbankens makroekonomiska prognoser ska stämma överens med den förväntade räntebanan). Det kanske är dags att ompröva metoden för att tillkännage en förväntad räntebana och klargöra när (som i nuläget) den inte innebär ett åtagande, och att räntebesluten är beroende av hur de ekonomiska förhållandena utvecklar sig.

Ett tillfälle när den framåtblickande vägledningen skapade viss friktion var avsikten att höja reporäntan tillbaka till noll, som tydligt signalerats från och med 2018. Som tidigare nämnts pekade de makroekonomiska omständigheterna i slutet av 2019 inte lika tydligt mot att det var rätt väg att gå, men de tidigare signalerna hade skapat starka marknadsförväntningar som Riksbanken inte ville svika.

En lite annan form av problem med den framåtblickande vägledningen uppstod 2020: räknat från det att Riksbanken tillkännagav sin avsikt att köpa företagsobligationer tog det flera månader att förbereda genomförandet av denna åtgärd. När förberedelserna väl var klara kan man nog hävda att köpen inte längre behövdes, men Riksbanken kände sig tvungen att genomföra dem för att behålla sin trovärdighet. Den verkade helt enkelt vara låst till sin tidigare framåtblickande vägledning. Med ett något mer nyanserat tillkännagivande hade detta kunnat undvikas.

Påverkan av internationella faktorer

Genomförandet av den svenska penningpolitiken begränsas ofrånkomligen av starka kopplingar till omvärlden – inte bara till euroområdet och andra medlemmar i Europeiska unionen, utan även till finansiella marknader med US-dollar och den internationella ekonomin i stort. Detta blir tydligt när man tittar på hur räntorna sänktes innan ECB lanserade sitt utökade program för köp av tillgångar i början på 2015. Det var också märkbart i mars 2020, när stressen på finansmarknaden drabbade de flesta ekonomier mer eller mindre samtidigt, både direkt av pandemichocken och när internationella flöden överförde chocker från land till land.

Om penningpolitiken ska fungera väl i en sådan miljö krävs det att man lägger stor vikt vid internationella flöden och har sunda relationer med andra centralbanker. Några bra exempel på detta är swappavtalen med amerikanska Federal Reserve och med ECB, samt med andra länder där Sveriges roll snarare skulle vara att tillhandahålla medel än att ta emot.

Efter ett femårigt experiment har Riksbanken, i likhet med Bank of England och Federal Reserve, kommit fram till att den har störst möjlighet att fullgöra sitt mandat utan att använda negativa styrräntor. Det är dock slående hur de långa svenska obligationsräntorna verkar ha följt de tyska statsobligationsräntorna till mer negativa nivåer trots att (den korta) reporäntan vändes tillbaka till noll. Detta kan ses som en bekräftelse att förhållandena på den svenska finansmarknaden inte enbart styrs av Riksbanken.

Växelkurs

Den svenska kronans genomsnittliga växelkurs gentemot större valutor i utgången av den utvärderade perioden hade inte förändrats särskilt mycket jämfört med början av samma period. Detta är dock nettoresultatet av en fyraårsperiod av stadig försvagning gentemot euron, följt av en förstärkning från och med mars 2020. Att den svenska kronan inte är knuten till euron eller någon annan valuta kan ha möjliggjort en något större grad av penningpolitisk handlingsfrihet än vad som ibland förutsätts (även om det inte är lika uppenbart huruvida en annan penningpolitik skulle ha varit effektivare). Den bästa förklaringen till att Riksbanken övergav de negativa styrräntorna som expansivt verktyg skulle faktiskt kunna vara att Sverige delvis har varit fritt från begränsningarna med en internationell finansiell integration. Jämfört med den danska kronan (som i princip är låst till euron) och schweizerfrancan är den svenska kronan inte lika sårbar för kapitalinflöden när Sveriges korta räntor blir högre än ECB:s. Den svenska kronans svaga ställning gentemot euron höll i sig även efter det att reporäntan återgått till noll i början på 2020. Riksbanken har sålunda större handlingsutrymme i fråga om sina styrräntor.

Hur mycket uppmärksamhet bör ett land med en inflationsmålspolitik ägna åt växelkursutvecklingen? Den är tveklöst viktig som ledande indikator för importerad inflation. Den ensidiga inriktningen på inflationsmålet innebär

visserligen att fokus ligger på inflationsutsikterna, men många centralbankers direktionsledamöter, även hos Riksbanken, följer de eventuella negativa effekter som stora växelkursrörelser kan ha på olika produktiva sektorer (importörer och de som semesterar utomlands blir lidande vid en försvagad växelkurs, exportörer blir lidande vid en stärkt). Det är dock oklart om detta baseras på en fullständigt genomtänkt strategi för att integrera växelkursen i det svenska inflationsmålspolitiken: detta skulle behöva analyseras mer systematiskt.

Som tidigare nämnts tolkar vissa av Riksbankens beslutsfattare det som att den allmänna opinionen i Sverige förefaller se ett symbolvärde i att kronan inte betraktas som svag – även oberoende av vilka ekonomiska effekter det kan få. Om onödigt mycket vikt läggs vid sådana överväganden kan det i förlängningen leda till att inflationsmålet förlorar sin förankring. Detta har dock inte hänt ännu.

Ytterligare sidoeffekter av en expansiv penningpolitik

Användningen av en bredare uppsättning penningpolitiska verktyg, inklusive negativa räntor och tillgångsköp, för att uppfylla sitt prisstabilitetsmål har lett till att centralbanker har gett sig in på okänt territorium när det gäller sidoeffekter.

Sidoeffekterna av denna bredare uppsättning verktyg har fått större betydelse, oavsett om det gäller banksystemets funktion, överdrivet risktagande till följd av enkel finansiering, direkt finansiering av koldioxidintensiv industri eller negativa effekter på inkomst- och förmögenhetsskillnader. Sådana sidoeffekter och andra effekter som har diskuterats sedan länge, t.ex. de som påverkar makroekonomiska utfall såsom tillväxt och sysselsättning och även finansiell stabilitet, nämns inte uttryckligen i den nuvarande riksbankslagen, men de oroar uppenbarligen allmänheten (och kan komma att läggas till i kommande lagstiftning) och beslutsfattarna vid Riksbanken, vilket framgår av de offentliga uttalandena – och detta på goda grunder.

Riksbanken har inte fått en mer central roll för utformningen av den svenska finansiella stabilitetspolitiken, utan ansvarar enbart för en begränsad undergrupp av de tillgängliga ekonomiskpolitiska verktyg som kan användas för att motverka oönskat risktagande på bostadsmarknaden och andra tillgångsmarknader. Riksbanken kan fortfarande lämna råd om annan sådan politik och har goda förutsättningar för detta, med tanke på förmågan att bedriva makroekonomisk forskning och stå oberoende från olika former av kortsiktiga politiska påtryckningar, vilket ofta har lett till en motvilja mot att tillämpa makrotillsyn i andra länder. De berörda myndigheterna bör, om de inte är villiga att agera i enlighet med sådana råd, kunna förväntas förklara varför.

Frågan om hur den långa perioden med låga nominella och reala räntor påverkar ojämlikheten har uppmärksammats världen över. Det finns en tydlig koppling mellan låga räntor och höga tillgångspriser och det är uppenbart att förmögenhetskoncentrationen har ökat. Det ska noteras att de låga räntorna endast delvis är en konsekvens av den penningpolitik som har förts av världens

centralbanker och än mindre av Riksbanken. Om det hade förts en stramare penningpolitik i Sverige under denna period med relativt svag samlad efterfrågan, skulle det dessutom ha lett till högre arbetslöshet, vilket i sin tur skulle ha påverkat inkomstjämligheten negativt.

I likhet med andra centralbanker är det först relativt nyligen som Riksbanken har börjat titta på nettoeffekterna av sin expansiva penningpolitik på inkomst- och förmögenhetsjämlighet och på klimatförändring. Det har varit svårt att göra någon kvantifiering här, framför allt vad gäller förmögenhet (till skillnad från inkomst) och trots den senaste tidens policyuttalanden om ekologisk hållbarhet är det möjligt att Riksbanken behöver undersöka dessa frågor mer ingående. Framför allt borde data om förmögenhetsfördelning börja samlas in igen i Sverige. Riksbanken har nyligen (från 2021) intagit en mer kraftfull ståndpunkt än tidigare i fråga om klimatförändringen när det handlar om att välja företagsobligationer i sina program för tillgångsköp. Dessa åtgärder är viktiga om allmänheten ska ha fortsatt förtroende för sin centralbank, vilket är nödvändigt för att den ska kunna fungera effektivt.

Lagstiftning och mandat

Riksdagen överväger en revidering av riksbankslagen. För att en sådan oberoende institution ska kunna arbeta effektivt är det en fördel om (som nu föreslås) den lagstiftande församlingen klargör de sekundära mål som hittills har varit implicita, men utan att alltför specifikt föreskriva vilka penningpolitiska åtgärder som ska användas när institutionen fullgör sitt mandat. Vi gör inget försök att ta ställning till frågan om lagförslaget är förenligt med fördraget om Europeiska unionens funktionssätt.

Enligt lagförslaget skulle Riksbankens uttryckliga mandat utökas till att omfatta frågor som t.ex. nivån av ekonomisk aktivitet, vilket hittills faktiskt verkar ha beaktats som ett slags underförstått penningpolitiskt mandat. Förslaget om denna utökning och beslutet om att preciseringen av prisstabilitet ska underställas riksdagens godkännande visar tydligt att riksdagen med rätta är angelägen om att vara nära involverad, men utan att för den skull äventyra Riksbankens nödvändiga oberoende. Det är förstås lämpligt om lagstiftarna undviker att detaljstyra centralbanksverksamheten eller ifrågasätta centralbankens omdöme i tekniska frågor. Det bästa för Sverige är att ha en betrodd centralbank, som har tillgång till hela spektret av penningpolitiska verktyg samt kompetens att använda dem på ett klokt sätt för att fullgöra sitt mandat på lång sikt.

I sin nuvarande utformning har Riksbanken som sagt inget direkt ansvar för många av de makrotillsynsinstrument som nationella politiska beslutsfattare kan använda för att upprätthålla den finansiella stabiliteten. Men de snabba och omfattande åtgärder som Riksbanken införde i mars 2020 visar än en gång hur viktigt det är för Sverige att snabbt kunna utnyttja alla nödvändiga instrument för att säkerställa prisstabilitet samt makroekonomisk och finansiell stabilitet. Det går inte att klart skilja mellan centralbankens verktyg för

penningpolitik och finansiell stabilitet. I en kris finns det ingen tydlig skiljelinje mellan centralbankens verktyg för penningpolitik och finansiell stabilitetspolitik. När den lagstiftande församlingen fattar de slutgiltiga besluten om den nya lagens lydelse bör man därför undvika att införa dubbeltydiga förfarandekrav som kan försvåra möjligheten att använda penningpolitiska instrument på ett effektivt sätt, med den snabbhet och det handlingsutrymme som 2020 – liksom 2008 – visat sig så avgörande för att bekämpa snabbt försämrade finansiella förhållanden som äventyrar prisstabilitet och ekonomisk stabilitet.

Även om lagstiftningen till slut ger Riksbanken befogenhet att vidta alla nödvändiga åtgärder under omständigheter då det krävs skyndsamma insatser, kommer det att vara viktigt att se till att begränsningarna för användningen av verktyg för finansiell stabilitet inte utformas så att Riksbanken tvekar att vidta åtgärder så tidigt som krävs för att förhindra att en störning sprider sig och växer till en kris som man hade kunnat undvika. Det är mycket viktigt att detta inte skapar en ”inaction bias” (tendens att inte göra något) hos Riksbanken.

Framtiden

Pandemin var ett extremt exempel på en exogen chock – men det har även förekommit andra chocker. Eftersom ekonomiska prognoser inte är något exakt verktyg bör den penningpolitiska regimen inte bara vara väl anpassad efter den centrala makroekonomiska prognosen utan också kunna klara avvikelser från den. Riksbanken har bestått provet väl. Det kommer att vara viktigt att se till att den även fortsättningsvis har de verktyg och den handlingsfrihet som krävs för att bemöta oförutsägbara chocker i framtiden.

Det kommer en tid då det behövs en mindre expansiv penningpolitisk inriktning i Sverige. Med tanke på de olika verktyg som har använts de senaste tio åren och de tillgångar som har byggts upp i Riksbankens balansräkning kommer det, precis som i andra länder, att finnas en rad komplexa beslut att överväga inför den omställningen. Detta kommer att innebära stora utmaningar för kommunikationen. Eventuella effekter på den finansiella stabiliteten kommer att behöva beaktas. Några av de expansiva åtgärdernas sideeffekter, till exempel ojämlikhet och climateffekter, kommer att tendera att gå i motsatt riktning. Mot denna bakgrund kommer det att vara avgörande för Riksbanken att upprätthålla förtroendet hos riksdagen, andra myndigheter, hos finansmarknaderna och hos allmänheten.

Inledning

Denna utvärdering av den svenska penningpolitiken omfattar perioden 2015–2020. Det är den fjärde i raden av de utvärderingar har genomförts på uppdrag av riksdagens finansutskott under de senaste tjugo åren.¹ Direktiven till vår utvärdering finns i bilaga 1. Utvärderingen inleddes i mars 2021 och överlämnades till riksdagen i februari 2022 för översättning till svenska.

Vi vill tacka riksdagens finansutskott och Pär Elvingsson vid utskottets kansli för deras hjälp och samarbete med att ge oss de resurser som behövdes för denna utvärdering. Vi står i särskild tacksamhetsskuld till Marie Hesselman vid Riksbanken, som fick i uppdrag att bistå oss i arbetet. Hennes ingående kännedom om institutionerna, kunskap om centralbanksekonomi och omfattande nätverk har varit oerhört värdefulla. Trots att en så stor andel av vårt arbete måste utföras online och via videokonferens kunde hon anordna möten med alla motparter som vi kände att vi behövde träffa. Hon sammanställde och kartlade de uppgifter som behövdes för att analysera den finansiella och ekonomiska utvecklingen och hon hjälpte oss att hitta källor till publicerat och opublicerat skriftligt material. (Hon ska dock inte hållas ansvarig för några av de synpunkter och slutsatser som vi redogör för i det följande.)

Vi intervjuade varje person som varit ledamot av Riksbankens direktion under perioden 2015–2021. Medarbetare vid Riksbanken har varit oerhört hjälpsamma med att förklara sina tillvägagångssätt för att utforma penningpolitiska alternativ, arbetsmetoder och vilka ekonometriska modeller som de använder. Vi intervjuade också ledamöter av Finansinspektionen, ett antal oberoende ekonomer, såväl akademiker som företrädare för arbetsmarknadens olika parter, samt andra personer med synpunkter på och erfarenhet av penningpolitiken i Sverige. En fullständig förteckning över de personer vi har träffat finns i bilaga 2. Vi är mycket tacksamma mot dem alla för att de har hjälpt oss att basera vår utvärdering på solida underlag.

En femårig period av negativa styrräntor och två stora omgångar tillgångsköp (även kallade kvantitativa lättnader) var utmärkande för den period av svensk penningpolitik som vi utvärderar. Även om det fanns en uppenbar påverkan från en mer eller mindre parallell händelseutveckling i ekonomin hos Sveriges viktigaste handels- och finanspartner, var tidpunkten för och omfattningen av dessa kraftfulla åtgärder anpassade efter de nationella förhållandena. De var effektiva för att föra Sveriges inflation nära målet före covid-19-pandemin och för att skydda Sverige mot störningar på finansmarknaderna i mars och april 2020 och från en ännu djupare nedgång i den ekonomiska aktiviteten till följd av pandemin.

¹ Den första utfördes av Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin och avsåg perioden 1995–2005, den andra av Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet för perioden 2005–2010 och den tredje för perioden 2010–2015 av Marvin Goodfriend och Mervyn King.

Några av de verktyg som användes och de penningpolitiska beslut som fattades är fortfarande till viss del kontroversiella.

Det något förhastade beslutet att lyfta reporäntan från negativt territorium i slutet av 2019 – innan inflationen hade fått en fast förankring och med en fortfarande ganska hög arbetslöshet – är ett tecken på hur obekvämt Riksbanken kände sig inför de negativa räntorna.

Den valde faktiskt inte att sänka räntorna på nytt när pandemin slog till utan förlitade sig i stället på sin snabba reaktion med ett större program för tillgångsköp, där även bostadsobligationer (säkerställda obligationer) och företagsobligationer inkluderades, vilket var kontroversiellt. Dessa ytterligare tillgångsslag kunde motiveras med hänsyn till den stora finansiella paniken i mars och april 2020 och det kan konstateras att lugnet på finansmarknaden återställdes snabbt. Däremot är det inte lika uppenbart att långvariga köp av företagsobligationer under en längre period ger fördelar som uppväger riskerna, däribland riskerna för centralbankens anseende som opartisk förvaltare av monetära och finansiella förhållanden i allmänhetens intresse.

Det exceptionellt låga globala ränteläge som de svenska penningpolitiska besluten måste fattas inom ledde till höjda marknadspriser på såväl reala som finansiella tillgångar – vilket förvärrade förmögenhetskoncentrationen. Genom att understödja sysselsättningen skyddade Riksbanken med sin expansiva penningpolitik ändå genomsnittsinkomsterna i den lägre delen av fördelningskurvan, vilket sannolikt innebär att inkomstskillnaderna inte förvärrades totalt sett.

Erfarenheterna av denna anmärkningsvärda period 2015–2020 visar återigen det breda spektrum av penningpolitiska verktyg som behöver användas vid chocker i de senaste årens kraftigt skuldsatta och volatila finansvärld och vikten av att sätta in dem snabbt och flexibelt. Det är fortfarande en utmaning att kommunicera om dessa komplicerade företeelser, särskilt med hänsyn till de komplexa sidoeffekterna för de övergripande ekonomiska politiska målen, inbegripet bank- och finansmarknadernas funktion i allmänhet, finansiell stabilitet, ekonomisk ojämlikhet och klimatförändring. Riksbanken har kommunicerat om sin penningpolitik och tankegångarna bakom den med de olika aktörerna på ett tydligt och effektivt sätt. Inriktningen i vissa nya lagförslag tyder dock på att Riksbanken behöver bli mer effektiv när det gäller att övertyga lagstiftarna om värdet för Sverige av att banken får ha kvar sin handlingsfrihet, så att den på ett oberoende sätt kan använda alla sina tillgängliga verktyg för att säkerställa att den, i lämpligt samarbete med andra statliga myndigheter, kan fullgöra sitt mandat effektivt.

Huvuddelen i rapporten har följande disposition:

- Eftersom prisstabilitet är den primära uppgiften i Riksbankens nuvarande mandat diskuterar vi i kapitel 1 det mål som används och det övergripande resultatet i förhållande till det målet.
- I kapitel 2 beskrivs de åtgärder som vidtogs under de första fem åren av den period som vi utvärderar, 2015–2019, då den viktigaste styrräntan var

negativ. Med hänsyn till våra föregångares kommentarer om direktionens överläggningar tidigare år, ser vi på hur situationen har förändrats i detta avseende och vi tittar även på Riksbankens kommunikation och prognosförmåga, samt i vilken utsträckning den har varit effektiv när det gäller att förankra marknadens förväntningar.

- I kapitel 3 behandlas 2020 för sig, tillsammans med de särskilda åtgärder som vidtogs i ett tidigt skede det året för att hantera störningarna på finansmarknaden och i ekonomin till följd av pandemin.
- I kapitel 4 diskuteras effektiviteten i tre viktiga delar av penningpolitiken som ibland betraktas som ”okonventionella” och som har använts både i Sverige och i flera andra relevanta centralbanker sedan den globala finanskrisen, dvs. negativa räntor, direkta tillgångsköp och framåtblickande vägledning.
- Penningpolitiken i en liten öppen ekonomi som Sverige begränsas starkt av externa faktorer. Kapitel 5 inriktas på dessa och vi tittar framför allt på hur växelkursförändringar har påverkat penningpolitiska beslut under den utvärderade perioden.
- Penningpolitiska verktyg kan också få stora effekter på den finansiella stabiliteten och även på icke-finansiella aspekter av ekonomin, såsom ojämlikhet och klimatförändring. I kapitel 6 bedöms i vilken omfattning dessa har varit relevanta i en svensk kontext.
- I kapitel 7 behandlas frågan om ny lagstiftning och vikten av att se till att ändringarna i riksbankslagen är utformade så att Riksbanken effektivt och snabbt kan agera utifrån sitt mandat.
- Därefter följer några avslutande kommentarer.

Rekommendationerna till följd av vår analys läggs fram direkt efter denna inledning. De handlar om Riksbankens mandat och valet av målvariabel; betydelsen av negativa räntor och tillgångsköp i genomförandet av penningpolitiken, inklusive planeringen av att upphöra med en exceptionellt expansiv politik; betydelsen av växelkursrörelser för penningpolitikens utformning; kommunikation och framåtblickande vägledning samt transparensen i direktionens överläggningar; och slutligen om penningpolitikens sidoeffekter för ojämlikhet och klimatförändring. Vi tar upp de svårfångade utmaningar som uppstår i spelet mellan penningpolitik och finansiell stabilitet och har känt oss nödgade att varna för några problem som skulle kunna uppstå till följd av den föreslagna lagändringen.

Vårt intryck är att Sverige har tjänats väl av Riksbankens penningpolitik under den utvärderade perioden. Dess skickliga och engagerade medarbetare har fullgjort Riksbankens mandat effektivare än tidigare år. Vi håller med de föregående granskarnas bedömning om att Sverige kan vara stolt över sin centralbank och de personer som väljer att arbeta för banken.

Rekommendationer

R.1 Riksbankens penningpolitiska mandat

Den föreslagna utvidgningen av Riksbankens mandat i lagförslaget är välkommen, eftersom produktion och sysselsättning därmed inkluderas formellt som ett sekundärt mål.² I praktiken har Riksbanken redan vägt in realekonomin när den utformar sina penningpolitiska åtgärder, väl medveten om att ”en varaktigt låg och stabil inflation” inte kan säkerställas i en svag ekonomi. Det är dock positivt med ett förtydligande eftersom det bidrar till att undanröja eventuella tvivel om betydelsen av dessa överväganden.

R.2 Målet

Riksbankens övergång från KPI till KPIF som inflationsmått har varit lyckad. Genom att undvika ränteförändringarnas onaturliga mekaniska effekter på inflationsmålet, vilka uppstod när KPI utgjorde inflationsmålet, blir penningpolitikens inriktning tydligare.

Riksbanken bör kontinuerligt utvärdera inflationsmålsets utformning i vidare bemärkelse, med hänsyn till om andra ledande centralbanker ändrar sin strategi, framför allt om ett visst överskridande av målet bör godtas som kompensation för att målet har underskridits när styrräntans nedre gräns har nåtts. Det finns inget akut behov av att Riksbanken ser över sin strategi just nu, men målet bör inte tillåtas avvika alltför mycket från praxis för de större centralbankerna hos Sveriges ekonomiska och finansiella samarbetspartner. Variationsbandet på +/-1 procent kring målet kan utnyttjas i detta avseende inom ramen för det nuvarande regelverket.

Enligt befintlig lagstiftning är det Riksbankens sak att definiera prisstabilitet och välja inflationsmål. På så vis har Riksbanken ett oberoende som är jämförbart med ECB och Federal Reserve. Det är ett större oberoende än Reserve Bank of New Zealand, den centralbank som var först ut med att bedriva penningpolitik efter ett inflationsmål, där förhandlingar förs mellan Reserve Bank och regeringen, och betydligt större än Bank of England, som tilldelas inflationsmålet av den brittiska regeringen. Lagförslaget krav på att Riksbankens precisering av prisstabilitetsmålet ska godkännas av riksdagen innebär att Riksbanken i viss mån får minskat oberoende, men samtidigt är mer oberoende än många andra.

En viktig nackdel med detta förslag skulle dock kunna vara en risk för ”inaction bias” (tendens att inte göra något) om Riksbanken skulle vilja ändra inflationsmålet, men inte enkelt kan formulera detta på ett tillfredsställande sätt som skulle få nödvändigt stöd i riksdagen. Denna risk kan undvikas om

² Det är också viktigt att notera att vi inte gör något försök att ta ställning till frågan om lagförslaget är förenligt med fördraget om Europeiska unionens funktionssätt.

riksdagen fortsätter att i praktiken överlåta de tekniska aspekterna av inflationsmålets utformning.

R.3 Verktygslådan – räntor

Negativa styrräntor bör fortfarande ingå i verktygslådan. Erfarenheterna har generellt varit positiva, med ett nästan fullständigt genomslag från den viktigaste styrräntan till utlåningsräntor och andra viktiga räntor.

Subventionerade utlånings- eller inlåningsräntor har bland annat använts av Bank of England och ECB, men enbart för brett definierade segment. Riksbankens ”program för vidareutlåning” infördes under paniken i mars 2020 och hade en bred ansats – bankernas tillgång var enbart beroende av att medlen vidareutlånades till företag. Å andra sidan var den berörda subventionens omfattning begränsad, eftersom dessa säkerställda lån prissattes till reporäntan. Man skulle kunna föreställa sig framtida situationer då dessa åtgärder skulle kunna behövas på nytt. Samtidigt som detta var lämpligt med tanke på de särskilda omständigheter som rådde vid den tidpunkten ser vi inte några större fördelar med att Riksbanken går steget längre med att införa sådana snedvridningar. Subventioner för prioriterade ekonomiska sektorer bör hellre kanaliseras genom statsbudgeten.

R.4 Verktygslådan – tillgångsköp

Tillgångsköp (kvantitativa lättnader) har visat sig vara ett värdefullt verktyg, både i Sverige och i andra länder, där de kortfristiga styrräntorna har närmat sig sin nedre gräns. Nu när processerna för sådana program har prövats bör de fortsätta att ingå i verktygslådan och kan vara användbara för att påverka lutningen i avkastningskurvan även när styrräntan ligger över sin nedre gräns.

Att låta tillgångsköpen omfatta mer än svenska statsobligationer kan vara mindre önskvärt med tanke på de ekonomiska effekterna. Vi förstår att Riksbanken har påverkats av farhågor om att betydande ytterligare köp av svenska statsobligationer skulle kunna uppfattas som att man bryter mot fördragets förbud mot monetär finansiering.

Även om enbart obligationer med högre kreditvärde (investment grade) köps, pekar de eventuella politiska och ekonomiska nackdelarna med att bli involverad i omfördelningen av finansiering till större företag, och de kreditrisker som detta kan medföra, mot att köp av företagsobligationer och företagscertifikat endast bör övervägas under perioder av akuta störningar på marknaden.

Köp av bostadsobligationer (säkerställda obligationer) – som har utgjort den största delen av programmet för tillgångsköp – innebär helt klart att finansieringen i högre grad gynnar bostadsfastigheter. När Riksbanken överväger ytterligare inköp av säkerställda obligationer bör den noggrant utvärdera om denna viktiga sidoeffekt är önskvärd eller acceptabel.

R.5 Att avsluta expansiva åtgärder

Riksbanken bör i högre grad uppmärksamma scenarier där tillgångsköp och de andra extraordinära åtgärder som infördes under pandemin kan dras tillbaka och den bör förtydliga sina planer ytterligare. Framför allt bör den klargöra i vilken ordning den kommer att upphöra med köp av de olika tillgångsslagen. De första stegen bör vara att begränsa och därefter avsluta inköpen av företagsobligationer. Har Riksbanken (i likhet med flera andra centralbanker) för avsikt att höja räntorna innan den upphör med återinvesteringar?

Mer generellt bör ordningsföljden för de olika stegen när extraordinära penningpolitiska åtgärder avvecklas alltid planeras och kommuniceras offentligt.

R.6 Växelkursen

Vissa kritiker har framhållit att det vore önskvärt att i stället inrikta penningpolitiken på att säkerställa en stabilare växelkurs för den svenska kronan. Så länge det inte finns något beslut om att ansluta sig till euron anser vi att Riksbanken redan är tillräckligt uppmärksam på växelkursen inom ramen för arbetet med att upprätthålla prisstabiliteten. Detta verkar ha varit tillräckligt för att undvika kraftiga förändringar i valutans externa värde som kan få allvarliga konsekvenser för konkurrenskraften eller den finansiella stabiliteten.

R.7 Kommunikation och framåtblickande vägledning

Att förmedla skillnaden mellan sin prognos för reporäntan och sina penningpolitiska åtaganden är fortfarande en utmaning för Riksbanken, precis som för andra centralbanker. Även om Riksbanken vid upprepade tillfällen har påpekat att reporäntebanan är en prognos och inte ett åtagande, verkar allmänheten inte uppfatta den som enbart en prognos. Detta är en utmaning vad gäller framåtblickande vägledning och förtjänar att uppmärksammas mer i Riksbankens kommunikation. Riksbanken bör förtydliga vad som är en prognos, vad som är ett villkorat åtagande (och vilka villkoren är) och vad som är ett villkorslöst åtagande.³ Det är välkänt att detta inte är någon enkel uppgift, eftersom ekonomiska och finansiella marknadsförhållanden kan förändras på oförutsedda sätt och framtida direktionsledamöter kanske inte känner sig fullständigt bundna av åtaganden som gjorts av deras föregångare. Men detta visar bara ännu tydligare hur viktigt det är att planera kommunikationen kring den framåtblickande vägledningen, för att minska de åtföljande riskerna.

Det faktum att reporäntan inte är ett åtagande tenderar t.ex. att rimma illa med andra aspekter av Riksbankens framåtblickande penningpolitiska vägledning. Trots att företagsobligationernas ränteskillnader redan hade minskat när programmet för köp inom företagssektorn var klart i september 2020, kände sig Riksbanken tvungen att gå vidare med att aktivera det. Detta visar att

³ Det bör åtminstone betonas att prognosbanan för reporänta och tillgångsköp (ränta och tillgångsköp) är beroende av att de viktigaste inslagen i den ekonomiska prognosen förverkligas.

tillkännagivandet av detta program i mars 2020, både inom och utanför Riksbanken, uppfattades som ett åtagande och inte enbart en prognos som var beroende av marknadsförhållanden. Riksbanken kände att den måste uppfylla åtagandet om att genomföra programmet (för att upprätthålla trovärdigheten), trots att de omständigheter som låg till grund för detta program inte längre förelåg. Detta hade kanske inte varit nödvändigt om man redan från början hade kommunicerat vilka villkor som skulle behövas för att motivera att programmet aktiverades när det var klart.

Det finns mycket som talar för att vara lite vagare i sin framåtblickande vägledning om tillgångsköp, framför allt när det gäller längre tidshorisonter (t.ex. tillgångsslag, mängder). Här behöver man göra en avvägning mellan den eventuellt minskade effekten på förväntningarna om man blir mindre specifik, mot fördelen med att behålla möjligheten att vara flexibel i sina penningpolitiska beslut när utsikterna förändras.

Ett annat sätt att hantera problemet med tidsinkonsekvens för penningpolitiska prognoser/åtaganden, särskilt under perioder med stor osäkerhet, är att presentera alternativa scenarier. Riksbanken presenterade tidigare olika scenarier för styrräntan men har inte gjort det sedan 2015. Det kan vara ett effektivt sätt att förmedla osäkerhet kring den ekonomiska utvecklingen och på så vis även kring den framtida styrräntebanan.

R.8 Transparens i direktionens överläggningar

De offentliggjorda protokollen innehåller ganska detaljerade uttalanden från varje direktionsledamot om de ekonomiska utsikterna och argumenten för den räntebana som är önskvärd. I den bemärkelsen är direktionen mycket transparent och ger allmänheten information om hur varje direktionsledamot har kommit fram till sin ståndpunkt om den önskade penningpolitiska åtgärden. Men eftersom protokollen inte är strukturerade kring frågor ger de inte någon tydlig bild av debatten eller de interna diskussionerna. Det skulle vara önskvärt om det till protokollen kunde bifogas ett mer detaljerat analytiskt avsnitt som mer ingående fokuserar på de viktigaste frågor som diskuterades (särskilt de frågor där det uttrycktes skiljaktiga åsikter) och sammanfatta de olika åsikter som framfördes i dessa frågor.

R.9 Sekundärt mandat för finansiell stabilitet

I förslaget till riksbankslag föreskrivs separat att finansiell stabilitet ska vara ett sekundärt mandat. Inte heller i detta fall handlar det om att Riksbanken tidigare har förbisett det som sågs som ett underförstått mandat. Men genom att skilja mellan den lagstiftande befogenheten för åtgärder för finansiell stabilitet och den lagstiftande befogenheten för penningpolitik och genom att identifiera ett begränsat antal verktyg som ska betraktas som penningpolitiska verktyg leder lagförslaget till att det införs en lite artificiell uppdelning som sannolikt kommer att bli omöjlig att upprätthålla i praktiken. Likviditets-

stödets viktigaste operativa verktyg får nämligen med nödvändighet penningpolitiska konsekvenser. Erfarenheter från andra länder visar att när man försöker göra en uppdelning mellan verktyg som inriktas på prisstabilitet respektive finansiell stabilitet, kan det leda till åtgärder som inte är optimala för något av målen. De senaste åren har visat att det verkligen behövs en bredd av verktyg för att säkerställa att det penningpolitiska mandatet uppfylls. Denna verklighet avspeglas inte i det snäva fokus som föreslås i lagförslaget.

Den mest praktiska konsekvensen av den föreslagna uppdelningen avser kraven i 3 kap. 11 § i lagförslaget i fråga om samarbete med andra statliga myndigheter. Visst kan man i många fall förvänta sig ett sådant samarbete när strukturella policyförändringar planeras. Det bör dock inte bli en rutin att Riksbanken ska förväntas samråda om hur den använder sina likviditetsverktyg. Sista stycket i 3 kap. 11 § är formulerat för att se till att skyndsamma åtgärder inte fördröjs vid ett akut läge som i mars 2020. Men stycket är kanske inte tillräckligt starkt formulerat för att skydda Riksbankens penningpolitiska handlingsutrymme mot förfarandehinder och förseningar. Lagförslagets krav på att andra ska ges tillfälle att yttra sig kan leda till ”inaction bias” från Riksbankens sida. Detta skulle kunna bli aktuellt när det inte är så lätt att avgöra om de bakomliggande skälen för penningpolitiska åtgärder avser målet finansiell stabilitet eller prisstabilitet och när det kan vara svårt att fastställa om omständigheterna är sådana att man bör agera enligt ”krisläge”.

Penningpolitiska åtgärder kan få viktiga konsekvenser för den finansiella stabiliteten – och inte alltid i stärkande riktning. Den expansiva penningpolitiska miljön har t.ex. lett till tydlig uppåtpress på bostadspriserna, som kan medföra stabilitetsrisker.⁴ Skolboksreaktionen på sådana konflikter är t.ex. att använda makrotillsynsverktyg för att dämpa ogrundade förändringar i tillgångspriserna. Merparten av dessa verktyg kontrolleras för närvarande av Finansinspektionen. Om vi utgår från att den nuvarande arbetsfördelningen mellan Riksbanken och Finansinspektionen ligger fast, kan Riksbanken fortfarande lämna råd (vilket den också gör) om makrotillsyn som ligger utanför dess kontroll. Riksbanken har goda förutsättningar för detta, med tanke på förmågan att bedriva makroekonomisk forskning och stå oberoende från olika former av kortsiktiga politiska påtryckningar, vilket ofta har lett till en motvilja mot att tillämpa makrotillsyn i andra länder. Finansinspektionen och andra berörda myndigheter bör, om de inte är villiga att agera i enlighet med sådana råd, kunna förväntas förklara varför.

R.10 Penningpolitikens sidoeffekter på aspekter av miljö, sociala frågor och styrning

Den bredare uppsättning verktyg som centralbanker har använt sedan den globala finanskrisen och de extremt låga räntor som har dominerat under senare

⁴ Kopplingen mellan penningpolitik och bostadspriser i Sverige har varit föremål för akademiska ekonometrisk studier, t.ex. Rosenberg (2019).

tid har lett till att hittills bortglömda sidoeffekter av penningpolitiken har uppmärksammas. Framför allt har frågorna om penningpolitiken bör ta hänsyn till i) klimatförändring och ii) ojämlikhet hamnat i förgrunden både i Sverige och utomlands.

I praktiken har penningpolitiska åtgärder inte särskilt stor möjlighet att påverka klimatförändringen, men Riksbanken bör naturligtvis göra sin del. Detta kommer främst att uttryckas genom bankens policy för tillgångsköp. Riksbankens nya hållbarhetsstrategi, som började gälla från och med 2021, verkar vara väl utformad.⁵ Riksbankens rapporter till riksdagen om strategins tillämpning bör vara detaljerade och transparenta.

Penningpolitikens effekter på inkomst- och förmögenhetsfördelningen är komplexa, men deras generella riktning är tydlig: en expansiv penningpolitik minskar inkomstskillnaderna genom sin effekt på fördelningen av arbetsinkomster, samtidigt som den ökar förmögenhetsojämlikheten genom sin effekt på tillgångsvärderingar. Att kvantifiera dessa effekter har dock varit en utmaning i alla länder: den expansiva penningpolitiska banan sedan den globala finanskrisen har haft gynnsamma nettoeffekter för inkomstfördelningen i euroområdet, men kan ha varit något negativ i USA. Effekterna i fråga om förmögenhet kan ha varit sämre. I Sveriges fall har de data som krävs för att bedöma förändringar i förmögenhetsfördelningen inte samlats in under några år. Detta är något som borde rättas till. Det vore önskvärt att ha fler studier av penningpolitikens effekter på inkomst- och förmögenhetsfördelningen. I de fall där en rad olika penningpolitiska verktyg finns tillgängliga för att säkerställa prisstabiliteten, skulle sådana studier kunna bidra till att göra Riksbanken medveten om vilka val som kan få onödigt negativa effekter på ojämlikheten. Mer generellt finns det mycket att vinna på att i större utsträckning använda mikroekonomiska data i Riksbankens forskningsprogram.

De viktigaste verktygen för att påverka inkomst- och förmögenhetsfördelningen ligger dock inom ramen för regeringens fördelningspolitik. Även om en expansiv penningpolitik ökar förmögenhetsojämlikheten, kommer dessutom en åtstramande penningpolitik sannolikt att ge motsatt effekt, vilket betyder att dessa effekter kommer att jämnas ut sig under konjunkturcykelns gång.

⁵ Det kan jämföras med de något annorlunda strategier som nyligen tillkännagavs av jämförbara centralbanker som ECB, Bank of England och Federal Reserve. ECB:s ståndpunkt är den som har störst relevans eftersom den också har köpt företagsobligationer i penningpolitiskt syfte.

Kapitel 1 Prisstabilitet – att konvergera mot målet

1.1 Uppfylla mandatet – prisstabilitet och makroekonomiska sidoeffekter

Vi börjar med inflationen. Riksbankens nuvarande lagstadgade mandat för penningpolitiken är trots allt uteslutande inriktat på prisstabilitet. Detta är ovanligt för en modern centralbank. På ett plan skulle det kunna innebära att vår utvärdering kunde inriktas enbart på i vad mån Riksbanken har uppfyllt det målet. Men i sina tal visar policyskaparna tydligt att de relevanta beslutsfattarna även lägger vikt vid bredare konjunkturutveckling och sidoeffekter. I praktiken har Riksbanken alltid vägt in realekonomin när de penningpolitiska åtgärderna har utformats, väl medveten om att ”en varaktigt låg och stabil inflation” inte kan säkerställas i en svag ekonomi.

I förslaget till riksbankslag föreslås nu faktiskt att Riksbankens mandat ska utökas, så att produktion och sysselsättning, som i praktiken redan inkluderas, införs formellt som sekundärt mål. I förslaget till riksbankslag finns också en separat bestämmelse om ett sekundärt mandat för finansiell stabilitet. Även detta område har varit en viktig del av Riksbankens överväganden och har påverkat dess åtgärder.

I det här kapitlet fokuserar vi på hur Riksbanken har lyckat nå sitt prisstabilitetsmål totalt sett. Kapitlet innehåller även en sammanfattning av hur realekonomin har utvecklats under den utvärderade perioden. Här diskuteras besluten om hur inflationen ska mätas för penningpolitiska ändamål och valet av målvariabel. I senare kapitel kommer vi att gå närmare in på de åtgärder som Riksbanken har använt sig av och hur de har påverkat den svenska ekonomin.

1.2 Inflation i förhållande till målet 2015–2020

Åren före den utvärderade perioden präglades av en prisstagnation, som inte började korrigeras förrän efter Riksbankens penningpolitiska skifte i mitten av 2014.

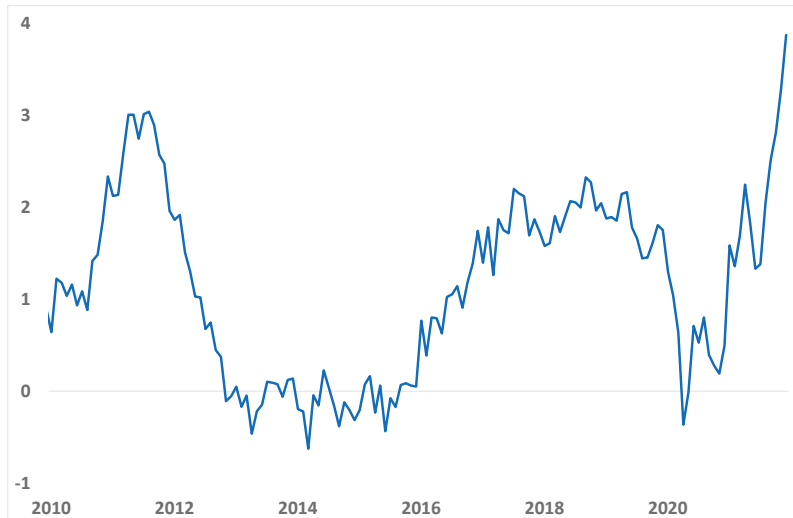
I slutet av 2014 hade KPI-inflationen i Sverige legat omkring noll i över tre år – en bra bit under Riksbankens målinflation på 2 procent. Bland de olika orsakerna till denna långsamma prisökningstakt kan man lätt se vilken betydelse Riksbankens penningpolitik hade. Dess viktigaste penningpolitiska verktyg, reporäntan⁶, höjdes under andra halvåret 2010 och första halvåret

⁶ Reporäntan är Riksbankens främsta styrränta. Riksbanken förvaltar sina finjusterande transaktioner, däribland försäljning av riksbankscertifikat till bankerna, för att säkerställa att det endast är en mindre bankinlåningsvolym som ersätts till Riksbankens lägre inlåningsränta. Även när det finns rikligt med banklikviditet har därför Riksbankens inlåningsränta mindre betydelse. Detta kan jämföras med euroområdet, där ECB:s inlåningsränta är den mest

2011, vilket dämpade den ekonomiska efterfrågan och fick inflationen att sakta in (diagram 1). Riksbanken började visserligen sänka reporäntan igen strax efter det att KPI hade börjat sjunka (alldeles i slutet av 2011), men räntesänkningarna genomfördes ändå alltför långsamt för att inflationen snabbt skulle kunna föras upp till målet igen.⁷

Diagram 1 KPI-inflation

Årlig procentuell förändring



Anm.: Detta är den förra målvariabeln KPI, som ersattes med KPIF 2017 för att ta bort tillfälliga effekter av ränteförändringar på uppmätt inflation.

Källa: SCB.

Med Riksbankens betydligt mer expansiva penningpolitiska inriktning från och med mitten av 2014 vände inflationen snart uppåt igen. Den genomsnittliga KPI-inflationen under 2016–2019 var 1,8 procent, alltså nära målet, och låg till och med över 2 procent under delar av 2017 och 2018. Detta var närmare tvåprocentsmålet än i de flesta andra länder, inklusive euroområdet (och merparten av de jämförbara små öppna ekonomierna (diagram 3)).⁸

Även om Riksbankens inflationsprognos med osäkerhetsintervall från och med början av 2015 kunde verka ge en alltför optimistisk bild av hur snabbt inflationen skulle återgå till målet, visade sig prognosen ändå vara rätt träff-

relevanta styrräntan under perioder med överskottslikviditet, vilket nu varit fallet i över ett decennium.

⁷ Eftersom målvariabeln (KPI-inflationen) påverkades automatiskt när bolåneräntorna sänktes, fick den sjunkande reporäntan en något missvisande effekt eftersom den ledde till att den uppmätta inflationen blev lägre under den här perioden. Men inflationen mätt med den alternativa serien KPIF, som är fri från denna artificiella effekt, sjönk så lågt som till noll i början av 2014 (diagram 2).

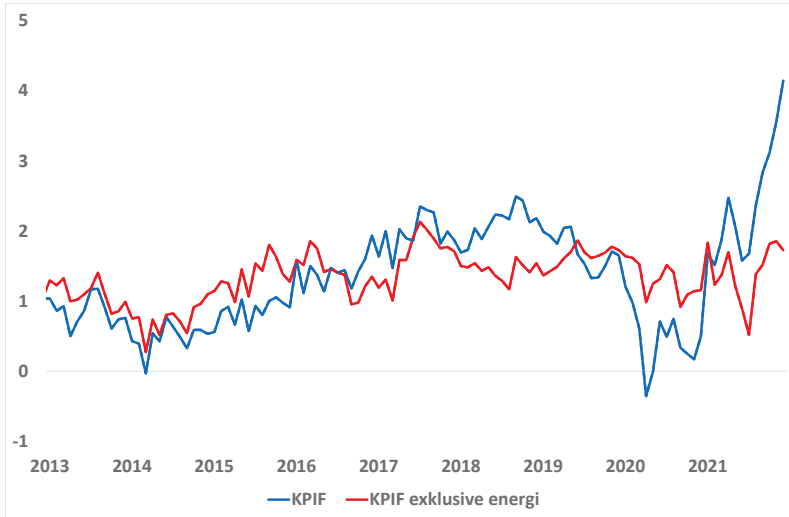
⁸ För att visa relevanta internationella jämförelser har vi inkluderat enkla genomsnittsdata för samtliga OECD-länder med cirka 5–20 miljoner invånare och en BNP per capita på minst 40 000 US-dollar i köpkraftspariteter, närmare bestämt Danmark, Israel, Norge, Nya Zeeland, Schweiz, Sverige och Tjeckien. (Sverige har en befolkning på 10,4 miljoner invånare och en BNP per capita på cirka 59 000 US-dollar nominellt och 56 000 US-dollar i köpkraftspariteter.)

säker (diagram 4). Om man använder alternativa KPIF-inflationsdata (som förklaras nedan antogs KPIF som formell målvariabel i oktober 2017) låg inflationen gott och väl inom Riksbankens variationsband på ± 1 procent under hela perioden 2016–2019.

Nedgången till en inflation på i genomsnitt 0,5 procent under pandemiåret 2020 återspeglar tydligt de ovanliga ekonomiska förhållandena det året – 12-månadersinflationen var till och med negativ en kort period i början av 2020.

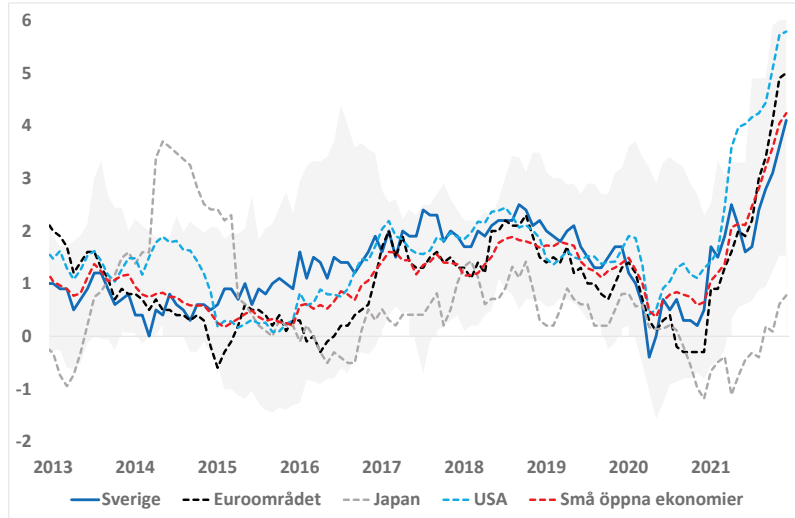
Diagram 2 KPIF-inflation och KPIF exklusive energi

Årlig procentuell förändring



Anm.: Detta är den nya målvariabeln KPIF.

Källa: SCB.

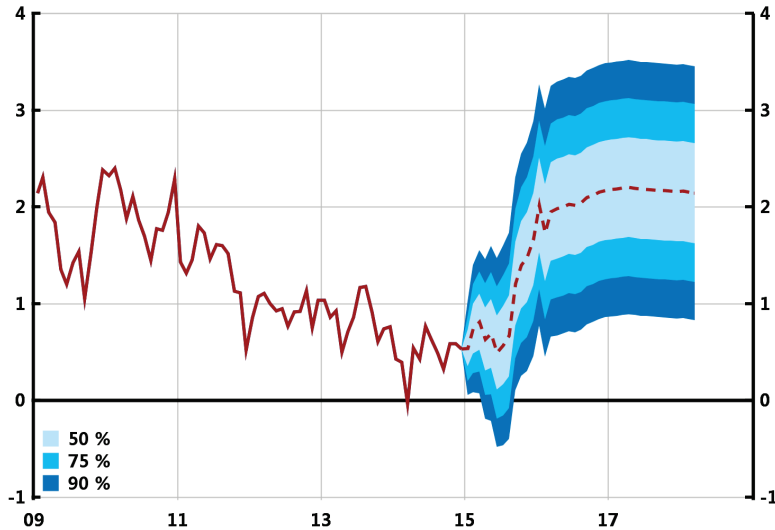
Diagram 3 Inflation i Sverige och ett urval länder 2013–2021*Årlig procentuell förändring*

Anm.: Målinflation. Det skuggade området motsvarar utfallsintervallet för jämförbara små öppna ekonomier: Danmark, Israel, Norge, Nya Zeeland, Schweiz, Sverige och Tjeckien. Små öppna ekonomier är ett genomsnitt av dessa länder.

Källor: Bureau of Economic Analysis (USA), Danmarks Statistik, Eurostat, Israels statistiska centrabyrå, japanska kabinettkontoret, SCB, schweiziska statssekretariatet för ekonomiska frågor, Statistics New Zealand, Statistisk sentralbyrå (Norge) och Tjeckiens statistikmyndighet.

Diagram 4 Riksbankens inflationsprognos med osäkerhetsintervall från början av 2015

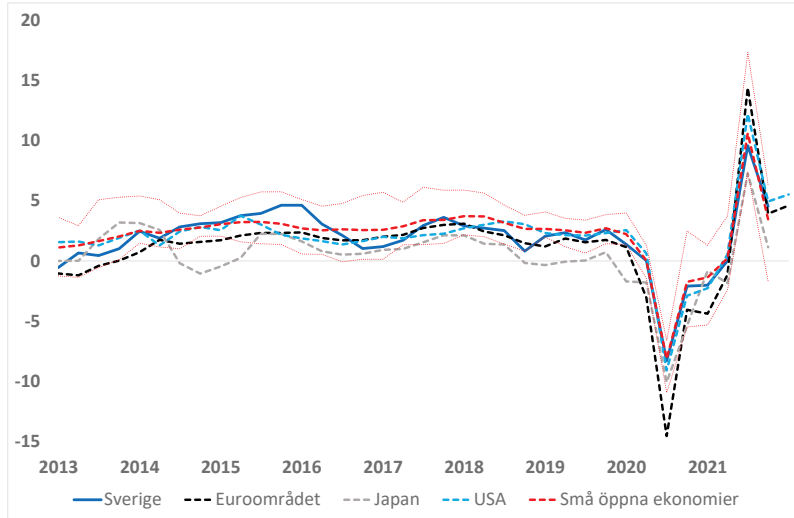
Procent



Anm.: Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. KPIF är KPI med en fast bolåneränta.

Källa: Riksbankens penningpolitiska rapport februari 2015.

Det relativt tillfredsställande inflationsresultatet 2015–2019 uppnåddes under makroekonomiska förhållanden som generellt sett var förhållandevis stabila. Den genomsnittliga årliga BNP-tillväxten 2015–2019 var 2,6 procent (bäst 2017), med en sysselsättningstillväxt på ungefär hälften av den nivån (diagram 5). BNP-tillväxten per capita uppgick till i genomsnitt 1½ procent. Detta var bättre än euroområdet, men inte lika bra som t.ex. Danmark eller genomsnittet av jämförbara små öppna ekonomier. (Om man lägger till 2020 sjunker genomsnittet till 1,7 procent.) Det förekom några fläckvisa brister under 2016, 2018 och 2019.

Diagram 5 BNP, årlig tillväxt i Sverige och ett urval länder 2013–2021*Årlig procentuell förändring*

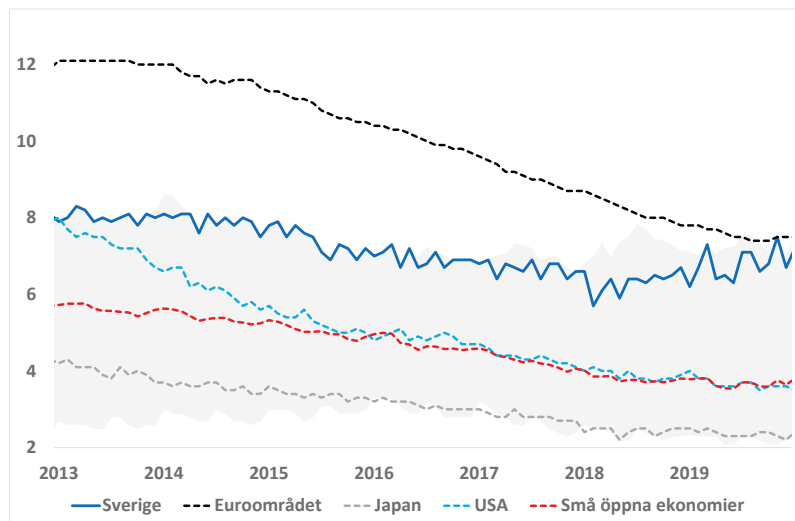
Anm.: Små öppna ekonomier avser genomsnittet av jämförbara små öppna ekonomier och omfattar Danmark, Israel, Norge, Nya Zeeland, Schweiz, Sverige och Tjeckien. De röda streckade linjerna anger det högsta och lägsta utfallet för dessa länder.

Källor: Bureau of Economic Analysis (USA), Danmarks Statistik, Eurostat, Israels statistiska centralbyrå, japanska kabinettkontoret, SCB, schweiziska statssekretariatet för ekonomiska frågor, Statistics New Zealand, Statistisk sentralbyrå (Norge) och Tjeckiens statistikmyndighet.

Arbetslösheten låg på i genomsnitt 6,8 procent 2015–2019 och var i slutet av den perioden mindre än 1 procentenhet lägre än i början eftersom det hade skett en viss omsvängning under 2019. Detta var en betydligt långsammare minskning än i euroområdet och under genomsnittet för jämförbara små öppna ekonomier, men ungefär på samma nivå som i Danmark (där emellertid den genomsnittliga arbetslösheten låg strax över 4 procent) (diagram 6). Invandringen av asylsökande var en bidragande faktor till att minskningen av arbetslösheten saktade in, eftersom många av den senaste tidens invandrare har haft svårt att ta sig in på arbetsmarknaden (diagram 7).

Diagram 6 Arbetslöshet, Sverige och ett urval länder 2013–2019

Procent

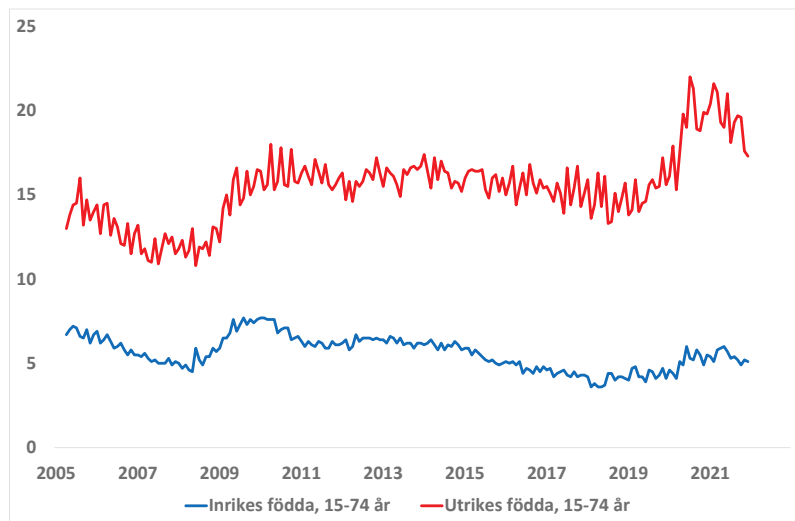


Anm.: Det skuggade området motsvarar utfallsintervallet för jämförbara små öppna ekonomier: Danmark, Israel, Norge, Nya Zeeland, Schweiz, Sverige och Tjeckien. Små öppna ekonomier är ett genomsnitt av dessa länder.

Källor: Bureau of Economic Analysis (USA), Danmarks Statistik, Eurostat, Israels statistiska centralbyrå, Japans statistikkontor, Norges arbeids- och välfärdsförvaltning (NAV), SCB, schweiziska statssekretariatet för ekonomiska frågor, Statistics New Zealand och tjeckiska arbets- och socialministeriet.

Diagram 7 Arbetslöshet, inrikes och utrikes födda 2005–2021

Procent



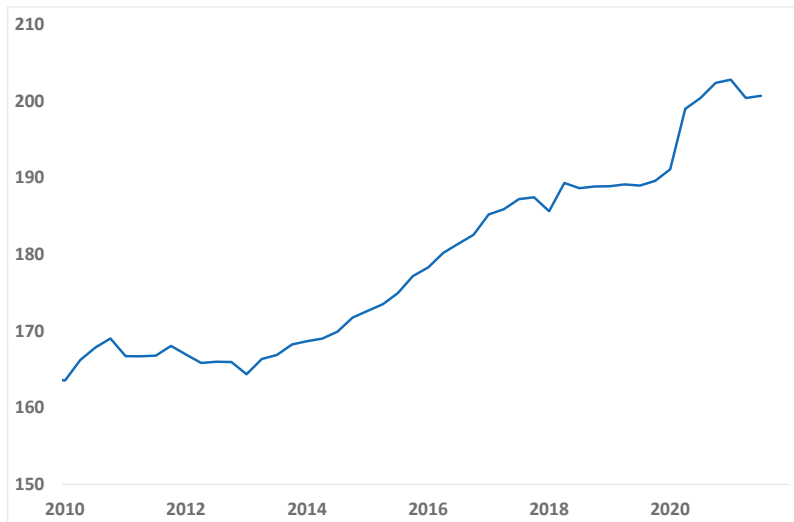
Källa: SCB.

Precis som på andra håll i världen ledde pandemiutbrottet i Sverige till en markant nedgång i den samlade ekonomiska aktiviteten från och med mars 2020,

en stegrad arbetslöshet och en kraftigt minskad inflation. Sverige hade dock en lägre BNP-nedgång än de flesta andra utvecklade ekonomier, men däremot en brantare ökning av arbetslösheten, som legat högre än i de flesta andra utvecklade ekonomier precis före pandemin. Inflationen sjönk i början av 2020, men återhämtade sig snabbt och var tillbaka i närheten av 2 procent (1,7 procent) i januari 2021.

Det är också värt att notera att hushållens skuldsättning – som redan låg på rekordnivåer och ökade i snabb takt i början av 2016 – planade ut på cirka 190 procent av den årliga disponibla inkomsten under perioden 2017–2020 (diagram 8). Bostadspriserna följde en tämligen likartad bana (diagram 9).

Diagram 8 Hushållens skulder som procentandel av disponibel inkomst



Källa: SCB.

Diagram 9 Reala bostadspriser 2015–2021

Index, januari 2015 = 100



Anm.: Bostadspriser deflaterade med KPIF.

Källor: Valueguard och SCB.

Bytesbalansen, som hade legat på över 5 procent av BNP under 2013–2014, sjönk till under 3 procent 2017–2019.

1.3 Att mäta inflationen

Olika mått på underliggande inflation

Tidigare års farhågor när det gäller hur inflationen mäts i Sverige har avtagit under senare år. Trots att Riksbanken har angett minst sju olika inflationsmätande serier som utgångspunkt, har fokus för diskussionen legat på hur kostnader för ägarbebodda bostäder ska behandlas i KPI (jfr diagram 1 och 2).

För att mäta bostadskostnader för ägarbebodda bostäder används ett flertal rätt olika metoder runtom i världen. I det europeiska harmoniserade indexet HIKP, som ECB använder som målvariabel, exkluderas merparten av kostnaderna för ägarbebodda bostäder. Den metod som Sverige använder för KPI (att tillämpa en aktuell bolåneränta på ett långt glidande medelvärde för bostadspriser) innebär att en sänkning av Riksbankens styrränta (som förväntas öka inflationen) automatiskt leder till sänkt KPI. Av detta följer att rörelser i styrräntan ger ett visst mått av volatilitet i KPI som kan vara missvisande för penningpolitikens inriktning. För att komma förbi det problemet har Riksbanken länge följt KPIF som ett viktigt mått på underliggande inflationstrender. Efter diskussion ersattes KPI av KPIF som formell penningpolitisk målvariabel i oktober 2017. Med tanke på de måttliga ränterörelserna under den utvärderade perioden har den här förändringen hittills fått ganska liten faktisk effekt.

Mäta inflation under pandemiåren

Precis som i alla länder har pandemiåren lett till stora förändringar i konsumtionens sammansättning, vilket återspeglar konsumtionsbegränsningarna för en rad olika varor och tjänster, särskilt de som inbegriper mänsklig kontakt. Det skulle kunna bli missvisande att använda 2018 års konsumtionsvikter för att beräkna 2020 års KPI, och metoden har därför behövt genomgå ad hoc-revideringar. Sett i ett penningpolitiskt perspektiv förefaller det rimligt att inte lägga någon större vikt vid nedgången i den uppmätta inflationen under 2020 när penningpolitiken för 2021 och framåt ska fastställas. En framåtblickande penningpolitisk strategi skulle bortse från övergående pandemieffekter.

1.4 Utvärdering av inflationsmålet

Under senare år har framträdande forskare i flera länder (se t.ex. de exempel som har tagits upp av Gagnon och Collins 2019) framkastat att 2 procent kunde vara ett alltför lågt inflationsmål, eftersom nominella styrräntor så ofta når eller närmar sig sin nedre gräns. Oavsett om det ligger något i dessa förslag, vore det ett misstag om en liten och öppen utvecklad ekonomi som Sverige införde ett helt annat inflationsmål än sina större handelspartner, särskilt med tanke på den konstanta press detta skulle innebära för valutakursen.

En annan tes som har framkastats i internationella diskussioner gäller om ett överskridande av målet ska tillåtas få kompensera för ett underskridande orsakat av att ha nått styrräntans nedre gräns (Bernanke 2017). Ett visst mått av överskridande anges nu i de strategier som har tillkännagetts från såväl amerikanska Federal Reserve som ECB (Powell, 2020; Europeiska centralbanken 2021; Reichlin m.fl. 2021). Exakt vilka konsekvenser som dessa nya formuleringar kommer att få är än så länge lite otydligt, även om det står klart att det inte finns någon avsikt att sikta på en genomsnittlig inflation över 2 procent på medellång sikt. Under de senaste fem åren sjönk inte den ackumulerade inflationen i Sverige lika långt under 2 procent som den gjorde i euroområdet. Det här problemet är därför kanske inte lika akut för Sveriges del. Man bör dock ha i åtanke att euroområdets penningpolitik kan bli mer expansiv och Riksbanken kommer då att behöva säkerställa att dess penningpolitiska ramverk inte systematiskt bortser från de nya penningpolitiska förutsättningarna, vilket medför en risk för en oönskad appreciering av den svenska kronan. Om inflationen överskrider över tvåprocentmålet en viss tid är detta förenligt med det nuvarande ramverket som inbegriper ett variationsband på ± 1 procent runt tvåprocentmålet.

Kapitel 2 Penningpolitiken i praktiken 2015–2019

I det här kapitlet beskrivs de penningpolitiska åtgärder som Riksbanken har antagit under perioden 2015–2019.

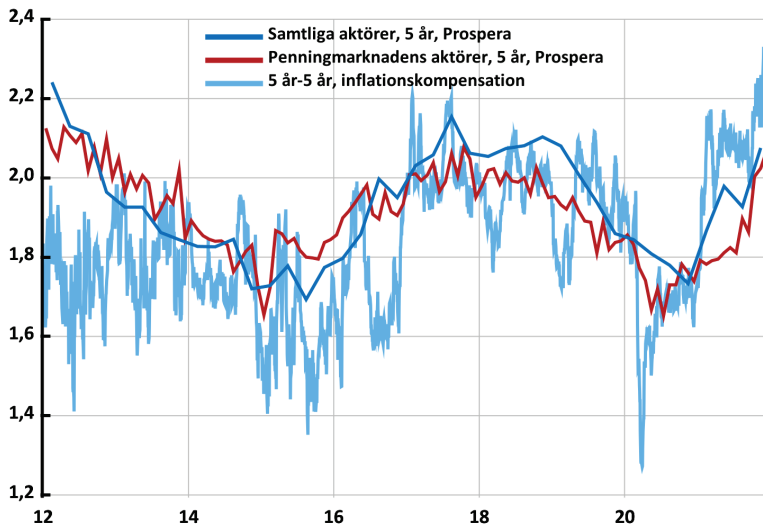
De fem åren före pandemin kan delas upp i två ganska tydliga faser när det gäller användningen av penningpolitiska instrument.

2.1 Fas A 2015–2018

Under den här fasen bekräftades att Riksbanken upphört med sin tidigare tendens att ”luta sig mot vinden” för att få bukt med överdrivna tillgångspriser. Den expansiva penningpolitiska inriktningen förstärktes av responsen på ECB:s kvantitativa lättnader och av ECB:s ytterligare sänkning av inlåningsräntan, som redan låg på negativa nivåer.

Sverige införde negativa räntor i början på 2015.⁹ I februari det året inledde ECB äntligen sitt program för köp av tillgångar – den mest omfattande lättnaden av dess penningpolitik dittills. Riksbanken, som gradvis hade sänkt sin reporänta från 2 procent i slutet av 2011, svarade genom att sänka reporäntan ytterligare 10 baspunkter. Därmed blev den negativ för första gången någonsin. Ytterligare två sänkningar tillkännagavs under det första halvåret 2015 (en av dem efter ett extrainkallat möte i mars), vilket drog ned räntan till $-0,35$ procent. Den sänktes sedan ytterligare i början på 2016, till den lägsta nivån någonsin: $-0,50$ procent. Lättnaderna kan bäst förstås mot följande bakgrundsfaktorer: den faktiska KPI-inflationen låg under sitt mål (efter att ha legat på eller under noll i över två år 2012–2014, delvis pga. fallande energipriser), den finansiella marknadens inflationsförväntningar (mätt enligt inflationskompensationen 5 år-5 år) låg fortfarande kring endast 1,6 procent och framför allt fortsatte ECB att sänka sin inlåningsränta, som föll till $-0,40$ procent i mars 2016 (se diagram 10 och 11).

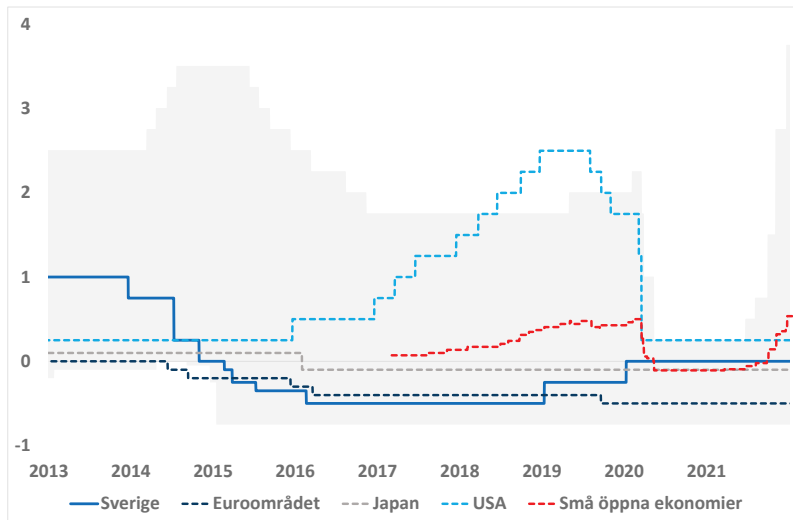
⁹ Riksbankens inlåningsränta var negativ tidigare under krisen, men den räntan har inte varit betydande för den penningpolitiska transmissionen eftersom Riksbanken aktivt absorberar överskottslikviditet på interbankmarknaden till en takt nära reporäntan.

Diagram 10 Inflationsförväntningar*Årlig procentuell förändring*

Källor: Kantar Sifo Prospera och Riksbanken.

Diagram 11 Huvudsaklig styrränta i Sverige och ett urval centralbanker 2013–2021

Procent



Anm. Det skuggade fältet motsvarar utfallsintervallet för små jämförbara öppna ekonomier: Danmark, Israel, Norge, Nya Zeeland, Schweiz, Sverige och Tjeckien. Små öppna ekonomier är ett genomsnitt av dessa länder.

Källor: Bank of Israel, Bank of Japan, Danmarks Nationalbank, Europeiska centralbanken, Federal Reserve, Norges Bank, Reserve Bank of New Zealand, Schweiz nationalbank, Sveriges riksbank och Tjeckiens nationalbank.

Den generellt expansiva inriktningen understöddes av kvantitativa lättnader i form av köp av statsobligationer, dock i gradvis minskad omfattning, fram till 2020.

KPI-inflationen låg fortsatt nära noll under 2015 trots en aggressivt expansiv räntepolitik, men fick fart under 2016. (KPIF-inflationen, som inte hade sjunkit lika lågt som KPI, steg också under 2016.)

2.2 Fas B 2019

Efterhand som inflationen återgick till målet – och överskred det under korta perioder 2018 och 2019 pga. ökade energipriser – var behovet av extraordinära lättnader inte längre lika stort. Reporäntan ändrades ytterligare två gånger under vår sex år långa utvärderingsperiod: i början och slutet av 2019. Räntan höjdes till $-0,25$ procent i januari 2019 (vilket meddelades i december 2018) i samband med Riksbankens prognos, som indikerade en förväntning om ytterligare regelbundna höjningar. Nästa höjning skulle ske under andra halvåret 2019, och man räknade med att reporäntan skulle passera $+0,50$ procent mot slutet av 2020. Den andra höjningen (till noll) skedde dock inte förrän i januari 2020 (vilket meddelades i december 2019). Detta åtföljdes av att Riksbanken inte förväntade sig några ytterligare höjningar inom de närmaste sex kvartalen.¹⁰ ECB:s sänkning av inlåningsräntan till $-0,50$ procent i oktober 2019 var sannolikt en bidragande orsak till att räntenormaliseringen bromsade in.

Därmed övergavs den negativa räntan. Riksbanken var sist i raden av de fem centralbanker i världen som införde negativ ränta, men först ut att lämna det negativa territoriet. Varför? Kan detta förklaras av tidslinjen för Sveriges inflation och makroekonomiska utveckling, eller återspeglar det snarare strukturella skillnader eller andra synsätt på penningpolitiska alternativ?

Låt oss börja med att titta på inflationen. Den genomsnittliga KPIF-inflationen var 1,7 procent under 2019 (och sjönk under de två första månaderna 2020). Dessutom pekade varken inflationsförväntningarna enligt marknadsprissättningar eller professionella prognoser (från ”penningmarknadsaktörer”) vid slutet av 2018 på att inflationen på medellång sikt skulle vara över 2 procent.¹¹ Vid slutet av 2019 var även Riksbankens egen prognos att KPIF skulle förbli lägre än 2 procent under de tre nästföljande åren.¹²

Hur utvecklades arbetslösheten? Fanns det tydliga indikationer på att det behövdes en åtstramning? En kraftig nedgång i arbetslösheten under slutet av 2017 och början av 2018 (till strax under 6 procent) följdes av en återgång till högre (och ökande) arbetslöshet senare under 2018. I slutet av 2019 låg arbetslösheten på 6,7 procent och var endast $\frac{3}{4}$ procentenhet lägre än den hade varit

¹⁰ Räntekorridoren för styrrentan, som hade legat på ± 75 baspunkter runt reporäntan, blev snävare i slutet av oktober 2019 så att inlåningsräntan endast var 10 baspunkter lägre än reporäntan, medan räntan på den stående utlåningsfaciliteten fortfarande låg 75 baspunkter över. Korridoren smalnade av ytterligare under 2020.

¹¹ Vid den tidpunkten var prognosen att KPIF och KPIF exklusive energi skulle nå 2 procent under 2021 (se diagram 10).

¹² Hushållen hade fortsatt mycket högre förväntningar än företagen eller de som var verkamma inom finanssektorn, och betydligt högre än den faktiska inflationen.

vid slutet av 2014, samtidigt som den låg över nivån från 2007–2008 före den globala finanskrisen (se diagram 6).

I jämförbara länder var det en mer omfattande nedgång i arbetslöshet under de åren. I grannlandet Finland minskade arbetslösheten med 2,4 procentenheter, och i euroområdet som helhet sjönk den med 4 procentenheter. Båda hade dock haft en betydligt högre arbetslöshet i slutet av 2014. I USA sjönk arbetslösheten med 2,0 procentenheter och i Storbritannien med 1,8 procentenheter. Till och med i Danmark och Norge, där arbetslösheten låg på bara 4,8 respektive 2,7 procent vid periodens början, noterades en minskning på 1,1 respektive 0,5 procentenheter. Svenska ekonomer verkar vara eniga om att resursutnyttjandet och sysselsättningen låg på höga nivåer under 2019 och att den relativt höga arbetslösheten främst återspeglar en strukturell utmaning att fånga upp invandrare som saknar rätt kompetens för att komma i arbete. Denna bild stämmer dock inte överens med den svaga – men tydliga – uppåttrenden i arbetslöshet bland svenskfödda sedan början av 2018 (se diagram 7). (En ytterligare komplikation beror på tillförlitligheten hos de olika datakällorna om arbetslöshet och arbetskraftsdeltagande. Det förekom betydande datarevideringar och fanns fortsatta frågetecken om vissa av dessa data var tillförlitliga.)

Även om den omfattande invandringen av personer som var obekanta med de ekonomiska villkoren i Sverige bidrog till Sveriges misslyckande med att få ned arbetslösheten, och även om detta självklart innebär utmaningar för regeringens kompetensutvecklingsåtgärder som ska bidra till att invandrare integreras på arbetsmarknaden, pekar just detta snarare mot att ekonomin hade behövt ”växla upp” under en period i syfte att skapa bättre möjligheter för personer utan särskilda kunskaper eller erfarenhet att integreras på arbetsmarknaden. Det skulle behövas mer ingående forskning på mikronivå för att bedöma i vilken grad en ”högre växel” i ekonomin skulle hjälpa lågkvalificerade arbetstagare.

Alltså pekade varken pris, tillväxt eller utveckling i sysselsättningen särskilt starkt mot ett behov av en stramare penningpolitik under 2018–2019. Inte heller pekade de samlade tillväxtutsikterna i någon annan riktning. I slutet av 2018 var ju faktiskt Riksbankens prognos för BNP-tillväxten under 2019–2020 lägre än 2 procent på årsbasis.

I linje med detta kom både beslutet i december 2018 om att höja räntan och tillkännagivandet i september följande år om att ännu en höjning kunde förväntas inom sex månader oväntat för aktörerna på finansmarknaderna (De Rezende och Ristiniemi 2020).

Det verkar alltså som att beslutet om att börja höja styrräntan kom tidigare än vad andra ledande centralbanker skulle ha valt, att döma av deras dåvarande penningpolitiska uttalanden. ECB har till exempel tydliggjort sin intention att inte höja räntorna ”förrän man har sett att inflationsutsikterna stadigt rör sig mot” sitt mål. Vidare konstaterar den amerikanska centralbanken Federal Reserve nu att ”efter perioder där inflationen har legat under 2 procent bör en lämplig penningpolitik ha som mål att uppnå en inflation som ligger måttligt

över 2 procent under en tid.” Även om Federal Reserve övergick till denna typ av policy (som mer liknar ett genomsnittligt inflationsmål) först 2020, verkar Riksbankens åtgärd 2018–2019 att strama åt vid första tecknet på att priserna ökade med cirka 2 procent ändå höra till de mer hökaktiga bland dagens penningpolitiska inriktningar.

Överlag kan åtstramningen under 2019 anses något förhastad. (En blygsam ökning av kvantitativa lättnader under 2019 uppvägde dock åtstramningen av reporäntan något.)

Det är svårt att undvika intrycket att Riksbanken var obekvämd med det negativa ränteläget. Även om offentlig statistik pekar mot att inlåningsräntorna mestadels förblev positiva, noterades en del negativa inlåningsräntor för vissa företagskunder. Riksbanken var främst oroad över att ihållande negativa styrrentor i förlängningen skulle leda till negativa inlåningsräntor för hushåll. En sådan utveckling skulle kunna undergräva allmänhetens stöd för Riksbankens åtgärder – det fanns tecken på att bankerna planerade något i den riktningen.

Den svenska kronans externa värde kan ha varit ytterligare en faktor att ta hänsyn till. De tidigare farhågorna om en eventuell övervärdering hade sannolikt minskat. Den fortsatta försvagningen av valutan hade i själva verket lett till en allmän uppfattning (i vissa kretsar) om bredare ekonomisk svaghet, vilket, trots att så inte var fallet, tolkades av vissa som att allmänhetens stöd för Riksbankens policyinriktning försvagades.

Kunde Riksbanken ha presterat bättre under perioden 2015–2019? Denna översikt tyder på att även om inflationen och arbetslösheten påverkades positivt av policylättnaderna under 2014 och 2015, vilket var ett bra resultat och betydligt bättre än vad som uppnått tidigare år, hade Riksbanken kunnat åstadkomma en något bättre utveckling om man hade avstått från åtstramningen i slutet av 2018. Inflationen skulle förmodligen inte ha ökat så mycket, och det högre trycket på efterfrågan skulle sannolikt ha lett till en något lägre arbetslöshet.

2.3 Överläggningar

Även om det förekom tydliga meningsskiljaktigheter i Riksbankens direktion var reservationerna färre och motsättningarna mindre långvariga under den utvärderade perioden än under de föregående fem åren (12 reservationer under de sex åren 2015–2020 jämfört med 42 under de fem åren 2010–2014, vilket är en genomsnittlig minskning med fyra femtedelar). Meningsskiljaktigheterna verkar inte heller ha varit lika djupa som under den föregående perioden. Reservationerna har varit relativt konsekventa, med som mest en eller två personer som reserverat sig: till förmån för högre räntor under mötena 2015–2018 och till förmån för lägre räntor 2018 och 2019. Det var ofta samma personer som lämnade reservationer.¹³

¹³ Vad gäller räntor reserverade sig Ohlsson mot beslutet att sänka räntan under mötet i juli 2015. Inte heller vid mötet i februari 2016 togs ett enhälligt beslut: Flodén och Ohlsson reserverade sig mot beslutet att sänka reporäntan till –0,5. Nästa reservation lämnades 2018.

De penningpolitiska mötescyklerna sträcker sig över ungefär fem veckor. Under de två första veckorna diskuterar direktionen den senaste utvecklingen i den svenska ekonomin (inbegripet medarbetarnas ”nowcast”), på de finansiella marknaderna och i den internationella ekonomin. Sedan diskuteras den troliga framtida utvecklingen i ekonomin i Sverige, och utsikterna för löner och priser. Medarbetarna förbereder preliminära prognoser och policyalternativ för direktionen, som sedan diskuterar och reviderar dem. Även om medarbetarnas underlag är mycket viktiga så har direktionens majoritet sista ordet, och det sammanfaller inte alltid med de framtagna prognosalternativen. Ungefär fyra veckor in sammanställs den penningpolitiska rapporten, flera dagar innan det formella och protokollförda penningpolitiska mötet hålls. Själva mötet inleds med redogörelser från cheferna för avdelningen för marknader och avdelningen för penningpolitik. Därefter kan direktionsledamöterna yttra sig. I likhet med Federal Reserve Open Market Committee, men till skillnad från ECB-rådet, är flera experter med på mötet. Antalet brukar ligga runt 20 personer, plus en eller två ledamöter från riksbanksfullmäktige. Ibland närvarar dessutom ett par observatörer från andra centralbanker. Även om det höga antalet närvarande vid mötet och det mycket detaljerade protokollet tyder på en viss formalitet i beslutsprocessen, ska det påpekas att de förberedande mötena består av livliga diskussioner ledamöterna emellan samt mellan ledamöterna och medarbetarna. Prognoserna i den penningpolitiska rapporten fastställs av Riksbankens direktion, och är inte framtidsbedömningar av tjänstemän, som t.ex. är fallet för ECB. Det är direktionen som kontrollerar överläggningarna, snarare än att vara starkt styrd av medarbetarna.

2.4 Kommunikationskanaler

Det är viktigt att centralbanker kommunicerar på flera nivåer och genom olika kanaler i syfte att nå ut. I likhet med de flesta andra centralbanker på senare år ser Riksbanken kommunikation som ett viktigt strategiskt verktyg för att uppnå sina policymål. Detta återspeglas i de dokument som ges ut regelbundet, där Riksbanken redogör för sina syften och mål samt strategier för att uppnå dessa. Riksbankens kommunikationskanaler har flera olika målgrupper, däribland

- riksdagen, som är Riksbankens uppdragsgivare,
- kommentatorer i traditionella och sociala medier, som hjälper till att förmedla och tolka Riksbankens budskap,

Under året förespråkade Ohlsson en höjning av reporäntan, och i oktober fick han medhåll från Flodén. När beslutet om räntehöjning antogs under mötet i november reserverade sig Jansson mot detta och ville lämna räntan oförändrad. Jansson reserverade sig även mot den sista räntehöjningen (till noll) i december 2019, och fick medhåll från den nya ledamöten Breman. Även vid besluten om köp av tillgångar fanns en del avvikande meningar och rörde samma personer samt Skingsley.

- de finansiella marknaderna, vars förväntningar om framtida penningpolitiska åtgärder kraftigt påverkar priser på tillgångar som inte direkt kontrolleras av Riksbanken,
- företag och fackförbund som baserar sina strategier och förhandlingsmål på förväntningar om framtida priser och efterfrågan, och
- allmänheten, vars intressen Riksbanken är avsedd att skydda.

Intern kommunikation och nära kontakt med forskare är också av stor vikt.

Tydlig och trovärdig kommunikation har länge varit ett penningpolitiskt verktyg för centralbanker, och Riksbanken är inget undantag – den hjälper till att skapa förväntningar och gör på så sätt penningpolitiken mer effektiv.

Riksbankens penningpolitiska dokument och offentliga uttalanden är tydliga, bland annat vad gäller språk, öppenhet och transparens, och är väl anpassade för ett brett spektrum av målgrupper. Sett till kvalitet, och i synnerhet transparens, sticker Riksbankens kommunikation ut i mängden. Riksbanken har nämligen fått den högsta rankningen i transparensindex för centralbanker (Central Banks Transparency Index)¹⁴. Den utmärkta transparensen uppmärksammades även av tidskriften *Central Banking*, då Riksbanken fick ta emot den årliga utmärkelsen Transparency Award 2014.¹⁵

Även om det är viktigt med en tydlig kommunikation för att påverka förväntningarna, är precisionen i centralbankernas makroekonomiska prognoser helt klart avgörande.

2.5 Träffsäkerhet i prognoserna

Vid förberedelserna inför varje penningpolitiskt möte använder sig Riksbankens medarbetare av en rad olika ekonometriska modeller såväl som informella bedömningar. Den kortsiktiga utvecklingen för olika ekonomiska variabler modelleras utifrån ett tiotal tidsseriemodeller, som sedan bidrar till att vägleda Riksbanken korttidsprognoser. Dessa verkar dock baseras lika mycket, om inte mer, på en sammanställning hos Riksbanken av expertutlåtanden från olika håll.

För prognoser på medellång sikt och för policysimuleringar används främst följande två modellverktyg.

- i. En allmän jämviktsmodell (DSGE-modell) som kallas MAJA (Corbo och Strid 2020) och som är den senaste generationen av strukturellt likartade modeller som Riksbanken har använt sedan 2005 ungefär.

¹⁴ Jfr Oikonomou, och Spyromitros (2017), som uppdaterade Eijffinger och Geraats (2006) transparensindex för centralbanker. I detta index beaktas transparens vad gäller politik, ekonomi, förfaranden, policy och styrning. När de tittade på uppgifter från 2011–2016 var Riksbanken den enda centralbank som fick det högsta betyget 15, en ökning från 2014 års betyg 14,5.

¹⁵ Priskommittén gav följande utlåtande: ”Av de som ligger i framkant fortsätter Riksbanken att spela en banbrytande roll genom att målmedvetet säkerställa att dess processer och beslutsfattande sker öppet och är tydligt kommunicerade i den kanal som anses vara mest lämplig.” <https://www.centralbanking.com/central-banking-journal/feature/2307735/transparency-award-sveriges-riksbank>

Den baseras på långvariga beteendebeteendegagnanden om sambandet mellan 15 svenska och 10 utländska dataserier. I serierna ingår BNP, samlade konsumtionsutgifter och investeringar, KPI och löneinflation, sysselsättning och arbetslöshet samt två räntor. Modellen förbättras ständigt och storleken på dess parametrar har skattats på kvartalsdata från 1995 genom bayesianska skattningar.

- ii. En bayesiansk vektorautoregressiv modell (BVAR), där något färre variabler används. Den här typen av modell utgår mindre från ekonomisk teori och mer från statistiska relationer mellan olika variabler.

Båda dessa modeller anses internationellt som god modelleringspraxis för centralbanker. De täcker förstas inte alla relationer. DSGE-modeller har t.ex. kritiserats eftersom de inte kan förutse eller kartlägga de typer av påverkan mellan finansiella och reala sektorer som var så betydelsefulla under den globala finanskrisen. De kan inte heller kartlägga den ekonomiska utvecklingen under pandemiåren särskilt bra. Men både Riksbankens medarbetare och direktionsledamöter är väl medvetna om dessa begränsningar. Direktionsledamöterna förlitar sig inte alltför mycket på modellerna när de fattar sina beslut. I de publicerade medelfristiga prognoserna brukar de dessutom använda informella bedömningar: inte bara när modellerna avviker utan framför allt när det råder förhållanden som inte anses kunna hanteras särskilt bra av modellerna. Så har länge varit fallet, vilket har dokumenterats av Lindé och Reslow (2017).

I sina penningpolitiska rapporter publicerar Riksbanken en förväntad bana för makroekonomiska variabler som BNP, inflation, kronans växelkurs och sin egen styrränta. Under den utvärderade perioden var dessa prognoser inte särskilt träffsäkra, men var heller inte under medianvärdet för externa prognosmakare (jfr Sveriges riksbank 2021). Kommentatorer fortsatte att påtala att Riksbankens inflationsprognoser hade en tendens att röra sig mot målet under en period av flera år, men inflationsprognoserna förbättrades faktiskt jämfört med de fem tidigare åren och denna typ av avvikelse var inte ovanlig bland andra centralbanker under samma period.¹⁶

Man brukar skilja mellan de prognoser som en centralbank gör för sin egen styrränta (och andra verktyg) och dess prognoser för resten av ekonomin. Den förstnämnda kallas ofta för ”framåtblickande vägledning”. Som Riksbanken ofta har betonat är dess publicerade förväntade bana en prognos över de styrräntor som Riksbanken anser stämmer överens med dess bredare förväntningar för ekonomin som helhet och med dess inflationsmål.

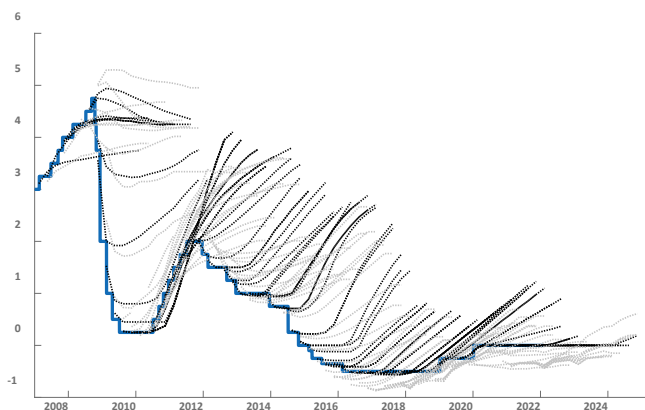
Detta kallas ibland för ”delfisk” framåtblickande vägledning – något som indikerar vad som sannolikt kommer att hända. Motsatsen är att ge loften eller åtaganden (vilket i sådant fall skulle vara en framåtblickande vägledning ”à la Odysseus”). Prognosen för policybanan har inte alls stämt de senaste åren. Detta illustreras i diagram 12. Avvikelsen mellan prognos och verklighet fortsatte att vara mycket stor fram till 2020, dock något mindre än de föregående

¹⁶ Till exempel: ”ECB tenderar att överskatta (underskatta) inflationen på medellång sikt när inflationen är lägre (högre) än målet” (Granziera m.fl. 2021).

fem åren. Precis som i andra länder var marknadsprognoserna för räntor inte heller korrekta. Frågan är dock om publicering av framtida banor hjälper Riksbanken i dess uppdrag eller ej.

Diagram 12 Riksbankens reporänteprognos 2007–2021

Procent



Anm. Den blå linjen är reporäntan, de svarta streckade linjerna är Riksbankens prognoser och de gråa streckade linjerna är marknadsprognoserna som kvartalsgenomsnitt vid annonseringsdatum. Marknadsprognoserna, precis som Stibor, är mer volatila runt årsskiftet sedan 2016 när resolutionsavgiften infördes.

Källa: Baseras på Åhl (2017). Vi är tacksamma för att Magnus Åhl har åtagit sig att ha uppdaterat beräkningarna med aktuell data till den här framställningen.

Finansmarknaden fortsätter generellt att agera som om precisionen i Riksbankens bana är relativt låg. Ekonometrisk forskning baserad på tidigare år visade att ”marknadsförväntningarnas respons på en överraskning i reporäntebanan inte är ett-till-ett, utan uppskattas till mindre än hälften och dessutom minska under prognosperioden” (Åhl 2017).¹⁷ Det bör noteras att Riksbankens framåtblickande vägledning hade en mycket högre trovärdighet och träffsäkerhet under de första åren som den publicerades (Svensson 2015).

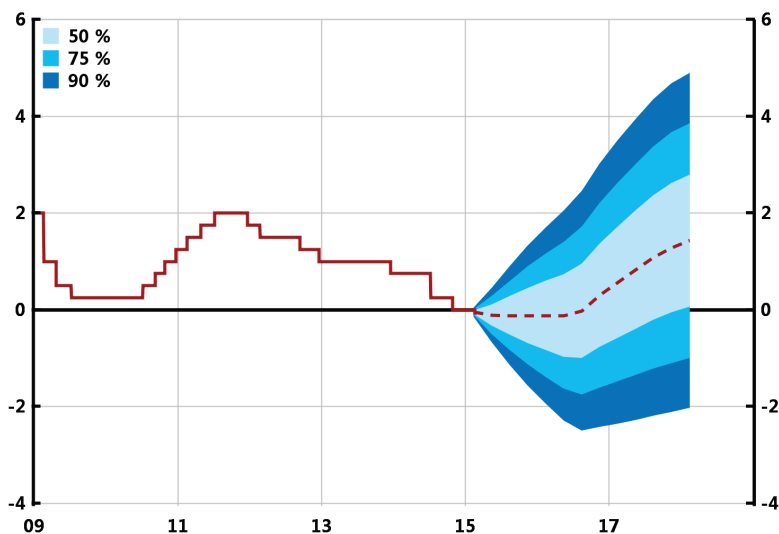
Osäkerhetsintervallen i diagrammen som Riksbanken publicerade i samband med prognoserna var dessutom så omfattande att de i princip blev oanvändbara. I början av 2015 visade diagrammet t.ex. att oddsen mot en reporänta lägre än –200 baspunkter (bp) vid mitten av 2016 endast var 10–1. Liknande odds syntes för en reporänta högre än +400 bp (se diagram 13). Mot denna bakgrund har den förväntade banan begränsad förmåga att förankra förväntningar och bör därför främst ses som endast ett av flera element i Riksbankens makroekonomiska prognoser. Riksbankens breda felmarginal i banan bidrar till att säkerställa att inget kan tolkas som ett bestämt löfte. Problem med den framåtblickande vägledningen uppstod på nytt under 2020, vilket

¹⁷ Precis som i många andra länder lägger företag och hushåll normalt mer vikt vid rådande inflation i sina förväntningar om framtida inflation (Candia m.fl. 2021).

granskas i kapitel 2. Den framåtblickande vägledningen övergripande effektivitet diskuteras vidare i kapitel 4.

Diagram 13 Framåtblickande vägledning för reporäntan

Procent



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel samt på riskpremiejusterade terminsräntors prognosfel för perioden 1999 till dess att Riksbanken började publicera prognoser för reporäntan under 2007. Osäkerhetsintervallen tar inte hänsyn till att det kan finnas en nedre gräns för reporäntan. Utfall är dagsdata och prognos avser kvartalsmedelvärden.
Källa: Riksbankens penningpolitiska rapport februari 2015.

Kapitel 3 Responsen på pandemin

Under några dagar i början av mars 2020 blev det uppenbart att covid-19-pandemin skulle få en allvarlig ekonomisk effekt världen över och Sverige var inget undantag. Turbulensen på finansmarknaderna spred sig från ledande internationella centrum och återspeglade den stora osäkerheten om den framtida utvecklingen. Snart lamslogs stora delar av ekonomin när statliga restriktioner infördes och/eller konsumenterna undvek tjänster som involverade personkontakt. Branscher som turism, hotell och restaurang var särskilt utsatta, men det dröjde inte länge förrän betydligt fler sektorer påverkades. Detta ledde till en kraftig nedgång i hushållens inkomster och företagets intäkter, vilket i sin tur förvärrade likviditetsbristen. Världsekonomin gick snabbt in i en recession.

Utvecklingen gjorde att regeringar och centralbanker behövde agera snabbt och kraftfullt för att stödja inkomster och upprätthålla efterfrågan på de tjänster som fortfarande kunde tillhandahållas, för att på så sätt minimera och förkorta nedgången i produktion och sysselsättning samt undvika en kraftigt vikande inflation och störningar på finansmarknaderna. I Sverige, liksom i de flesta andra utvecklade ekonomier, agerade regeringen och centralbanken just så. De snabba och beslutsamma policyåtgärder som vidtogs i Sverige bidrog till att förhindra en ännu allvarligare och mer utdragen recession samt till att undvika en finanskris.

3.1 Åtgärder under fas C

Riksbankens första respons på den här utvecklingen blev ett beslut som togs vid ett extraordinärt möte den 12 mars där man godkände åtgärder som syftade till att dämpa pandemins konsekvenser på ekonomin, undvika en bestående inflationseffekt och upprätthålla finansiell stabilitet: ”Åtgärderna hade således det dubbla syftet att upprätthålla den finansiella stabiliteten och stabiliteten i makroekonomin, inklusive inflationsmålet” (Redogörelse för penningpolitiken 2020). Därför blev det nödvändigt att se till så att finansinstituten hade tillräckligt med likviditet samt att kreditflödet till låga räntor kunde fortsätta till hushåll och företag för att undvika en ännu större nedgång i konsumtion och aktivitet samt minska finansiell stress. Med tanke på den omfattande rusningen efter likviditet skulle investerarnas betydande obligationsförsäljning ha lett till störningar om inte Riksbanken hade gått in med sina köp.

Reporäntan hölls visserligen kvar på noll, men räntan på Riksbankens stående utlåningsfacilitet sänktes i två steg och en rad okonventionella penningpolitiska instrument infördes (se tabell 1).¹⁸ Dessa åtgärder omfattade

¹⁸ Den stående utlåningsfacilitetens ränta sänktes från 0,75 procent till 0,20 procent den 18 mars samt ytterligare 0,10 procent den 8 juli. Från och med detta datum var räntekorridoren +/- 10 baspunkter.

- kraftigt utökade tillgångsköp, inte bara statsobligationer och statsskuldväxlar, utan även säkerställda obligationer, kommun- och företagsobligationer och företagscertifikat,
- likviditetsförsörjning i kronor, med lättade krav på säkerheter, samt lån i US-dollar till banker,
- finansiering för vidareutlåning till icke-finansiella institut.

Tabell 1 Åtgärder som vidtogs av Riksbanken under covid-19-krisen

| Åtgärd | Omfattning (Hittills köpt/utnyttjat till och med den 5 februari) | Syfte |
|--|--|--|
| Program för lån till banker för vidareutlåning till företag | Upp till 500 miljarder kronor (164,5 mdr kr) | Stödja kreditförsörjningen till icke-finansiella företag. |
| Ram för Riksbankens tillgångsköp | Köpprogrammet gäller till 31 december 2021. Ramen uppgår till 700 miljarder kronor. Köp 2021 kv 2:90 miljarder kronor obligationer samt 10 miljarder kronor ökat innehav av statsskuldsväxlar (345 mdr kr, exkl företagscertifikat) | Bidra till låga räntor i hela ekonomin och väl fungerande kreditförsörjning och på så sätt skapa gynnsamma förutsättningar för ekonomin att återhämta sig och inflationen att stiga mot målet. |
| - Köp av statsobligationer | Köp 2021 kv 2: 12 miljarder kronor (50,7 mdr kr) | |
| - Köp av kommunobligationer | Köp 2021 kv2: 15 miljarder kronor (49,3 mdr kr) | |
| - Köp av säkerställda obligationer | Köp 2021 kv 2: 60 miljarder kronor (238 mdr kr) | |
| - Köp av statsskuldväxlar | Köp upp till innehav 20 miljarder kronor till 30 juni 2021 (Innehav 3 mdr kr) | |
| - Köp av företagsobligationer | Köp upp till 10 miljarder kronor till 30 juni 2021 (4,4 mdr kr) | |
| - Köp av företagscertifikat | Köp upp till innehav 32 miljarder kronor till 30 juni 2021 (Innehav:0,4 mdr kr) | |
| Sänkt ränta i stående utlåningsfaciliteten | Sänkning från 0,75 till 0,10 procentenheter över reporäntan. | Säkerställer att dagslåneräntan på marknaden för svenska kronor hamnar nära reporäntan. Gör det billigt för bankerna att få tillgång till kredit över natten. |
| Veckovisa marknadsoperationer där banker erbjuds låna mot säkerhet med tre respektive sex månaders löptid till reporäntan. | Obegränsat (28,7 mdr kr) | Stärka bankernas tillgång till likviditet i svenska kronor för att underlätta deras finansiering och deras roll som kreditförsörjare till svenska företag. |
| Lättade krav på säkerheter för att låna hos Riksbanken | – | Stärka bankernas tillgång till likviditet i svenska kronor. |
| Lån i amerikanska dollar | Upp till 60 mdr USD (2 mdr USD) | Stärka tillgången till likviditet i amerikanska dollar i det svenska finansiella systemet. |

Källa: Penningpolitisk rapport februari 2021.

De okonventionella åtgärder som Riksbanken använde sig av under 2020 påminde i mångt och mycket om de åtgärder som vidtagits av andra centralbanker i större utvecklade ekonomier och i jämförbara små öppna ekonomier (tabell 2). Flera andra utvecklade små öppna ekonomier samt Storbritannien och USA valde att inte sänka styrräntan tillbaka till en negativ nivå, medan

ECB, Danmark, Schweiz och Japan låg kvar på en negativ styrränta. Riksbanken köpte en större bredd av olika tillgångsslag än de flesta andra jämförbara centralbanker, framför allt företagscertifikat och andra privata tillgångar.

Tabell 2 Åtgärder som vidtogs av Riksbanken och andra centralbanker under covid-19-krisen

| Typ av verktyg | Åtgärder | | | | | | | | | | | | | |
|-----------------------------|------------------------|---------|-------|---------|-------------|--------|-------|--------|-------|-------------|---------|----------------|----------|-----|
| | | Sverige | Chile | Danmark | Euroområdet | Israel | Japan | Kanada | Norge | Nya Zeeland | Schweiz | Storbritannien | Tjeckien | USA |
| Ränta | Sänkning av styrräntan | | √ | | | √ | | √ | √ | √ | | √ | √ | √ |
| Utlånings- transaktioner | Likviditetsförsörjning | √ | √ | √ | √ | √ | √ | √ | √ | √ | | √ | √ | √ |
| | Riktad utlåning | √ | √ | | √ | √ | √ | | | √ | √ | √ | | √ |
| Tillgångs- köp | Statsobligationer | √ | | | √ | √ | √ | √ | | √ | | √ | | √ |
| | Företagscertifikat | √ | | | √ | | √ | √ | | | | √ | | √ |
| | Företagsobligationer | √ | | | √ | √ | √ | √ | | | | √ | | √ |
| | Övriga privata | √ | √ | | √ | | √ | √ | | | | | | |
| Valuta | Swapfacilitet i USD | √ | | √ | √ | | √ | √ | √ | √ | √ | √ | | |
| | Swappar | | √ | | | √ | | | | | | | | |
| | Spotintervention | | √ | | | | | | | | √ | | √ | |
| Kassakravspolicy | Ersättning | | | | | | | | | √ | √ | | | |
| | Kassakvot | | | | | | | | | | | | | √ |
| | Uppfylld eller ej | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| Negativ ränta | | | | √ | √ | | √ | | | | √ | | | |

Källa: BIS – A global database on central banks' monetary responses to Covid-19 (2021).

Styrräntor

Beslutet att inte sänka reporäntan tillbaka till de negativa nivåer som man hade haft bara några månader tidigare diskuteras mer ingående nedan. Men som tidigare nämnts sänktes räntan för Riksbankens stående utlåningsfacilitet (vilket resulterade i att styrräntekorridoren smalnade av till +/-0,1 procent).

Riksbankens utlåning

För att stärka bankernas tillgång till likviditet i lokal valuta och på så sätt främja deras finansiering och roll som kreditgivare för svenska företag erbjöd Riksbanken obegränsad 3 och 6 månaders utlåning mot säkerhet till reporänta på veckobasis (och med lättade krav på säkerheter). Med tanke på att det svenska banksystemet normalt har ett likviditetsöverskott (frånsett tvåårsperioden 2008–2010) ska det noteras att det omedelbara utnyttjandet av denna facilitet var över 20 miljarder SEK, vilket senare ökade till 32 miljarder SEK.

För att stödja kreditflödet till icke-finansiella företag infördes även ett särskilt likviditetsprogram som omfattade fler kreditinstitut (inklusive sparbanks och ett finansbolag) för att finansiera deras utlåning till företag. (Detta kallades ”programmet för vidareutlåning”, i linje med några rätt likartade program som tidigare hade införts på andra håll¹⁹.) Genom detta program erbjöds utlåning mot säkerhet till reporänta. Utnyttjandet uppgick snabbt till hela 143 miljarder SEK, vilket ska ställas mot en programbudget på 500 miljarder SEK.²⁰

Som del av sina åtgärder för att stabilisera finansmarknaderna i USA och internationellt erbjöd amerikanska Federal Reserve Riksbanken en swapfacilitet på 60 miljarder US-dollar den 19 mars. Riksbanken erbjöd i sin tur en utlåningsfacilitet i US-dollar till bankerna. I slutänden lånades endast 2 miljarder US-dollar ut genom denna facilitet och detta finansierades i själva verket genom valutareserver och inte genom Feds swapfacilitet.²¹ Swapfaciliteten förlängdes två gånger och fortsatte att tillämpas ända till 2021.

¹⁹ Framför allt det brittiska finansministeriets och Bank of Englands program Funding for Lending från 2012, som syftade till att öka bankutlåningen till hushåll och den privata icke-finansiella företagsektorn <https://obr.uk/box/the-funding-for-lending-scheme/>. ECB:s riktade långfristiga refinansieringstransaktioner (LTRO) från 2014 som skulle öka bankutlåningen till hushåll (för andra ändamål än bolån) och privata icke-finansiella företag <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/ltro/html/index.en.html> samt ECB:s differentierade bankinlåningsräntor som infördes 2019 och som innebär att varje bank kan undvika negativa räntor för en del av sin inlåning till ECB <https://www.ecb.europa.eu/mopo/two-tier/html/index.en.html>).

²⁰ Om utlåningen till företag sedan inte kom upp i avsedd nivå, tillämpades en straffavgift på 20 (senare 10) baspunkter. Bankerna behöll kreditrisken. Utnyttjandet uppgick som mest till 165 miljarder SEK i juli 2020 och låg kvar på den nivån fram till början av 2021, för att sedan följas av en betydande nedgång.

²¹ Bankerna återbetalade dessa lån fram till juni 2020. Under de tre efterföljande auktioner som Riksbanken genomförde i april var det ingen efterfrågan på US-dollar till minimipris (OIS + 25 baspunkter) (jfr Gislén m.fl. 2021).

Tillgångsköp

När krisen på finansmarknaden hastigt fördjupades under mars månad krävdes en skyndsam och omfattande respons i fråga om tillgångsköp. Tillgångsköpen påskyndades och utökades snabbt till att omfatta säkerställda obligationer samt kommun- och företagsobligationer. De utökade tillgångsköpen var till viss del en spegling av att Riksbanken redan innehade nära 45 procent av den totala stocken statsobligationer. Men en annan faktor var dessutom att ränteskillnaden mellan dessa instrument och de svenska statsobligationerna ökade.²² Tanken med paketet var därför att säkerställa att störningen inte ledde till ökade löptids- eller riskpremier längs räntekurvan.

Det utökades först till kommunobligationer och strax därefter tillkom även säkerställda obligationer (det största segmentet). I dessa köp utgjordes det absolut största segmentet av säkerställda obligationer, vilket sedan följdes i storleksordning av stats- och kommunobligationer (diagram 14). Priseffekten var betydande: riskskillnaderna för säkerställda obligationer minskade tvärt till lägre nivåer än 2019 (Alsterlind 2021). När skillnaderna fortsatte att öka för företagsobligationer tillkännagav Riksbanken att man även skulle köpa företagscertifikat och företagsobligationer för att lugna marknaderna och frigöra likviditet till små och medelstora företag.²³

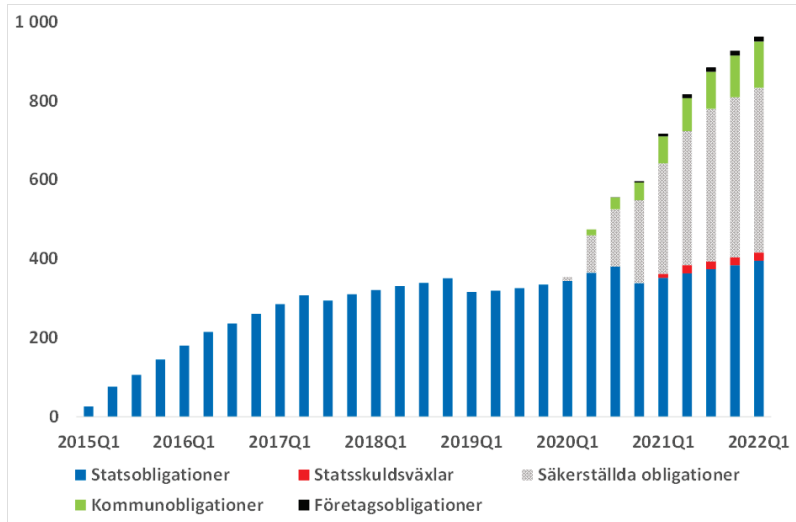
I slutet av 2020 uppgick Riksbankens tillgångar i programmen för tillgångsköp till ett totalt belopp på över 600 miljarder SEK, en ökning med cirka 70 procent (diagram 14). I förhållande till ekonomins storlek var detta en lägre ökning än vad Federal Reserve och ECB hade räknat med. De ytterligare tillgångsköp som Riksbanken genomförde var också mindre och innebar att stocken ökade från cirka 18 procent av BNP till 26 procent. Detta kan jämföras med ECB:s stock som uppgick till 61 procent av BNP och Federal Reserves stock som var 35 procent av BNP. Även andra centralbanker använde sig av ökade tillgångsköp. I sju jämförbara små öppna ekonomier låg den genomsnittliga ökningen på ungefär en tredjedel – från 39 till 49 procent av BNP (diagram 15).

²² Ränteskillnaden för säkerställda obligationer var som högst den 16 mars, för kommunobligationer den 20 mars och för företagsobligationer den 27 mars.

²³ Riksbanken begränsade sina köp till obligationer med högre kreditvärde (investment grade) och eftersträvade att köpen till företagsobligationsportföljen skulle vara proportionerliga. Från och med den 1 januari 2021 köper Riksbanken dessutom endast obligationer utgivna av företag som bedöms efterleva internationella standarder och normer för hållbarhet.

Diagram 14 Riksbankens innehav av värdepapper till följd av tillgångsköp

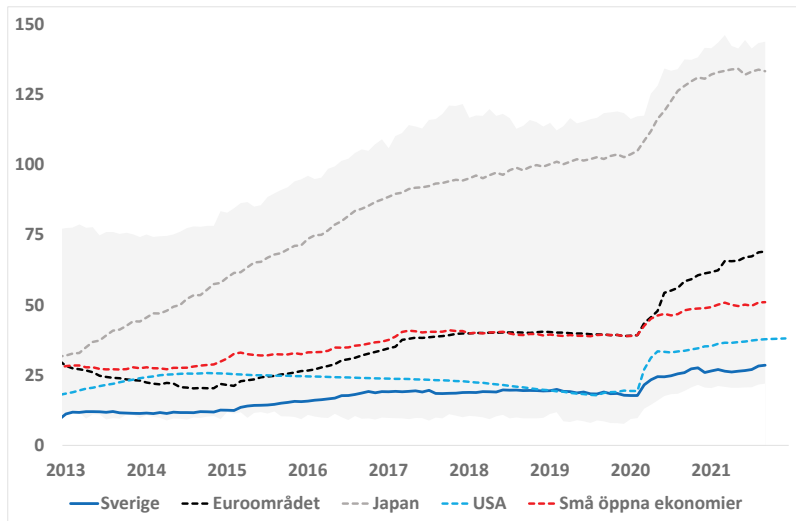
Miljarder SEK



Källa: Riksbanken.

Diagram 15 Riksbankens och ett urval centralbankers omfattning av tillgångsköp 2013–2021

Balansomslutning som andel av BNP



Anm.: Det skuggade fältet motsvarar högsta och lägsta utfallen i jämförbara små öppna ekonomier: Danmark, Israel, Norge, Nya Zeeland, Schweiz, Sverige och Tjeckien. Små öppna ekonomier är ett genomsnitt av dessa länder.

Källor: Bank of Israel, Bank of Japan, Bureau of Economic Analysis (USA), Danmarks Nationalbank, Danmarks Statistik, Europeiska centralbanken, Eurostat, Federal Reserve, Israels statistiska centralbyrå, japanska kabinettkontoret, Norges Bank, Reserve Bank of New Zealand, Riksbanken, SCB, Schweiz nationalbank, schweiziska statssekretariatet för ekonomiska frågor, Statistics New Zealand, Statistisk sentralbyrå (Norge), Tjeckiens nationalbank och Tjeckiens statistikmyndighet.

3.2 Konsekvenser av 2020 års beslut att hålla reporäntan på noll

Vad gäller beslutet att inte sänka reporäntan gavs flera olika förklaringar. Ett viktigt övervägande som direktionen diskuterade var rädslan för att en återgång till negativa reporäntor skulle kunna leda till att bankerna reagerade med att föra över räntesänkningen till insättarna och på så sätt gå miste om likviditet i ett krisläge när det redan var ont om likviditet. Med tanke på chockens karaktär framstod det som viktigare att se till att upprätthålla finansiell stabilitet och tillgodose kraven på utökad likviditet (så att kreditflödet till hushåll och företag kunde fortsätta) än att sänka kostnaderna för marknadsfinansiering till nivåer under vad de varit före pandemin. De flesta andra jämförbara centralbanker valde en liknande penningpolitik.

Riksbanken kan också ha känt oro för att dess trovärdighet skulle kunna ta skada om reporäntan sänktes så snart efter höjningen i december 2019. Kronans försvagning i början av krisen, trots ränteskillnaden gentemot ECB, gjorde det också mindre angeläget att sänka styrräntan.

Riksbanken har dock vinnlagt sig om att framhålla att en negativ ränta alltså skulle vara verkningsfull under olika omständigheter.²⁴ Riksbankschefen och direktionsledamöterna fortsätter att understryka att en negativ reporänta inte kunde uteslutas:

²⁴ Som t.ex. diskuteras nedan visar Riksbankens analys på att styrräntans genomslag på utlåningsräntorna till hushåll och företag är nära ett-till-ett (Erikson och Vestin 2021), även om andra hävdar motsatsen (jfr Eggertsson m.fl. 2019).

Några av direktionsledamöternas uttalanden om de fortsatta förutsättningarna för negativa reporäntor:

”Jag vill dock betona att jag inte på något sätt utesluter en räntesänkning i framtiden” – Anna Breman (protokoll den 27 april 2020).

”Jag utesluter därför inte att det kan bli motiverat att sänka reporäntan till negativa nivåer när ekonomin börjar öppnas upp” – Martin Flodén (protokoll den 27 april 2020).

”Min syn är att förutsättningarna för reporäntesänkningar kommer att förbättras när takten i smittspridningen börjar minska och samhällslivet gradvis öppnar upp” – Per Jansson (protokoll den 27 april 2020).

”Det kan emellertid komma att bli aktuellt [med en lägre reporänta] i ett senare skede, när vi når en återhämtningsfas som behöver stöd” – Cecilia Skingsley (protokoll den 27 april 2020).

”Även reporäntan kan sänkas, om det bedöms vara en verkningsfull åtgärd. I dagsläget bedöms en sänkning av reporäntan inte vara det mest effektiva verktyget för att stödja den ekonomiska återhämtningen. Men det utesluter inte att det kan bli aktuellt framöver. Flera faktorer som idag är svåra att bedöma kommer att avgöra om det blir lämpligt att åter sänka räntan till negativa nivåer. Sådana faktorer är växelkursens utveckling, hur snabbt ekonomins utbudssida återhämtar sig i förhållande till efterfrågesidan och hur en lägre styrränta bedöms påverka det allmänna ränteläget och i förlängningen konsumtionen och investeringarna.” – Riksbankens penningpolitiska rapport juli 2020.

”Om mer penningpolitisk stimulans skulle behövas på kort sikt är de verktyg jag ser framför mig i första hand negativ reporänta och utökade kvantitativa lättnader” (anförande av Anna Breman den 23 februari 2021).

3.3 Överläggningar och teknisk beredskap

Pandemikrisens tidiga faser präglades av snabbhet och intensitet, men trots detta och svårigheterna i att ofta behöva agera utan fysiska möten, var direktionens beslutsfattande smidigt och effektivt under 2020. Direktionen höll fem ordinarie möten och fem extrainsatta möten under 2020 och utöver detta var fattades elva s.k. per capsulam-beslut, dvs. beslut genom cirkulation (ett skriftligt förfarande). Av direktionsprotokollen att döma var det betydligt mindre motsättningar i policydiskussionerna än det hade varit 2010–2014: under 2020 fattades besluten med nära nog full konsensus.

Även om direktionsledamöterna var eniga om att utökade tillgångsköp, både sett till storlek och inriktning, var ett effektivt sätt att reagera på pandemikrisen, fanns det vissa meningsskiljaktigheter om tillgångsköpens sammansättning och om tillkännagivandet om programmets förlängning i november 2020.

Den bredare samsynen visar sig genom att det inte var någon oenigheter om styrräntebesluten under 2020, utan bara två ledamöter som hade vissa reservationer i november 2020 vad gäller tillgångsköpen.

Krisen i mars 2020 fungerade också som ett realtidstest av Riksbankens krisberedskap. Hur levde Riksbanken upp till det beslutsteoretiska perspektivet om en optimal policy? Överlag framstår det som att organisationen var tillräckligt rustad för en sådan exceptionell omständighet. Den rättsliga ramen gav nödvändig befogenhet och tillräcklig flexibilitet för att använda viktiga instrument, utan några fördröjningar eller förfarandehinder. De interna förfarandena anpassades snabbt för att möjliggöra snabba beslut. Direktionen och personalen hade tillräckliga kunskaper och erfarenheter för att effektivt hantera omständigheter som inte hade förutsetts i standardmodeller och analysverktyg.

Eftersom vissa av åtgärderna var nya var det en utmaning att gå från beslut till handling, särskilt vad gäller den tekniska aspekten att utöka köpen till företagsobligationer. Detta krävde omfattande förberedelser men kunde genomföras, om än med en fördröjning på cirka ett halvår. I Sverige räckte det med ett trovärdigt tillkännagivande av policyn om köp av företagsobligationer för att ränteskillnaderna skulle minska i god tid före det faktiska genomförandet, men det kunde också ha visat sig vara otillräckligt.²⁵ Sex månader är en väldigt lång tid när man är mitt uppe i en finanskris. Med tanke på att ECB hade köpt företagsobligationer ända sedan 2016, kunde Riksbanken med fördel ha förberett den operativa beredskapen för sådana transaktioner i förebyggande syfte, om de någon gång skulle behövas – vilket de också gjorde 2020.

3.4 Ekonomi och inflation 2020

Gjorde Riksbanken tillräckligt under krisen? Det verkar så. Trots den inledande finansiella stressen bidrog de åtgärder som vidtogs av Riksbanken (samt av Finansinspektionen och Riksgälden) till att dämpa likviditetsbristen och säkerställa kreditflödet till låg ränta och på så sätt till att upprätthålla den finansiella stabiliteten.

Sverige hade en lägre BNP-nedgång än de flesta andra utvecklade ekonomier 2020. Detta återspeglar med all säkerhet strukturella, finanspolitiska och andra penningpolitiska skillnader snarare än hur verkningsfulla de penningpolitiska åtgärderna har varit, med tanke på att andra centralbanker också har vidtagit ovanligt kraftfulla åtgärder. Analytiker har t.ex. pekat på turismens relativt sett låga ekonomiska betydelse i Sverige, den relativt höga andelen högteknologisk sektor som hade hög efterfrågan under 2020, den svenska regeringens något mindre strikta restriktioner under pandemins första faser samt den effektiva finans- och penningpolitiska responsen.

²⁵ För att hejda paniken på marknaden för amerikanska statsobligationer i mars 2020 krävdes t.ex. faktiska köp – det räckte inte med enbart tillkännagivandet (Vissing-Jorgensen 2021).

Inflationen mätt med KPIF sjönk i början av krisen och låg under målet (samt under variationsbandet (1–3 procent) fram till slutet av året för att till januari 2021 ha återhämtat sig till 1,7 procent. En liknande bana med en inledande nedgång och en återhämtning mot slutet av 2020 och början av 2021 observerades i större ekonomier och i jämförbara länder (små öppna ekonomier). KPIF exklusive energi var i genomsnitt 1,3 procent 2020, medan andra viktiga KPIF-mått låg på cirka 1–2 procent. Det bör noteras att vissa mätproblem uppstår i en del KPIF-segment för tjänster som inte konsumerats under pandemin (t.ex. nöjen och rekreation, restauranger och flygresor).

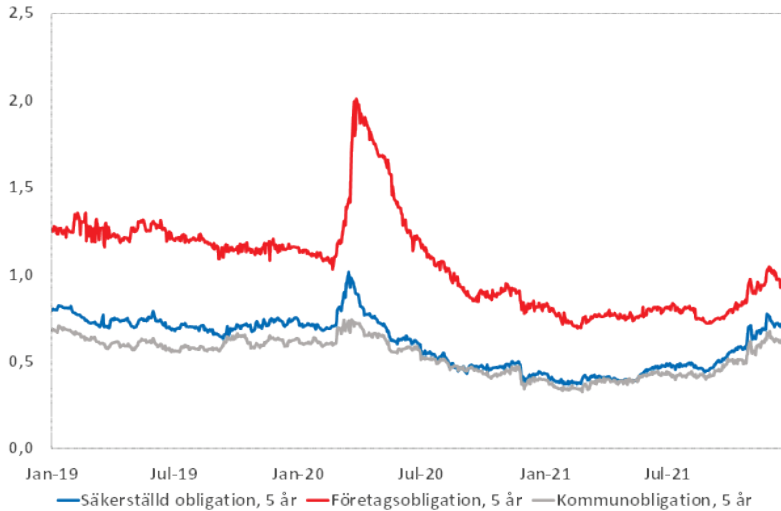
Gjorde Riksbanken kanske för mycket under krisen och äventyrade till och med prisstabiliteten på medellång sikt? Det skulle vara svårt att hävda. För prisstabiliteten på medellång sikt var påverkan på inflationsförväntningarna viktigare än den faktiska prisutvecklingen 2020. Som återspeglning av den trovärdighet som Riksbanken etablerat för sin förmåga att nå inflationsmålet, återhämtade sig finansmarknadens långsiktiga inflationsförväntningar från en tvär nedgång i början av året till cirka 1,7 procent i slutet av 2020. Även om köpen av säkerställda obligationer som säkerställs av bolån även har haft som sidoeffekt att de upprätthåller en press uppåt på bostadspriserna, resulterade detta inte i mer än en återgång till de förhållanden som rådde före pandemin.

3.5 Fortsatta åtgärder inom programmet för bredare tillgångsköp

Svårigheterna att bygga upp interna processer för att genomföra ett program för köp av företagsobligationer ledde till att köpen inom detta segment fördröjdes till september 2020. I det läget var ränteskillnaderna redan tillbaka på samma nivåer som före krisen, men Riksbanken kände ett behov av att hålla vad man lovat och fortsätta med köpen av företagsobligationer för att upprätthålla sin trovärdighet (diagram 16).

Diagram 16 Ränteskillnad mellan olika obligationslag och svenska statsobligationer

Procentenheter



Källor: Bloomberg, Macrobond, Refinitiv och Riksbanken.

I ett pressmeddelande från den 26 november 2020 tillkännagav Riksbanken att den skulle utöka obligationsköpen och förlänga köpprogrammet fram till slutet av 2021 ”[f]ör att ge ytterligare stöd i en osäker tid, förbättra förutsättningarna för en återhämtning och bidra till att inflationen stiger mot målet på 2 procent.” I Redogörelse för penningpolitiken 2020 förklarades detta beslut: ”penningpolitiken behövde vara fortsatt expansiv under lång tid för att underlätta den ekonomiska återhämtningen och få inflationen att stiga mot målet”. Men när riskpremierna för företagsobligationer hade sjunkit under den nivå som rådde före krisen var det mycket mindre uppenbart varför man skulle ge fortsatt stöd till detta marknadssegment än det hade varit tidigare under året.

Kapitel 4 Effekterna av okonventionella penningpolitiska instrument

I det här kapitlet granskas vilka effekter negativa räntor, tillgångsköp (kvantitativa lättnader) och framåtblickande vägledning – även kallade ”okonventionella” penningpolitiska instrument – har haft på den svenska ekonomin.

4.1 Nollräntor och negativa räntor

Tidigare var det endast Japan som hade negativa styrräntor, men under senare år har det blivit allt vanligare även bland europeiska centralbanker. Först ut var Danmark i mitten av 2012. ECB införde negativ inlåningsränta i juni 2014, och dess ytterligare expansiva åtgärder under de efterföljande månaderna medförde att först Schweiz och sedan Sverige också införde negativa räntor. Ländernas bank- och finanssystem är tydligt sammankopplade, med stark påverkan från euroområdet. Till och med Danmarks negativa ränta (som infördes långt innan ECB:s) kan ses som en reaktion på utvecklingen i euroområdet 2012, då rörliga medel behövde en säkrare tillflyktsort. Riksbankens beslut om negativ ränta kan därför endast förstås helt om man först tittar på det internationella sammanhanget. Detta diskuteras vidare i kapitel 5.

Samtidigt är Riksbankens räntepolicy uppenbart inte helt låst till läget i euroområdet. Därför är det viktigt att veta vilket genomslag den negativa styrräntan hade i det svenska finansiella och ekonomiska systemet.

Hade negativa räntor stor inverkan på kreditförsörjningen till små och medelstora företag? Hur effektivt var styrräntans genomslag på låntagarna? Hade motviljan att införa negativa inlåningsräntor en negativ påverkan på genomslaget, eller hade räntesänkningen till minus större effekt än motsvarande sänkning skulle ha fått om räntorna varit positiva? I vilken utsträckning syntes bankers respons mer i form av ökad risk än ökad utlåning? I andra länder har det börjat komma databaserade svar på de här frågorna genom bl.a. omfattande ekonometriska studier. Några exempel är den analys som gjorts för bank av risktagande i de största bankerna i euroområdet av Bubeck m.fl. (2020), den analys som gjorts på lånenivå gällande bankers utlåning i Italien av Bottero m.fl. (2021) och den analys som gjorts för företag för företag från tolv andra länder i euroområdet av Altavilla m.fl. (2020). Många av studierna bekräftar att den expansiva effekt som man hoppats på faktiskt även uppstod i praktiken (jfr Schnabel 2020; Heider m.fl. 2021; Brandão-Marques m.fl. 2021). Lika detaljerade studier verkar inte ha gjorts för Sverige under den utvärderade perioden, men det finns ingen anledning att förvänta sig ett väsentligt annorlunda resultat.

Vi vill därför instämma med slutsatsen i en fördjupning från Riksbankens redogörelse för penningpolitiken 2019, som publicerades precis när perioden

med negativa räntor hade avslutats, att ”den negativa räntan har [haft] en expansiv effekt och bidragit till att inflationen legat nära målet”.²⁶

Flera aspekter förblir dock kontroversiella: Hur väl överfördes sänkningarna av reporäntan till obligationsräntor och andra räntor? Kunde perioden med negativ styrränta ha förlängts utan att detta hade lett till större negativa sidoeffekter? Hur stor påverkan hade räntesänkningarnas olika transmissions-effekter på den samlade aktiviteten och inflationen? Det skulle troligtvis ha varit värdefullt att satsa mer forskningsresurser på ekonometrisk analys av mikroekonomiska data över lån och företagsinvesteringar vid negativa räntor för att bekräfta och kvantifiera effekterna på företagens och hushållens beteende.

Det skulle i allmänhet ge bättre insikt om hur penningpolitiska åtgärder fungerar och hur effektiva de är om Riksbanken hade lagt mer forskningsresurser på mikrodata på låne-, kund- och transaktionsnivå.

Effekter av negativ reporänta och dess rörelser

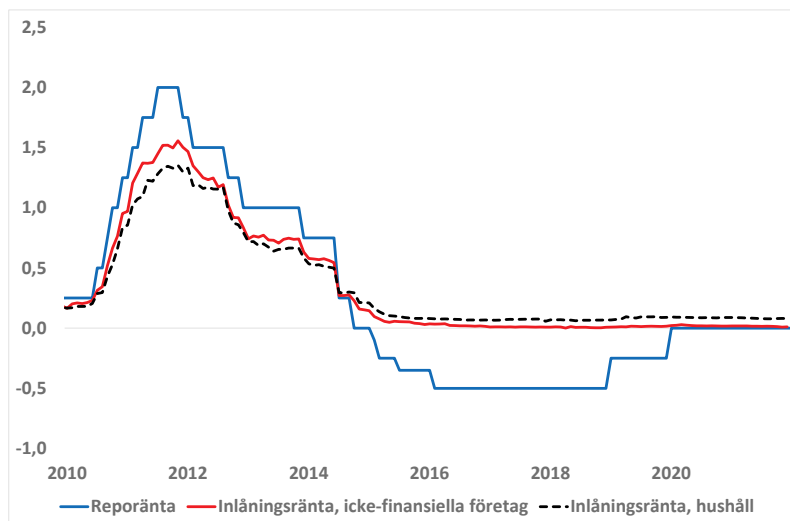
Internationellt kan man se att genomslaget av ränterörelser vid negativ styrränta kan vara trögt (Ball m.fl. 2016). Så förefaller det vara även i Sverige, vilket blir tydligt om man tittar på officiell statistik över bankräntorna – de svenska bankernas inlåningsräntor nådde en botten nära noll under tiden som reporäntan låg på $-0,25$ procent.²⁷ Vid den tidpunkten hade inlåningsräntorna alltså sjunkit med mindre än 150 bp jämfört med reporäntans 225 bp. Följaktligen fick de nedåtgående rörelserna i reporäntan inte ett fullt genomslag i inlåningsräntorna, inte ens innan reporäntan blev negativ. Detta bör inte komma som en överraskning. Vi kan se det som ett exempel på hur bankbaserade ekonomiska system tenderar att skydda privatkunder och små och medelstora företag från extrema svängningar i räntorna på finansmarknaden. Banker i de flesta länder har under åren försökt mildra de högfrekventa penningmarknadsräntornas effekter på räntorna till privatkunder och småföretag. (Observera att inlåningsräntorna inte hade stigit till reporäntans nivå under perioden med räntehöjningar fram till 2011) (se diagram 17).

²⁶ Även sidoeffekter av negativ (till skillnad från låg) ränta diskuterades i den fördjupningen.

²⁷ Eggertson m.fl. (2020) hävdar att genomslaget var gott till dess att reporäntan nådde ungefär $-0,25$, men därefter stagnerade, vilket skulle tyda på att det finns ett de facto-golv för många avtal med inlåningsränta runt noll och att reporäntesänkningar efter denna punkt hade begränsad effekt. Eriksen och Vestin (2021) har dock motbevisat detta argument med uppgifter som visar att utlåningsräntorna, om än i långsam takt, faktiskt fortsatte att ha genomslag i de flesta kategorier, även om ”genomslaget verkar ha varit en aning långsammare och svagare för utlåningsräntor till hushåll”.

Diagram 17 Bankers inlåningsräntor

Procent



Källor: SCB och Riksbanken.

Genomslaget i de svenska bankernas utlåningsräntor verkar ha varit mer fullständigt. Ränteskillnaderna på bankernas utlåningsräntor över reporäntan har påverkats mycket lite av den sänkta reporäntan. Ränteskillnaderna har om något faktiskt sjunkit sedan reporäntan var 2 procent under 2011, även om den faktiskt är högre nu än den var före 2008 (se diagram 18). Alltså finns inga belegg för att en viss negativ styrränta utgör en nedre botten för genomslag. Detta kan delvis förklaras av den stora andel av de svenska storbankernas marknadsfinansiering som utgörs av bostadsobligationer (säkerställda obligationer).^{28, 29}

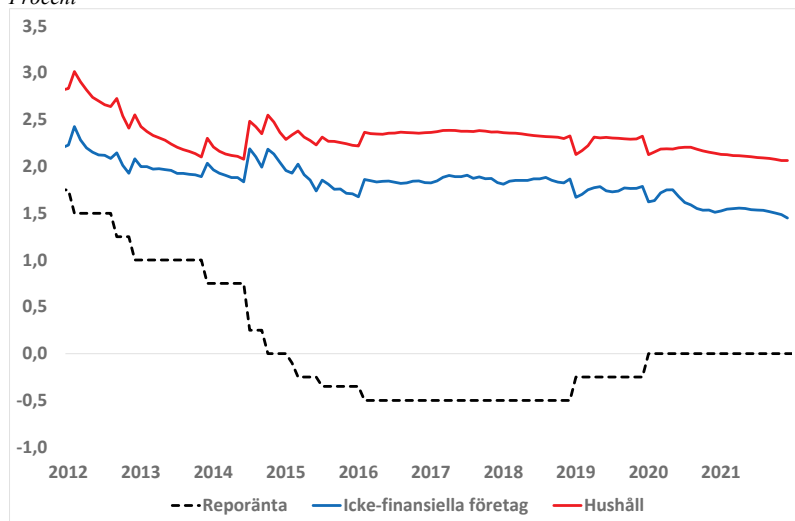
På värdepappersmarknaderna verkar det som att genomslaget i räntorna var relativt fullständigt. Kurvans lutning (2-årig statsobligation minus reporänta) visade inga tecken på att bli brantare vid låg reporänta – *i genomsnitt* var den praktiskt taget platt åtminstone fram till 2018. Runt detta genomsnitt har det självklart varit ganska stora skiftningar. En viss spärreffekt kan noteras i diagrammet kring de datum som reporänteändringarna offentliggjordes. Ändringarna implementerades ofta några dagar eller veckor efter offentliggörandet, medan effekterna på längre marknadsräntor syntes nästan omedelbart (se diagram 18 och 19).

²⁸ I en artikel från 2021 visar Onofri, Peersman och Smets att en negativ räntepolitik inte behöver bli ineffektiv vid ett golv på noll för inlåningsräntor om det finns andra tillgångar i hushållsportföljen och andra källor till bankfinansiering.

²⁹ Nya aktörer på bolånemarknaden och ökad konkurrens kan också ha spelat en roll: <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/ekonomiska-kommentarer/svenska/2020/nya-utmanare-pa-bolanemarknaden-okad-konkurrens-och-mojlig-rante-press.pdf>

Diagram 18 Utlåningsränta – ränteskillnad gentemot reporänta

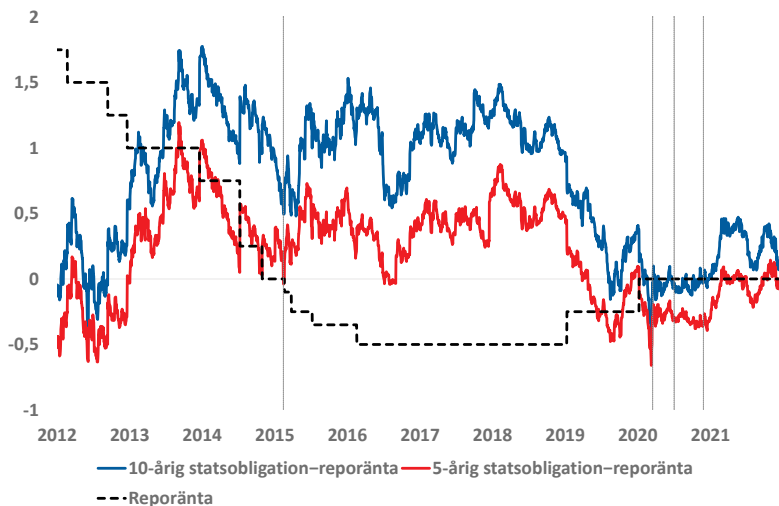
Procent



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 19 Ränteskillnader

Procent och procentenheter



Anm.: De vertikala linjerna indikerar när Riksbanken offentliggjorde sina obligationsköp i februari 2015 samt i mars, juli och november 2020.

Källor: SCB och Riksbanken.

De Rezende (2016) har noga analyserat rörelserna i obligationsräntor vid de sex tillfällena under 2015 som Riksbanken offentliggjorde sina penningpolitiska beslut. Han noterar att den samlade responsen i de svenska 10-åriga obligationsräntorna inom en dag från tillkännagivandet var runt 40 baspunkter (0,4 procent). Av dessa kan 27 bp inte förklaras av responsen på rörelser i

reporäntan, och beror sannolikt på den del av tillkännagivandet som gällde tillgångsköp. (Löptidspremien sjönk med 26 bp, varav 18 bp inte kan förklaras av responsen på rörelser i reporäntan.) Intressant nog rörde sig de 10-åriga bostadsobligationerna inte lika mycket – de sjönk endast 22 bp. Vidare ledde höjningen av reporäntan från början av 2019 inte till en återhämtning i de svenska räntorna på medellång eller lång sikt, vare sig för statsobligationer eller säkerställda obligationer. I stället sjönk de ytterligare, enligt samma mönster som de tyska statsobligationerna. Det är slående hur de långa svenska obligationsräntorna verkar ha följt de tyska till mer negativa nivåer trots att (den korta) reporäntan vändes tillbaka till noll. Detta kan ses som en bekräftelse att förhållandena på den svenska finansmarknaden inte enbart styrs av Riksbanken. Den internationella utvecklingen verkar under denna period ha haft större effekt på obligationsräntorna än vad Riksbankens penningpolitik hade (jfr diagram 20).

De svenska storbankerna finansierar en stor del av sina bolåneportföljer genom säkerställda obligationer, vars räntor kan vara – och har varit – negativa. Därför kan bankernas lönsamhet ha påverkats mindre av den låga och negativa räntepolitiken och av den egna motviljan att införa negativa inlåningsräntor för insättare än vad som har varit fallet i andra länder (Madaschi och Pablos 2017).³⁰ Detta framgår även av deras relativt höga börsvärde i förhållande till bokfört värde på eget kapital under perioden med negativ ränta. Under 2017 rankades t.ex. tre av de svenska storbankerna högst i Europa vad gäller marknadspris i förhållande till bokfört värde (bland banker som hade tillgångar på över 100 miljarder euro). Den resterande storbanken kom på femte plats.³¹ Även mindre svenska banker klarade sig väl och förbättrade till och med sin lönsamhet när räntorna blev negativa: detta skedde genom att de utökade utlåningen till hushåll, inbegripet icke säkerställd utlåning med högre ränteskillnad, och sänkte sina kostnader. Internationellt kan man dock se att när perioden med negativ ränta förlängdes började det påverka bankernas lönsamhet i dessa länder. Vissa indikationer tyder på att svenska banker inte var något undantag från detta mönster (Zhang 2021).

Flera penningpolitiska transmissionskanaler kan konstateras ha fungerat under perioden med negativ ränta. *Kreditkanalen* kan illustreras med enkätresultat om vilka kreditvillkor som erbjuds. Även om de flesta som svarade på enkäten fortfarande tyckte att kreditvillkoren var strama, visar resultaten att balansen var betydligt mindre negativ från 2014 än den hade varit sedan den globala finanskrisen. Detsamma gällde även efter mitten av 2017 men det syns en tydlig åtstramning runt den tiden, inte långt innan några av direktionsledamöterna började argumentera för en räntehöjning.

Kassaflödeskanalen är viktig eftersom bolån med rörlig ränta är vanliga i Sverige. Den här kanalen handlar inte om kostnad eller tillgänglighet för nya

³⁰ Som tidigare nämnts övervägde bankerna i Sverige 2018 om de skulle införa negativa räntor på hushållens inlåning. Detta hade kunnat få en negativ effekt på allmänhetens stöd för den negativa räntan.

³¹ <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/trending/ivf8udjj9cpzct1isejraa2> Sept 2017

lån, utan om pressen från ökade förvaltningsavgifter som läggs på likviditetsbegränsade befintliga låntagare när räntorna höjs (och vice versa). I den mån reporäntan har överförs till bolåneräntorna har denna kassaflödesmekanism påverkat låntagarna ganska snabbt. Detta med tanke på att mer än hälften av bolånefinansieringen i Sverige fram till nyligen var till rörlig ränta (Bankföreningen 2020, Flodén m.fl. 2021).

Nuvärdesmekanismen – dvs. att en lägre finansieringskostnad gör vissa projekt mer lönsamma i nettonuvärde och därmed ökar satsningarna på investeringsprojekt – torde också ha fungerat. Man kan försöka belägga detta genom att titta på företags bruttoinvesteringar, priseffekter på svenska marknader för finansiella tillgångar samt pris- och volymeffekter på bostadsmarknaden. I data är det dock svårt att isolera effekterna av denna mekanism på ett tillförlitligt sätt. Husprisinflationen accelererade faktiskt under 2015, men saktade in igen i början av 2016 och i mitten av 2017 hade huspriserna börjat sjunka. Åtminstone detta tidsmönster är alltså i linje med de andra kanalerna.

Andra kanaler, inbegripet *förmögenhetseffekten* på säkerheter och *växelkurskanalen*, har också konstaterat vara betydande, enligt empiriska studier av penningpolitikens effektivitet. I synnerhet har de stigande skuldsättningsnivåerna i Sverige verkat förbättra de låga räntornas effektivitet genom att stärka den samlade efterfrågan (Di Casola och Iversen 2019).

Sammantaget finns det gott om belägg för att de låga räntorna, när de sjönk under noll, fortsatte att fungera i den avsedda riktningen, dvs. att öka den samlade efterfrågan utan att skada banksystemets funktion.

4.2 Direkta tillgångsköp

2015–2019

Den generellt expansiva penningpolitiska inriktningen understöddes av direkta köp av statsobligationer (både knutna till nominellt och realt index) till stora belopp under 2015 och 2016. Detta fortsatte i en något mindre omfattning under 2017.

Köpen påbörjades samtidigt som ECB rejält utökade sitt program för tillgångsköp i syfte att inkludera värdepapper från den offentliga sektorn. Riksbankens köp gjordes först i en mycket mindre skala – endast 10 miljarder kronor i mars och april 2015. För att stå i proportion till ECB:s köp skulle Riksbankens köp under denna period ha behövt ligga på över 30 miljarder kronor.³² Köpen under 2015 och 2016 fortsatte att vara låga jämfört med ECB. Vid mitten av 2016 sänkte Riksbanken sin månatliga takt trots att ECB utökade sina köp. Ytterligare sänkningar gjordes jämfört med ECB under 2017, då Riksbanken proportionellt sett endast köpte ungefär en sjättedel av vad ECB gjorde. Det finns inget som tyder på att detta var en felaktig politik, utan syftet

³² I denna beräkning tillämpas Riksbankens andel av ECB:s fördelningsnyckel för de 95 miljarder euro som ECB köpt, vilket blir 3,6 miljarder euro eller cirka 33 miljarder kronor. Från maj till september skulle det enligt samma beräkning ha rört sig om 85 miljarder kronor, jämfört med de 40–50 miljarder kronor som Riksbanken tillkännagivit i april.

är endast att visa att de svenska tillgångsköpen gjordes i en mycket mindre omfattning än ECB. Detta beror utan tvekan till viss del på att ECB också stod inför ett större inflationsunderskott i förhållande till sitt mål. En annan faktor var den lägre stocken av utestående statsskuld i Sverige i relation till BNP. Riksbankens innehav utgjordes trots allt av cirka 45 procent av statsskulden, en mycket högre andel än i euroområdet. Det var även relevant att Riksbankens innehav, med den omfattningen, kunde ifrågasättas mot bakgrund av fördragets förbud mot monetär finansiering.^{33, 34} Ändå verkar det inte ha lämnats någon förklaring till varför just denna volym av köp valdes.

Nettoköpen upphörde tillfälligt under 2017, men obligationsförfall och ränteintäkter återinvesterades och tidiga återinvesteringar resulterade i en viss mindre tillfällig innehavsökning.

Köp av medellånga och långa obligationer anses vanligtvis vara ett sätt att plana ut räntekurvan när den korta räntan ligger vid sin nedre gräns. Om man tittar närmare på kurvans lutning under 2015–2017 syns ingen stor effekt efter februari 2015.³⁵ En ihållande utplaning av kurvan (som i diagram 19 representeras av skillnaden mellan obligationsräntan och reporäntan) syns endast efter mitten av 2018, en utveckling vi redan har kopplat till händelser i euroområdet.

Flera forskare har försökt kvantifiera tillgångsköpsprogramms expansiva effekt på en planare räntekurva motsvarande ytterligare sänkning av den (negativa) styrräntan (utan kvantitativa lättnader) om det varit möjligt. Uppskattningar av denna ”skuggade” styrränta har gjorts av De Rezende och Ristiniemi (2020). De drar slutsatsen att oförutsedda tillgångsköp på 10 miljarder kronor (varje gång de görs) kan likställas med en sänkning i reporäntan på ungefär 3,3 baspunkter. Under perioden med negativ ränta uppskattas tillgångsköpen ha genererat en skuggränta på mellan ½ och ¾ procent under den faktiska reporäntan. Genom denna metod och Riksbankens Ramses II-modell har författarna ovan räknat ut att inflationen i början av 2019 skulle ha varit ungefär ½ procent lägre, och arbetslösheten skulle ha varit ¾ procent högre, om tillgångsköpen inte hade införts under 2015. Dessa beräkningar verkar vara rimliga.

Det bör också noteras att andra centralbankers tillgångsköp, särskilt ECB:s, har haft expansiva spridningseffekter på Sverige under den utvärderade perioden (Di Casola och Stockhammer 2021). En tänkbar förklaring till detta är

³³ Se t.ex. detta utdrag från ett av Riksbankens senare beslut rörande tillgångsköp: ”De köp som omfattas av detta beslut ska genomföras med en sådan fördelning och enligt sådana villkor att de kan bedömas vara förenliga med tillämpliga bestämmelser om förbud mot monetär finansiering, i enlighet med anvisningarna i direktionens beslut daterat den 9 februari 2021 (dnr 2021-00257). Detta innebär att köpprogrammet även i fortsättningen ska utformas med utgångspunkt i principen att Riksbanken inte bör inneha en övervägande del av den totala utestående stocken värdepapper utgivna av svenska staten, svenska kommuner och regioner samt Kommuninvest i Sverige AB och offentligt ägda bolag.”

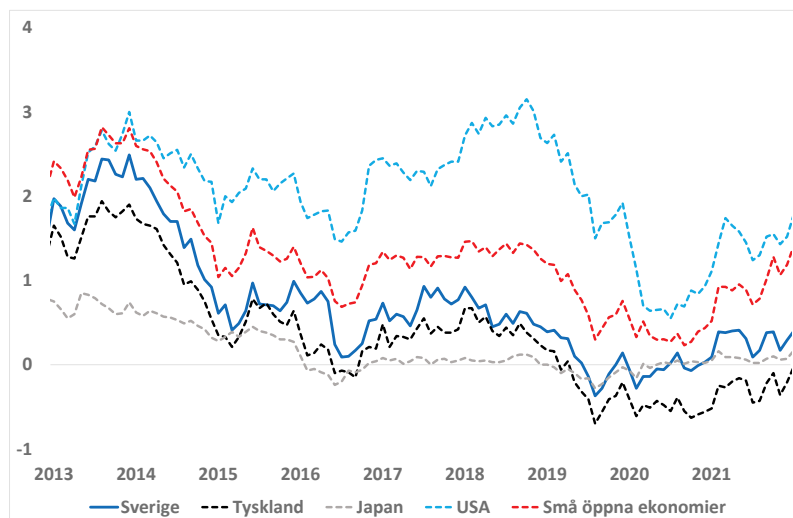
³⁴ Vi behandlar inte här om det kan ha negativa effekter på den svenska obligationsmarknadens likviditet och prisbildning om centralbanken innehar en så stor andel av de totala utestående svenska statsobligationerna.

³⁵ Som noterats ovan räknade De Rezende (2016) ut att nettoeffekten av tillgångsköpen 2015 uppgick till 27 bp för den 10-åriga obligationsräntan eller 18 bp för den 10-åriga löptidspremien. (För löptiden på fem år var siffrorna 29 bp för obligationsräntan och 18 bp för löptidspremien.)

inte bara att den samlade efterfrågan ökade (vilket dock kunde ha lett till en förstärkning av den svenska kronan, något som skulle ha fått en motverkande, åtstramande effekt), utan också att det bidrog till att Riksbanken reagerade med att börja köpa tillgångar.

Diagram 20 10-åriga statsobligationsräntor, Sverige och ett urval länder

Procent



Anm.: Små öppna ekonomier är ett genomsnitt av Danmark, Israel, Norge, Nya Zeeland, Schweiz, Sverige och Tjeckien.

Källor: Norges Bank, Europeiska centralbanken, Macrobond, Reserve Bank of New Zealand och U.S. Department of Treasury.

2020

Riksbankens penningpolitiska respons på pandemin från mars 2020 omfattade kraftigt utökade tillgångsköp, vilka även utvidgades till bl.a. säkerställda obligationer, kommunobligationer och företagsobligationer samt företagscertifikat. Även om köpens omfattning var mindre (i förhållande till BNP) än i flera andra ledande centralbanker, låg de betydligt över den ränta till vilken obligationer hade köpts under 2015–2016 (se diagram 14).³⁶

Den största andelen av de nya köpen utgjordes av säkerställda obligationer med bolån som säkerhet. Riksbanken innehade redan en så hög andel av den utestående stocken av statsobligationer att ytterligare köp genomfördes i en långsammare takt, som en väl tilltagen försiktighetsåtgärd med hänsyn till EU-fördragets förbud mot monetär finansiering. Utöver detta förvärvades stora mängder kommunobligationer (Hansson och Birging 2021). Utökningen till andra kategorier återspeglade också det faktum att även om alla obligations-

³⁶ Riksbanken försökte dock inte förankra långa räntor genom s.k. yield-curve control (som i Japan). Och det med rätta: en sådan penningpolitik skulle kunna leda till extremt stora obligationsköp. Dessutom kan den vara svår att avveckla.

räntor påverkades av köpen av statsobligationer, var genomslaget till andra obligationer än statsobligationer bristfälligt under 2015.³⁷

Endast en relativt liten andel företagsobligationer och företagscertifikat köptes, och nästan alla företagscertifikat köptes under det andra kvartalet 2020. Företagsobligationerna hade en stark övervikt mot fastighetssektorn, vilket kan tyckas något underligt med tanke på motviljan att bidra till en, vad många ansåg vara, överhettad sektor. Eftersom det var en komplex process att få i gång programmet påbörjades köpen av företagsobligationer inte förrän i september 2020. Det kan argumenteras att köpen inte ens behövdes vid den tidpunkten eftersom krisen på finansmarknaden var över, men att Riksbanken kände att den behövde fullfölja sitt åtagande.

Denna period med kvantitativa lättnader skiljer sig från perioden 2015, eftersom den skedde utan en sänkning av reporäntan. Köpvågen kan ses som en åtgärd som mer gjordes för att stabilisera finansmarknaderna än för att påverka räntekurvan och därigenom den samlade efterfrågan. Utökningen av köp till andra kategorier pekar också i samma riktning, men det faktum att köpen fortsatte långt efter den första panikartade perioden av pandemin väcker en del tvivel kring den tolkningen. Det är inte lika lätt att förklara logiken bakom att köpen fortsatte till slutet av 2020 och framåt.

De fortsatta köpen av privata obligationer när den första paniken hade lagt sig började väcka en del svåra frågor. Först och främst bör man tänka på kreditrisk: antalet företag vars obligationer har förvärvats är väldigt stort, även om Riksbanken har begränsat sig till obligationer med hög kreditvärdighet ("investment grade").³⁸ Det framgår att ett brett synsätt på marknadsneutralitet har tillämpats (med vissa nyligen tillagda negativa kriterier relaterade till klimatförändring). Men är det en tillräcklig utgångspunkt för att säkerställa ekonomisk effektivitet? Skulle politiska påtryckningar i annat fall kunna förmå Riksbanken att rikta in köpen på specifika undersektorer eller företag på ett sätt som skulle styra Riksbanken i riktning mot nära nog finanspolitisk verksamhet?³⁹ Även om Riksbanken framgångsrikt står emot sådan press finns det en tydlig risk för att dess obligationsköp skulle kunna bli en politisk fråga, och därigenom inverka negativt på Riksbankens anseende.⁴⁰

När det gäller bostadsobligationer kan de ses som något säkrare eftersom de skyddas av dubbla fallissemang (även om fallissemang hos de slutgiltiga gäldenärerna och den utfärdande banken sannolikt är positivt korrelerade).

³⁷ Enligt De Rezendes (2016) beräkningar föll 10-åriga bostadsobligationsräntor med ungefär hälften så mycket som 10-åriga statsobligationsräntor. Skillnaden var mindre vid kortare löptider.

³⁸ Betyg från de tre stora internationella organen och de två mindre är godtagbara. Begränsningen till "investment grade" är i linje med ECB:s praxis i programmet för företagsobligationer, som inleddes 2016. Ungefär hälften av alla börsnoterade obligationer i Sverige är inte betygsatta, så begränsningen till "investment grade" är ganska snäv. Som jämförelse har Norges Bank infört betydligt mindre strikta kriterier för köp av företagsobligationer.

³⁹ I likhet med andra centralbanker i EU får Riksbanken inte "begära eller ta emot instruktioner från unionens institutioner, organ eller byråer, från medlemsstaternas regeringar eller från något annat organ".

⁴⁰ Transparensen inom programmet var till en början stor, men har blivit något sämre eftersom det ansågs nödvändigt att begränsa publiceringen för att skydda känslig information.

Sådana köp får dock en mycket direkt effekt på finansieringskostnaden för bostadsköp, vilket innebär att köp av säkerställda obligationer vid en tidpunkt med överskuldssättning på en överhettad fastighetsmarknad är en källa till oro. Genom att strypa en ökning i obligationsräntorna och därmed undvika ökade bolåneräntor stödde de trots allt efterfrågan på bostäder (Alsterlind 2021). Därför skulle sådana köp kanske ha behövt uppvägas av stramare makrotillsynsåtgärder, som inte står under Riksbankens kontroll och som sannolikt skulle ha haft negativa fördelningspolitiska konsekvenser.

4.3 Framåtblickande vägledning

a) Om styrräntan

Riksbanken införde framåtblickande vägledning om styrräntan redan 2007, dvs. före kriserna. Syftet med prognoserna för styrräntan var att beskriva den penningpolitik som hängde samman med resten av Riksbankens makroekonomiska prognoser, snarare än ett bindande åtagande att följa den meddelade banan.

Det är emellertid viktigt att skilja mellan vägledning som endast indikerar en förväntning och vägledning som involverar någon form av åtagande. Stora centralbanker, inbegripet Federal Reserve, ECB, Bank of Japan och Bank of England, införde framåtblickande vägledning om styrräntor efter krisen, men detta gjordes med ett åtagande om att hålla räntorna låga. Riksbanken har inte infört en sådan vägledning ”à la Odysseus”. Även om kommentatorer ofta har kritiserat den stora skillnaden mellan prognos och faktisk styrränta under det senaste decenniet vore det inte rättvist att anklaga Riksbanken för att inte ha uppfyllt ett åtagande, eftersom prognosen inte medför något åtagande.

Som tidigare nämnts har Riksbanken inte använt sig av den typen av framåtblickande vägledning (”à la Odysseus”). Riksbankens räntebana hamnar i stället inom kategorin ”delfisk” vägledning – den är endast en prognos. På det viset är den ganska snarlik de s.k. dot plots som ledamöter i USA:s Federal Open Market Committee (FOMC) använder sig av för att indikera sina förväntningar om den amerikanska styrräntan. En viktig skillnad mot Federal Reserves dot plots är att dessa tillhandahålls av enskilda ledamöter i FOMC och inte har någon obligatorisk koppling till Federal Reserves allmänna makroekonomiska framtidsbedömningar. Riksbankens prognoser är framtagna för att vara i linje med resten av de makroekonomiska prognoserna.

Huruvida framåtblickande vägledning ”à la Odysseus” är användbar eller ej beror på dess trovärdighet, men så är inte nödvändigtvis fallet för en prognos som endast anger den bana för styrräntan som Riksbanken bedömer som lämplig om resten av den makroekonomiska prognosen blir verklighet (”delfisk” framåtblickande vägledning).

Den skepsis som vissa observatörer (t.ex. Andersson och Jonung 2019) har uttryckt om Riksbankens reporäntebana bör därför mer ses som kritik av Riksbankens allmänna framgång med prognoserna, och inte enbart som kritik av

räntebanan. Men det kan ändå vara klokt av Riksbanken att lägga ännu mindre fokus på den förväntade reporäntebanan. Uttalanden som t.ex. ”först i mitten av 2018 väntas reporäntan börja höjas, vilket är samma bedömning som i april” eller ”och revidera ned räntebanan påtagligt jämfört med beslutet [från det föregående mötet]”, som det står i sammanfattningen för protokollet från ett penningpolitiskt möte, kan därför bli mer missvisande än användbara. Det tillhörande osäkerhetsintervallet, vilket (som tidigare nämnts) är för brett för att vara till någon nytta, kan också tonas ned.

Men skulle det vara lämpligt om Riksbanken gick över till en framåtblickande vägledning ”à la Odysseus” och därmed gjorde delar av sin prognos om styrräntan till åtaganden? De stora centralbankerna har ju trots allt genom sin praxis gjort en sådan användning legitim, och till och med skapat en förväntan om att den skulle kunna vara användbar under vissa omständigheter. Riksbanken skulle i så fall behöva vara mycket tydlig med att man har förändrat praxis i fråga om den framåtblickande vägledningen för att den ska ha önskad effekt på marknadens förväntningar. Men penningpolitiken som ger ett sådant begränsat handlingsutrymme kan bli kostsam för Riksbanken. För att behålla sin trovärdighet kan den behöva stå fast vid sitt åtagande även om det inte är det optimala valet, t.ex. om det skulle uppstå situationer som inte förutsågs när åtagandet gjordes.

Ett sätt att tillhandahålla prognoser och samtidigt upprätthålla flexibilitet för att kunna anpassa politiken om omständigheterna förändras är att understryka det faktum att den förväntade penningpolitiken (för räntor och tillgångsköp) helt beror på om de viktigaste delarna av prognosen förverkligas.

Ett annat sätt att hantera problemet med tidsinkonsekvens för penningpolitiska prognoser/åtaganden, särskilt under perioder med stor osäkerhet, är att presentera alternativa scenarier. Riksbanken presenterade tidigare olika scenarier för styrräntan men har inte gjort det sedan 2015. Det kan vara ett effektivt sätt att förmedla osäkerhet kring den ekonomiska utvecklingen och på så vis även kring den framtida styrräntebanan.

Ett tillfälle när framåtblickande vägledning om räntor skapade viss friktion var avsikten att höja reporäntan tillbaka till noll, som tydligt signalerats från och med 2018. Som tidigare nämnts pekade de makroekonomiska omständigheterna i slutet av 2019 inte lika tydligt mot att det var rätt väg att gå, men de tidigare signalerna hade skapat starka marknadsförväntningar som Riksbanken inte ville svika.

b) Om tillgångsköp

När det gäller utformningen av de svenska tillgångsköpen verkar skiftet mot ett åtagande redan ha skett. Tillgångsköp i sig försvårar definitivt framåtblickande vägledning om både räntor och köp, särskilt med tanke på att de i stor utsträckning är substitut, och särskilt under perioder med stor osäkerhet. Ändå antas tillkännagivanden om framtida tillgångsköp snarare utgöra ett åtagande än enbart en prognos, även om Riksbanken inte uttryckligen verkar ha angett

detta. Dessa tillkännagivanden framstod trots allt som beslut om att faktiskt köpa en viss volym över sexmånadersperioder eller liknande. Detta är en punkt som måste förtydligas.

Om man beaktar åtagandaspekten förefaller det tydligt att osäkerhetsintervallet (som publicerades från och med februari 2021) inte är tillräckligt för att förmedla osäkerheten kring framtida tillgångsköp och scenarier som kommer att påverka detta, både vad gäller osäkerhetens art och omfattning (i ännu högre grad än för räntor).

Ett tidigt tillkännagivande om obligationsköp kan leda till problem med tidskonsekvens, vilket exempelvis inträffade 2020. Räknet från det att Riksbanken tillkännagav sin avsikt att köpa företagspapper tog det flera månader att förbereda genomförandet av denna åtgärd. När förberedelserna väl var klara kan man nog hävda att köpen inte längre behövdes, men Riksbanken kände sig tvungen att genomföra dem för att behålla sin trovärdighet. Den föreföll helt enkelt vara låst till sin tidigare framåtblickande vägledning. Med ett något mer nyanserat tillkännagivande hade detta kunnat undvikas.

En extra svårighet med den framåtblickande vägledningen är när policy-skapare inte har en tydlig plan. Både när det gäller negativa räntor och tillgångsköp verkar det som att dessa penningpolitiska åtgärder inleddes utan att det fanns någon särskild strategi för att avveckla dem. Under vilka omständigheter skulle negativa räntor upphöra? Bör räntorna normaliseras innan eller efter man har upphört med återinvesteringar av förfall från värdepappersköp? Sådana frågor lämnades obesvarade, både 2015 och 2020. Detta var i sig förståeligt, särskilt under 2020 när det var brådskande att fatta beslut, men mer fokus borde förmodligen ha lagts på att se till så att man prioriterade ett systematiskt tänkande kring dessa frågor. Inte ens nu, i skrivande stund, tycks denna rad av frågor ha fått något svar.

Kapitel 5 Den internationella kontexten

Naturligtvis ska Riksbankens penningpolitik främst granskas utifrån de åtgärder som vidtas för Sverige och hur de påverkar inflationen och andra nationella ekonomiska indikatorer. Men penningpolitiken i en såpass öppen ekonomi som Sverige påverkas starkt av den internationella utvecklingen och har stor inverkan på den svenska kronans växelkurs. I det här kapitlet tittar vi därför i stället på Sverige främst ur ett internationellt perspektiv, med syftet att få ytterligare insikter om den svenska penningpolitiken under den utvärderade perioden.

Genomförandet av den svenska penningpolitiken begränsas ofrånkomligen av starka kopplingar till omvärlden – inte bara till euroområdet och andra medlemmar i Europeiska unionen, utan även till finansiella marknader med US-dollar och den internationella ekonomin i stort. Detta blir tydligt när man tittar på hur räntorna sänktes innan ECB lanserade sitt utökade program för köp av tillgångar i början på 2015. Det var också märkbart i mars 2020, när stressen på finansmarknaden drabbade de flesta ekonomier mer eller mindre samtidigt, både direkt av pandemichocken och när internationella flöden överförde chocker från land till land.

Om penningpolitiken ska fungera väl i en sådan miljö krävs det att man lägger stor vikt vid internationella flöden och har sunda relationer med andra centralbanker. Några exempel på detta är swappavtalen med amerikanska Federal Reserve (som nämnts ovan) och med ECB, samt med andra länder där Sveriges roll snarare är att tillhandahålla medel än att ta emot.

5.1 Växelkursrörelser och penningpolitik

Även om Riksbanken – till skillnad från grannen Danmarks Nationalbank – inte försöker knyta växelkursen, påverkas rörelserna i kursen SEK/EUR starkt av Riksbankens penningpolitiska åtgärder och det finns även en omvänd påverkan. En högre styrränta brukar förknippas med en starkare krona och vice versa. När ECB beslutade att sänka sin styrränta och införa andra expansiva åtgärder förstod Riksbanken att om man bortsåg från detta, skulle kronan sannolikt stärkas gentemot euron.

Även om kronans externa värde (växelkursen) inte är något penningpolitiskt mål i Sverige, är det en viktig variabel för att fastställa prisinflation och andra makroekonomiska förhållanden.

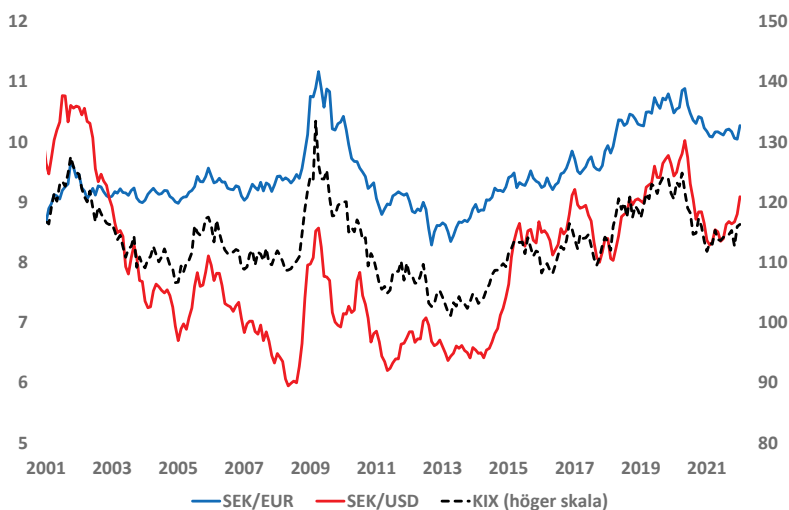
Växelkursens rörelser

Under den utvärderade perioden har växelkursen genomgått en betydande lågfrekvent (långsam) svängning, utöver de dagliga och veckovisa fluktuationer som kan förväntas för en fritt flytande valuta i ett marknadssystem.

Nettoförändringen i kronans (KIX-vägda) genomsnittliga effektiva växelkurs mot valutorna för Sveriges viktigaste handelspartner var mellan januari 2015 och december 2020 bara runt 1 procent (se diagram 21). Men genom att välja dessa två månader döljs en omfattande, lågfrekvent svängning från stark till svag, till stark igen. Om man breddar tidsperspektivet får man en mer enhetlig bild och en bättre förståelse för perioden i fråga. Det är tydligt att kronan har varit mer stabil gentemot euron än mot US-dollar, både på lång sikt och i delperioder.

Diagram 21 Månatlig växelkurs för den svenska kronan gentemot USD, EUR och KIX-index

Svenska kronor och index, 18 november 1992 = 100



Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt mot valutor i 32 länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs.
Källa: Riksbanken.

Från det att euron infördes och fram till hösten 2008 låg växelkursen SEK/EUR tämligen stabilt kring 1 EUR = 9 SEK (med en månadsvis standardavvikelse på endast 0,3).

Under ungefär en femårsperiod därefter var det dock som en berg- och dalbana – först försvagades kronan till en kurs på över 11 i mars 2009 och sedan skedde en stark återhämtning, med ett rekordhøgt värde, för att sedan nå en kurs på ungefär 8,3 fyra år senare.

Från april 2013 till november 2019 försvagades kronan mot euron i en jämn takt på ungefär 4 procent på årsbasis och följde därmed en bana lika stabil som när kronan hade en fast växelkurs gentemot euron före augusti 2008. Mot slutet av 2019 var kursen därför nära 11 igen.

Den svenska kronans försvagning mot euron fortsatte till och med efter det att reporäntan höjdes i slutet av 2018, och även efter det att den återgick till

noll i början på 2020. Detta tyder på att Riksbanken har visst manöverutrymme vad gäller sina styrräntor.

Slutligen utlöste pandemin en ny kronförstärkning så att växelkursen SEK/EUR vid slutet av 2020 återigen låg nära 10.

Dessa rörelser är anmärkningsvärda i flera avseenden. Först och främst finns det inga belägg för att dessa lågfrekventa rörelser i växelkursen SEK/EUR påverkades av US-dollarrens rörelser mot euron.⁴¹ Kronans främsta referensvaluta är euron och rörelserna vi har beskrivit är specifika för Sverige.

Hur mycket uppmärksamhet bör ett land med en inflationsmålspolitik ägna åt växelkursutvecklingen, utöver dess roll som ledande indikator för importerad inflation? Inriktningen på inflationsmålet innebär visserligen att fokus ligger på inflationsutsikterna, men många centralbankers direktionsledamöter, även hos Riksbanken, beaktar de eventuella negativa effekter som stora växelkursrörelser kan ha på olika produktiva sektorer (importörer och de som semesterar utomlands blir lidande vid en försvagad växelkurs, exportörer blir lidande vid en stärkt). Vissa av Riksbankens beslutsfattare tolkar det dessutom som att den allmänna opinionen i Sverige förefaller se ett symbolvärde i att kronan inte betraktas som svag – även oberoende av vilka verkliga ekonomiska effekter det kan få. Om onödigt mycket vikt läggs vid sådana överväganden kan det i förlängningen leda till att inflationsmålet förlorar sin förankring. Detta har dock inte hänt ännu.⁴²

5.2 Överväganden om valutainterventioner – en närmare titt på 2015–2016

Växelkursrörelser och det läge som skapats genom penningpolitiska åtgärder i omvärlden, särskilt i euroområdet, påverkade Riksbankens penningpolitik, vilket tydligt framgår av utvecklingen i början av den utvärderade perioden.

Här får man dra sig till minnes att Riksbanken inledde 2015 med en reporänta på noll och en uttalad förväntan om att räntan skulle ligga kvar på den nivån under en längre tid än vad som tidigare hade angetts. Reporäntan hade gjort att den svenska kronan kunde försvagas med nästan 20 procent mot US-dollar sedan mitten av året – ännu mer än mot euron. Årsskiftet präglades både av stora förväntningar om nya lättnader i ECB:s penningpolitik och förväntningar om en svag euro. Efter att ha infört negativ styrränta månaden innan övergav Swiss National Bank i mitten av januari plötsligt sitt tak för växelkursen CHF/EUR. Detta ledde i sin tur till att Danmarks Nationalbank sänkte sin styrränta till $-0,75$ procent i syfte att avskräcka omfattande spekulativa

⁴¹ En regression av de månadsvisa procentuella förändringarna i växelkursen EUR/SEK vid förändring i växelkursen EUR/USD ger ett RKV-värde på 0,0, medan en regression av förändringar i växelkursen USD/SEK vid förändringar i växelkursen EUR/USD ger ett RKV på 0,72. (Samma resultat för 2001–2021 och 2015–2020)

⁴² Ett alternativ som kommit på tal skulle vara att låsa växelkursen SEK/EUR på samma vis som gjorts i Danmark. Det bör dock noteras att man med detta inte hade undvikit negativa räntor. Med en fast växelkurs skulle dessutom hanteringen av kapitalflöden mycket väl ha kunnat ge större problem (se Honohan 2019).

inflöden. ECB:s program för köp av den offentliga sektorns tillgångar tillkännagavs den 22 januari 2015 och de första köpen gjordes i början på mars.

Trots direktionens förväntan om en stramare penningpolitik i USA och Storbritannien under loppet av 2015 var det andra aspekter av utvecklingen och utsikterna i Europa, tillsammans med inflationen som fortfarande var lägre än man hade hoppats på, som dominerade dess resonemang. Direktionen verkar faktiskt ha reagerat både på förväntningarna om ECB:s kvantitativa lättnader (under 2014) och sedan därefter på det faktiska genomförandet av lättnaderna i början på 2015. I mitten av februari beslutade de att försiktigt sänka styrräntan till en negativ nivå (-0,1 procent) och att köpa en mindre mängd svenska statsobligationer.

Under de följande månaderna uttrycktes oro över riskerna med en starkare krona mot bakgrund av den penningpolitiska utvecklingen i omvärlden.⁴³ Eftersom inflationen väntades förbli väl under målet sänktes styrräntan ytterligare till -0,25 procent och den utlovade mängden kvantitativa lättnader höjdes.

Oron om kronan var fortfarande framträdande i direktionens diskussioner om kronan och vid mötet i juli sänktes reporäntan igen till -0,35. Detta trots deras förväntan om att inflationen (KPIF) skulle nå 2 procent innan årsskiftet.⁴⁴

Eftersom inflationen väntades nå 2 procent innan det nästföljande året förblev styrräntan oförändrad fram till årsskiftet 2015, men oron om rörelserna i växelkursen kvarstod. Dessutom fortsatte ECB:s lättnader, bl.a. genom en sänkning av inlåningsräntan från -0,2 till -0,3 i början på december.

Under den första arbetsdagen 2016 överraskade Riksbanken marknaderna genom att offentliggöra ett nytt delegeringsbeslut om valutainterventioner som möjliggjorde för riksbankschefen och förste vice riksbankschefen att vid behov omedelbart kunna intervensera på valutamarknaden, som en kompletterande penningpolitisk åtgärd.⁴⁵ Beslutet togs vid ett extrainsatt direktionsmöte efter det att kronan stärkts mot både US-dollar och euron (och KIX-indexet)

⁴³ Ur protokollet från det penningpolitiska mötet i april: "I en miljö där penningpolitiken i vår omvärld går i otakt är växelkursens utveckling svårbedömd. Kronan har försvagats en hel del vilket ger stöd åt inflationen. Om kronan skulle förstärkas snabbt eller omvärlden utvecklas sämre än väntat riskerar det att bryta inflationsuppgången." Riksbankschef Ingves var ännu mer kategorisk: "Växelkursen är för närvarande en central faktor, enligt Ingves, dels eftersom den är viktig för inflationen, dels eftersom den påverkas av utvecklingen i omvärlden. ECB:s tillgångsköpsprogram bidrar till att få igång tillväxten i euroområdet, vilket är positivt också för svensk ekonomi. Men på kort sikt riskerar kronan att stärkas till följd av ECB:s agerande, vilket skulle hålla tillbaka den inflationsuppgång som Riksbanken eftersträvar. Därför måste Riksbanken på ett eller annat sätt förhålla sig till det som sker inom euroområdet. Ingves underströk att det från Riksbankens sida kräver beredskap för att agera på flera sätt, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena, ifall utvecklingen ser ut att gå på tvärs i förhållande till prognoserna."

⁴⁴ Från direktionsprotokollet i juli: "Jämfört med Riksbankens prognos i april har kronan blivit starkare, och kronans växelkurs utgör därmed en risk för inflationsuppgången."

⁴⁵ Beslutet förklarades på följande vis: "Riksbanken har inte något mål för växelkursen. Men den svenska kronans värde i förhållande till de viktigaste valutorna i omvärlden är en viktig faktor i inflationsbedömningen. En snabb förstärkning av kronan kan därför behöva motverkas med en ännu mer expansiv penningpolitik. Som en kompletterande penningpolitisk åtgärd kan Riksbanken därför behöva intervensera på valutamarknaden." ("Valutaintervention som en kompletterande penningpolitisk åtgärd", bilaga A till protokollet från det penningpolitiska mötet den 4 januari 2016)

med ungefär 2 procent sedan det föregående penningpolitiska mötet cirka tre veckor tidigare.

Valutaintervention är ett verktyg som har funnits tillgängligt för Riksbanken, men som inte har använts på många år (sedan 2002). Det är allmänt vedertaget bland de stora centralbankerna och inom Europeiska unionen att en centralbanks avsikt att använda valutaintervention först ska vara föremål för visst samråd med andra centralbanker som påverkas. Det är en av ”de oskrivna reglerna”. Ett sådant ingripande kan välkomnas av dessa aktörer när växelkursen verkar felaktigt prissatt, men under andra omständigheter är det vanligtvis inte särskilt uppskattat.

Även om kronan försvagades samma dag som interventionen offentliggjordes och offentliggörandet kan ha förhindrat en begynnande förstärkning, sticker detta datum inte direkt ut när man tittar på diagrammets dagsdata.

Vid ett ordinarie direktionsmöte ungefär sex veckor senare sänktes reporäntan till den lägsta nivån någonsin, $-0,5$ procent. Följande månad sänkte ECB sina styrräntor på nytt, men den här gången fick beslutet ingen penningpolitisk respons från Riksbanken. (Riksbanken följde inte heller ECB:s sista styrräntesänkning i september 2019).

Direktionsledamöter fortsatte att uttrycka sin oro över vad som visade sig vara tillfälliga episoder med en förstärkt krona under 2017 och 2018, men inga särskilda åtgärder för att motverka förstärkningen vidtogs under den perioden.

Att låta mandatet för det särskilda delegeringsbeslutet om valutainterventioner löpa ut under 2019 skulle sannolikt inte innebära en oskäligen begränsning av Riksbankens praktiska verktygslåda. Även om mandatet förnyades flera gånger fram till mitten av 2019 användes det nämligen inte.

Sammantaget verkar detta initiativ främst ha varit tänkt som ett kommunikationsverktyg.

* * *

Svensk penningpolitik bedrivs inte och kan inte bedrivas utan hänsyn till penningpolitiska åtgärder som vidtas av de viktigaste handelspartnerns centralbanker, framför allt ECB. Att bortse från dem skulle vara att främja volatila, spekulativa kapitalflöden och destabiliserade växelkursrörelser. Även om växelkursen inte är inflationsmålspolitikens mål, har Riksbanken vid flera tillfällen tydligt tagit hänsyn till att priserna och konjunkturläget i Sverige starkt påverkas av just växelkursrörelser. Det är mindre tydligt att Riksbanken har en helt utarbetad, formell strategi för att ta med växelkursen i sina överväganden.

Kapitel 6 Andra effekter av penningpolitiken

I och med att centralbankerna nu använder en bredare uppsättning penningpolitiska instrument läggs också alltmer fokus på instrumentens effekter på andra aspekter av den ekonomiska utvecklingen än just prisstabilitet. I det här kapitlet tittar vi närmare på tre viktiga dimensioner: finansiell stabilitet, klimatförändring och ojämlikhet.

6.1 Finansiell stabilitet

Penningpolitiska åtgärder kan få viktiga konsekvenser för den finansiella stabiliteten – och inte alltid i stärkande riktning. Det låga ränteläget har t.ex. lett till tydlig uppåtpress på bostadspriserna, vilket kan medföra stabilitetsrisker. Lång erfarenhet har visat att låga räntor uppmuntrar till ökat risktagande både av finansinstitut och av icke-finansiella företag och hushåll. De tagna riskerna kopplas dessutom ofta till hög skuldsättning, vilket gör de här satsningarna sårbara för räntehöjningar. Ju längre tid med lågt ränteläge, desto större blir dessa effekter.

Det faktum att Riksbanken har varit tvungen att hålla låga räntor längs hela räntekurvan för att leva upp till sitt prisstabilitetsmandat har därför ökat risken för finansiell instabilitet.

Köpen av stora mängder säkerställda obligationer med bolån som säkerhet samt vissa obligationer från fastighets- och byggbolag kan ha haft samma effekt.

Myndigheterna har gemensamt tillgång till instrument för att dämpa de här riskerna. Det handlar bland annat om makrotillsynsverktyg, däribland påslag på kapitalkraven som ”den kontracykliska kapitalbufferten” och låntagarspecifika regler, t.ex. bolånetak, en övre gräns för belåningsgraden. I en del länder kontrolleras vissa eller samtliga dessa makrotillsynsverktyg helt eller delvis av centralbanken, vilket innebär att ett enda organ kan fatta beslut om penningpolitik och makrotillsyn i ett gemensamt paket. Det är dock vanligare med andra institutionella upplägg, där makrotillsynsverktyg tilldelas finanstillsynsmyndigheten, en minister eller ett stabilitetsråd som omfattar flera olika myndigheter. Strax före den period som här utvärderas beslutade Sverige att svaret för makrotillsynen skulle läggas på Finansinspektionen. Eftersom Riksbanken enligt sitt mandat prioriterar prisstabilitet är det Finansinspektionens, och inte Riksbankens, sak att reagera på stabilitetsrisker som uppstår som sidoeffekt av penningpolitiken.

Med den nuvarande arbetsfördelningen mellan Riksbanken och Finansinspektionen kan Riksbanken fortfarande ha en rådgivande funktion när det gäller makrotillsyn som ligger utanför dess kontroll. Riksbanken har goda förutsättningar för detta, med tanke på förmågan att bedriva makroekonomisk forskning och stå oberoende från olika former av kortsiktiga politiska påtryck-

ningar, vilket ofta har lett till ”inaction bias” (tendens att inte göra något) vad gäller att tillämpa kontryckslig makrotillsyn i andra länder.

Riksbanken representeras i Finansiella stabilitetsrådet, som diskuterar sådana frågor, men detta är ett forum för policydiskussion, inget beslutande organ. Riksbanken skulle kunna inta en mer aktiv roll genom att vara beredd att formellt föreslå specifika makrotillsynsåtgärder för Finansiella stabilitetsrådet, om Riksbanken verkligen bedömer att de är nödvändiga. Om de andra deltagarna i Finansiella stabilitetsrådet inte håller med, vore det bra om de förväntades lämna en offentlig motivering.

Vissa centralbanker har valt att sträva mot inflationsmålet på lite längre sikt när priserna på bostäder och andra tillgångar ser ut att överhettas. De flesta (men inte alla) forskare anser att en sådan penningpolitisk inriktning, som ibland kallas att ”luta sig mot vinden”, är mindre fördelaktig än att använda makrotillsyn för att dämpa finansiella prisbubblor.⁴⁶ ”Luta sig mot vinden”-politiken kan i viss mening sägas ha varit Riksbankens praxis före 2014. Den har inte förekommit under den utvärderade perioden. På det hela taget anser vi att Riksbankens inställning under senare tid är välvägd.

6.2 Klimatförändring

Världens ledande centralbanker har mer ingående börjat utvärdera den nya frågan om klimatförändringarna är något som explicit ska beaktas i penningpolitiken. Det är förvisso förhållandevis lite som en centralbank kan bidra med när det gäller denna viktiga politiska utmaning, men det är allt annat än inget. För det första ökar behovet av att samordna med – och inte motverka – hur andra centralbanker agerar i frågor som tillgångsköps sammansättning. Att använda marknadsneutralitet som kriterium för sammansättningen är inte självklart optimalt när vissa sektorer och företag medför betydande externa effekter i form av miljökador. Centralbankens förtroende och ställning kommer dessutom att äventyras om den inte uttryckligen tar sig an denna viktiga utmaning, särskilt i en tid då detta är en viktig fråga för en stor del av allmänheten med tanke på att klimatförändringen är oåterkallelig och att vår planet verkar vara nära en brytpunkt.

År 2017 upprättades NGFS (Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System), ett internationellt nätverk som utarbetar rekommendationer för centralbankernas roll i klimatförändringen. Riksbanken anslöt sig till detta initiativ – som nu har 95 medlemmar och 15 observatörer – under dess första år.

Klimatförändringen har i viss mån påverkat Riksbankens tillgångsköp och sammansättningen av dess valutaserv på senare tid. Från och med 2021 kommer Riksbanken att redovisa koldioxidavtrycket för sitt innehav av företagsobligationer, vilket är i linje med rekommendationerna från TCFD (Task Force

⁴⁶ Vissa svenska forskare hävdar att när det är ett lågt ränteläge bör Riksbanken lägga större vikt vid tillgångspriser (särskilt bostadspriser) som i det läget lättare kan påverkas av centralbankens penningpolitik än de samlade konsumentpriserna (jfr Andersson och Jonung 2020).

for Climate-related Financial Disclosures). Denna politik behöver dock vidareutvecklas och genomlysas ytterligare.

I december 2020 togs beslutet att införa en ”hållbarhetsstrategi för Riksbanken”. Syftet med detta är att inkludera en negativ screening, vilket innebär att Riksbanken inte kommer att köpa obligationer från företag som inte uppfyller internationella standarder och normer för hållbarhet (Andersson och Stenström 2021). Som beskrivits i Breman (2021) begränsar Riksbanken i själva verket sina penningpolitiska köp av företagsobligationer till företag som har en relativt bra klimatpolicy. Vad gäller valutareserver väljer Riksbanken alltmör bort köp av statsobligationer vars länder kan betraktas som mer ”bruna”.

Riksbankens klimatförändringsåtgärder är nu i stort sett i linje med de mer aktiva centralbankerna världen över. För att säkerställa att denna politik är så effektiv som möjligt framhålls att det krävs tydliga globala standarder för att mäta miljövänlighet: sådana standarder håller på att tas fram, men har ännu inte kommit så långt. De har kanske inte någon väsentlig inverkan på minskningen av koldioxidutsläpp, men däremot ett nödvändigt symbolvärde.

Det är osannolikt att detta kommer att påverka Riksbankens förmåga att uppnå sitt primära prisstabilitetsmål i någon väsentlig omfattning.

6.3 Ojämlighet

En annan generellt viktig aspekt som centralbankens penningpolitik påverkar är inkomst- och förmögenhetsojämligheten i samhället. Frågan om hur den långa perioden med låga nominella och reala räntor påverkar ojämlikheten har uppmärksammats världen över. Det finns en tydlig koppling mellan låga räntor och höga tillgångspriser och det är uppenbart att dessa priser har lett till ökad förmögenhetskonzentration.

En av de tillgångar som påverkas är bostäder. Bostadspriserna har ökat under större delen av den utvärderade perioden och tog fart under 2020. Stigande bostadspriser påverkar inte bara hushållens skuldsättning och därmed den finansiella stabiliteten, utan gör det också svårare att köpa bostad, särskilt för samhällets lägre inkomstsegment. Men även om de låga räntorna med all säkerhet har varit en bidragande faktor till efterfrågan på bostäder, ligger de viktigaste politiska åtgärderna för att hantera bostadsfrågor främst inom statlig struktur- och skattepolitik.

De låga räntorna behövdes dessutom för att säkerställa en tillräcklig samlad efterfrågan så att ekonomierna kom upp i full sysselsättning igen efter den globala finanskrisen, vilket på så sätt minskade inkomstojämligheten. Om det hade förts en stramare penningpolitik i Sverige under denna period med relativt svag samlad efterfrågan, skulle det ha lett till högre arbetslöshet, vilket i sin tur skulle ha påverkat inkomstojämligheten negativt. Avvägningen mellan dessa båda motsatta krafter är viktig för att förstå penningpolitikens påverkan på ojämlikhet.

Tre andra överväganden behöver beaktas för att inte överdriva hur mycket av den omfördelningen som verkligen kan hänföras till Riksbankens penningpolitik.

För det första: Sveriges låga räntor beror inte enbart på centralbankens penningpolitik. Det stämmer visserligen att penningpolitiken under mer än ett decennium huvudsakligen har varit expansiv i större delen av världen och att även Riksbanken har fört en expansiv penningpolitik. Men det ska noteras att de låga räntorna endast delvis är en konsekvens av den penningpolitik som har förts av världens centralbanker (och ännu mindre av Riksbanken i sig). Realräntorna världen över har följt en mycket lång nedåtgående trend som var uttalad under 1900-talets sista fjärdedel och beror i olika omfattning på t.ex. den demografiska utvecklingen, förändringarna i ojämlikhet och framväxten för asiatiska ekonomier med högt sparande (se Mian m.fl. 2021 och Schmelzing 2020). En betydande del av prisuppgången på finansiella tillgångar måste därför förklaras med icke-monetära faktorer. Men Riksbankens penningpolitik har ändå haft en viss oberoende påverkan på det låga ränteläget i Sverige och därmed också på fördelningskonsekvenserna.

För det andra: penningpolitiska åtgärder handlar inte alltid om att sänka räntorna. När inflationen ligger över målet har Riksbanken agerat – och kommer med all säkerhet att agera igen – för att höja räntorna över den långsiktiga trendnivån. Oavsett vilka fördelningseffekter räntesänkningar har, tenderar de att gå i motsatt riktning från sådana höjningar. Sett över en livslängd kan därför penningpolitikens fördelningseffekter på ojämlikheten förväntas bli ganska låg.

En tredje punkt gäller livstidsberäkningar. Förmögna personer som redan har samlat på sig finansiella tillgångar gynnas när räntorna sjunker, eftersom nuvärdet av ett visst ränteflöde eller avkastningen på deras samlade tillgångar blir högre. Men samtidigt tjänar de mindre på nytt sparande. Det här livstidsperspektivet är viktigt att komma ihåg när man bedömer penningpolitikens betydelse för förmögenhetsförändringar som uppstår till följd av ränterörelser (jfr Auclert 2019)

Kvantifieringen av penningpolitikens fördelningseffekter är en fråga som har uppmärksammats mycket internationellt i ungefär ett decennium nu. Det här är ingen enkel uppgift, eftersom det krävs mikrodata för att fastställa graden av påverkan på enskilda hushålls inkomster och förmögenhet. Utöver detta behövs det också ett stabilt kontrafaktiskt scenario, för att bedöma hur det hade sett ut med en annan penningpolitik som är tillräcklig för att uppnå prisstabilitetsmålet. Det kan t.ex. röra sig om en avvägning mellan kvantitativa lättnader och lägre styrräntor eftersom kvantitativa lättnader sannolikt har större effekt på långa obligationsräntor och därigenom ger större förmögenhetseffekter. Det saknas dock belegg som kan bekräfta denna hypotes för Sveriges del.

Den empiriska forskning som har genomförts internationellt pekar på att penningpolitiken inte har särskilt stora effekter på ojämlikheten och att effekterna har varierat beroende på det ekonomiska läget när politiken tillämpades. De flesta studier som har genomförts i fråga om USA tyder på att använd-

ningen av kvantitativa lättnader har lett till en måttligt ökad ojämlikhet, medan ECB:s kvantitativa lättnader, som infördes i ett läge med högre arbetslöshet, verkar ha resulterat i lägre ojämlikhet (jfr Honohan 2018).

I skrift verkar inte Riksbanken ha tagit upp den här frågan i någon större omfattning förrän mot slutet av 2020 och det finns bara begränsade empiriska belägg. Skattningar baserade på administrativa data tyder på att en expansiv penningpolitik får störst effekter på *inkomsterna* i fördelningens botten och (om reavinster inkluderas som inkomster) i fördelningens topp. Vinsterna längst ner uppstår främst på grund av sysselsättningseffekter (Amberg m.fl. 2021).

Sedan förmögenhetsskatten avskaffades 2007 saknar Sverige data som gör det möjligt att analysera vilka effekter kvantitativa lättnader och låga räntor har fått på fördelningen av *förmögenhet*. Under 2017–2018 reagerade arbetslösheten mindre på de penningpolitiska lättnaderna. Detta kan ha berott på att den regressiva påverkan som uppstått genom förmögenhetseffekter började dominera den progressiva effekten genom arbetslöshetsminskningen.

Med tanke på att Riksbanken använder en bredare uppsättning verktyg finns det vissa möjligheter att i valet av penningpolitiska åtgärder för att uppnå prisstabilitet göra en avvägning mellan ojämlikhetseffekter och andra sidoeffekter.⁴⁷ Vissa av dessa penningpolitiska verktyg kommer sannolikt att användas även framöver och detta talar för att Riksbanken bör fortsätta med sin något senkomna forskning om denna fråga. Det är dock viktigt att framhålla att de viktigaste verktygen för att hantera inkomst- och förmögenhetsfördelning ligger hos regeringen, och om den penningpolitik som förs för att uppnå prisstabilitet har vissa omfördelade sidoeffekter kan de motverkas av regeringens politik.

⁴⁷ Exempelvis påpekas ofta att en penningpolitik med ”helikopterpengar”, dvs. brett fördelade stöd från centralbanken till allmänheten, skulle få en annan fördelningseffekt än kvantitativa lättnader och samtidigt få motsvarande påverkan på den samlade efterfrågan och inflationen. Att låta centralbanken besluta om och genomföra en sådan fördelning oberoende av regeringspolitiken skulle självklart vara högst kontroversiellt. (Med helikopterpengar finns det heller inte något backutrymme när penningpolitiken måste stramas åt.) I nuläget är en sådan penningpolitik mer en akademisk fråga, men finanspolitiskt utökade sociala förmåner kombinerade med kvantitativa lättnader skulle i praktiken ha liknande effekter på den samlade efterfrågan och ojämlikheten.

Kapitel 7 Lagförslagets konsekvenser

Den råder en bred samsyn om att en oberoende centralbank är något önskvärt. Detta återspeglar den vedertagna ståndpunkten om att det primära målet prisstabilitet bäst uppnås av en helt oberoende institution med ett tydligt mandat.

Frågan är om förslaget till ny riksbankslag, med dess snäva avgränsning av penningpolitiken, skulle kunna försvaga Riksbankens oberoende så att detta skulle kunna inverka på dess förutsättningar att fullgöra sitt mandat att upprätthålla prisstabilitet samt stödja ekonomisk aktivitet, sysselsättning och finansiell stabilitet. När vi har läst lagförslaget kan vi se att detta är problem man har strävat efter att undvika, men vi har ändå vissa farhågor som vi ser det som viktigt att påtala.⁴⁸

Enligt lagförslaget skulle Riksbankens uttryckliga mandat utökas till att omfatta frågor som nivån av ekonomisk aktivitet, vilket hittills verkar ha beaktats som ett slags underförstått mandat. För att en sådan oberoende institution ska kunna arbeta effektivt är det en fördel om (som nu föreslås) den lagstiftande församlingen klargör de sekundära mål som hittills har varit implicita, men utan att alltför specifikt föreskriva vilka penningpolitiska åtgärder som ska användas när institutionen fullgör sitt uppdrag.

Förslaget om denna utökning och beslutet om att preciseringen av prisstabilitet ska underställas riksdagens godkännande visar tydligt att riksdagen med rätta är angelägen om att vara nära involverad, men utan att för den skull äventyra Riksbankens nödvändiga oberoende. Detta önskemål bör självklart inte leda till att lagstiftarna detaljstyr centralbanksverksamheten. Det bästa för Sverige är att ha en betrodd centralbank, som har tillgång till hela spektret av penningpolitiska verktyg samt kompetens att använda dem på ett klokt sätt för att fullgöra sitt uppdrag på lång sikt.

Produktion och sysselsättning integreras i mandatet

Att lagförslaget utökar Riksbankens mandat ses som något positivt eftersom det innebär att produktion och sysselsättning, som i praktiken redan inkluderas, formellt införs som sekundärt mål. Denna förändring är i linje med lagstiftningen för de flesta centralbanker, där aktivitetsnivån antingen utgör ett sekundärt mandat eller finns med som ett dubbelt mandat. I praktiken har Riksbanken redan vägt in realekonomin när den utformar sina penningpolitiska åtgärder, väl medveten om att ”en varaktigt låg och stabil inflation” inte kan säkerställas i en svag ekonomi. Det är dock positivt med ett förtydligande eftersom det bidrar till att undanröja eventuella tvivel om betydelsen av dessa överväganden.

⁴⁸ Vi har granskat det lagförslag som regeringen överlämnade till lagrådet i Stockholm den 27 maj 2021. Vi avser inte att ta ställning till frågan om lagförslaget är förenligt med fördraget om Europeiska unionens funktionssätt.

Det explicita tillägget att realekonomi och sysselsättning ska beaktas inom Riksbankens mandat kan dessutom innebära att Riksbanken förlänger tidshorisonten för att nå inflationsmålet om detta krävs med tanke på dessa ytterligare mål. Hade detta varit ett uttryckligt mandat under 2018–2019 är det t.ex. fullt tänkbart att återgången från negativ ränta skulle ha fördröjts eftersom arbetslösheten då var på uppåtgående från och med början av 2018.

Definiera inflationsmålet

I Sverige råder en rimlig grad av samsyn om att Riksbanken har uppvisat en sammanhållen metod för att precisera prisstabilitet och operationalisera de tekniska detaljerna.

Riksbanken bör kontinuerligt utvärdera inflationsmålets utformning i vidare bemärkelse, med hänsyn till om andra ledande centralbanker ändrar sin strategi, framför allt om ett visst överskridande av målet bör godtas som kompensation för att målet har underskridits när styrräntans nedre gräns har nåtts. Det finns inget akut behov av att Riksbanken ser över sin strategi just nu, men målet bör inte tillåtas avvika alltför mycket från praxis för de större centralbankerna hos Sveriges ekonomiska och finansiella samarbetspartner.

Enligt befintlig lagstiftning är det Riksbankens sak att definiera prisstabilitet och välja inflationsmål. I vissa andra länder har regeringen eller parlamentet en uppgift när det gäller att fastställa inflationsmålet, men så är det inte i euroområdet eller i USA. På så vis har Riksbanken ett oberoende som är jämförbart med ECB och Federal Reserve. Den har ett större oberoende än Reserve Bank of New Zealand, den centralbank som var först ut med att bedriva penningpolitik efter ett inflationsmål, där förhandlingar förs mellan Reserve Bank och regeringen, och betydligt större än Bank of England, som tilldelas inflationsmålet av den brittiska regeringen (tabell C).

Lagförslagets krav på att Riksbankens precisering av prisstabilitetsmålet ska godkännas av riksdagen skulle innebära att Riksbanken i viss mån får minskat oberoende, men samtidigt vara mer oberoende än många andra verk samma centralbanker.

En viktig nackdel med detta förslag skulle dock kunna vara en risk för ”in-action bias” (tendens att inte göra något) om Riksbanken någon gång skulle vilja ändra inflationsmålet, men inte kan formulera detta på ett enkelt och tillfredsställande sätt som skulle få nödvändigt stöd i riksdagen. Denna risk kan undvikas om riksdagen fortsätter att i praktiken överlåta de tekniska aspekterna av inflationsmålets utformning.

Den finansiella stabilitetspolitiken skiljs ut

I förslaget till riksbankslag föreskrivs också separat att finansiell stabilitet ska vara ett sekundärt mandat. Inte heller i detta fall handlar det om att Riksbanken tidigare har förbisett ett underförstått mandat.

Men när lagförslaget skiljer mellan den lagstiftande befogenheten för åtgärder för finansiell stabilitet och den lagstiftande befogenheten för penningpolitik leder det till en lite artificiell uppdelning som sannolikt kommer att bli omöjlig att upprätthålla i praktiken. Likviditetsstödet's viktigaste operativa verktyg får nämligen med nödvändighet konsekvenser för penningpolitiken.

I praktiken finns det bara en enda verktygslåda: varje verktyg som övervägs för antingen penningpolitik eller finansiell stabilitetspolitik kan användas för vart och ett av målen och varje verktyg kommer att ha effekter på båda politikområdena.

Erfarenheter från andra länder visar att när man försöker göra en artificiell uppdelning mellan verktyg som inriktas på prisstabilitet respektive finansiell stabilitet, kan det leda till åtgärder som inte är optimala för något av målen.

Den mest praktiska konsekvensen av den föreslagna uppdelningen avser kraven i 3 kap. 11 § i lagförslaget i fråga om samarbete med andra statliga myndigheter. Visst kan man i många fall förvänta sig ett sådant samarbete när strukturella policyförändringar planeras.⁴⁹ Det bör dock inte bli en rutin att Riksbanken ska förväntas samråda om hur den använder sina likviditetsverktyg. I 3 kap. 11 § sista stycket anges att kravet om att andra myndigheter först ska ges möjlighet att yttra sig inte gäller ”om ett beslut är brådskande eller om beslutets effekt äventyras”.⁵⁰ Enligt lydelsen är syftet med denna bestämmelse att se till att skyndsamma åtgärder inte fördröjs vid ett akut läge som i mars 2020. Men stycket är kanske inte tillräckligt starkt formulerat för att skydda Riksbankens penningpolitiska handlingsutrymme mot förfarandehinder och förseningar. Lagförslaget's krav på att Finansinspektionen och andra relevanta myndigheter ska ges tillfälle att yttra sig innan Riksbanken använder penningpolitiska verktyg som syftar till att upprätthålla finansiell stabilitet kan leda till ”inaction bias” från Riksbankens sida. Detta skulle kunna bli aktuellt när det inte är så lätt att avgöra om de bakomliggande skälen för åtgärderna avser målet finansiell stabilitet eller prisstabilitet och när det kan vara svårt att fastställa om ”beslut[et] är brådskande eller om beslutets effekt äventyras” i en situation som är under uppsegling och som kan utvecklas till en kris.

De omfattande åtgärder som Riksbanken införde i mars 2020 visar än en gång hur viktigt det är för Sverige att snabbt kunna utnyttja alla nödvändiga instrument för att säkerställa prisstabilitet samt monetär och finansiell stabilitet. Det går inte att klart skilja mellan centralbankens verktyg för penningpolitik och finansiell stabilitet. I en kris finns det ingen tydlig skiljelinje mellan centralbankens verktyg för penningpolitik och finansiell stabilitetspolitik. När den lagstiftande församlingen fattar de slutgiltiga besluten om den nya lagens lydelse bör man därför undvika att införa dubbeltydiga förfarandekrav som kan försvåra möjligheten att använda penningpolitiska instrument på ett

⁴⁹ Ett annat exempel är 2015 års swappavtal varigenom Riksbanken under sex månader ställde 0,5 miljarder US-dollar till förfogande för Ukrainas nationalbank (se Gislén m.fl. 2021). Även om de tekniska och rättsliga aspekterna av detta avtal var noga genomtänkta av Riksbanken, har sådana åtgärder mer omfattande diplomatiska och politiska konsekvenser och beslut behöver fattas inom ramen för en bredare nationell politik.

⁵⁰ Riksbanken ska i så fall omgäende underrätta relevanta myndigheter.

effektivt sätt, med den snabbhet och det handlingsutrymme som 2020 – liksom 2008 – visat sig så avgörande för att bekämpa snabbt försämrade finansiella förhållanden som äventyrar prisstabilitet och ekonomisk stabilitet.

I vidare mening är ett välfungerande finansiellt system en nödvändig förutsättning för att penningpolitiken ska få ett effektivt genomslag. Vi anser därför att instrument som syftar till att skydda eller återställa ett välfungerande finansiellt system utgör en integrerad del av penningpolitiken och att Riksbanken även fortsättningsvis bör ha fullständigt oberoende när det gäller hur de tillämpas.

Avslutande kommentarer

Samlad bedömning

Efter att med betydande kraft ha tacklat först problemet med en inflation som inte nådde upp till målet och därefter de störningar som uppstod till följd av pandemin kan Riksbanken se tillbaka på perioden 2015–2020 som en penningpolitisk framgång. Detta har också varit en period som krävde extrema penningpolitiska åtgärder, med negativa räntor under en stor del av perioden och en anmärkningsvärd ökning i storleken på Riksbankens balansräkning. Det är inte förvånande att en del av detta har varit kontroversiellt, särskilt med tanke på eventuella sidoeffekter, vilket har gjort att Riksbankens roll och befogenheter har hamnat i fokus.

Vår samlade bedömning är att Riksbankens inflationsmålpolitik under den här perioden har varit välavvägd och mer framgångsrik än under de närmaste föregående åren. De åtgärder som vidtogs stämde överens med vad som internationellt betraktas som god centralbankssed.

Det finns så klart utrymme för smärre meningsskiljaktigheter, t.ex. när det gäller tidpunkter för ränteändringar och köp av värdepapper. Vi menar dock att Sverige har haft turen att ha en centralbank som kan och vill vidta snabba och väl utformade åtgärder för att stabilisera de ekonomiska och finansiella förhållandena.

Sidoeffekterna av fortsatt mycket låga räntor och en mycket stor balansräkning förtjänar dock mer analytisk uppmärksamhet än vad de fick fram till 2020. Omfattningen av den penningpolitiska verktygslåda som numera används av centralbankerna, inklusive Riksbanken, innebär att hänsyn till sidoeffekterna (bl.a. på risktagandet på finansiella tillgångsmarknader, inkomst- och förmögenhetsfördelning och finansverksamhet av relevans för klimatförändringen) måste få en mer framträdande roll i Riksbankens analysarbete. Det är positivt att banken har uppmärksammat dessa aspekter mer under de senaste månaderna.

Arvet från den globala finanskrisen och coronapandemin

Riksbanken var inte den enda centralbank som ställdes inför större utmaningar än vanligt och mer offentlig granskning i efterdyningarna av den globala finanskrisen. Som så ofta är fallet i en liten öppen ekonomi har många av de problem som Riksbanken har ställts inför under det senaste årtiondet varit externa till sitt ursprung och bankens handlingsutrymme har begränsats av ett internationellt marknadstryck.

För att hålla inflationen nära målet – det primära målet – krävdes åtgärder för att stärka den samlade efterfrågan genom att säkerställa låga räntor. Sam-

tidigt ledde den betydligt förhöjda osäkerheten efter den globala finanskrisen till finansiell sårbarhet och en utbredd motvilja mot att delta i kapitalbildning (investeringar). Även dessa motvindar måste motverkas med de åtgärder som står till buds för centralbankerna, om de ska kunna uppfylla sina sekundära mål att understödja allmänna ekonomipolitiska mål, såsom finansiell stabilitet, hållbar sysselsättning och produktionstillväxt.

Eftersom Sveriges finansiella system inte hade drabbats lika hårt som de flesta andra och bostadspriserna ökade förhållandevis snabbt, beslutade Riksbanken tidigare än de flesta andra, i mitten av 2010, att graden av penningpolitisk expansion skulle minskas. Samtidigt tog Riksbanken lång tid på sig att sänka räntorna under 2012–2013, trots att inflationen började hamna under målet. Under den här perioden rådde det stor oenighet inom direktionen, vilket diskuterades i den föregående rapporten i den här serien (King och Goodfriend 2016). I mitten av 2014, inför ett scenario där inflationen ihållande låg under målet och omvärlden påverkades av ECB:s allt mer expansiva penningpolitiska inriktning, ändrade Riksbanken kurs och minskade gapet mellan de svenska räntorna och räntorna i euroområdet.

I enlighet med den nya strategin bibehöll Riksbanken negativa räntor under de första fem åren av den utvärderade perioden, i syfte att hjälpa inflationen tillbaka upp mot målet (detta ledde till att kronan förlorade sin tidigare styrka på de internationella valutamarknaderna). Inflationen nådde också till slut sin målnivå och Riksbanken höjde sin viktigaste styrränta till noll igen (kanske lite tidigare än vad som hade varit optimalt).

Knappt hade den hunnit göra det förrän Sverige, precis som alla andra, kastades in i den osäkerhet och konjunkturnedgång som coronapandemin utlöste. Detta fick Riksbanken att (precis som andra centralbanker) kraftigt utöka storleken och inriktningen på sina tillgångsköp i syfte att stabilisera det finansiella systemet och ekonomin.

Hade en annan politik kunnat fungera bättre?

Riksbankens övergripande penningpolitiska strategi stämde överens med andra erkända centralbankers praxis under senare år, men det råder delade meningar i Sverige om i vilken utsträckning Riksbanken valde den bästa vägen.

Med tanke på de nära kopplingarna till euroområdet var det nästan oundvikligt att Riksbanken skulle svara på ECB:s alltmer expansiva penningpolitik från 2014, med bl.a. negativa styrräntor och tillgångsköp, genom att sänka sin styrränta till negativt territorium även för egen del. Vi håller verkligen med vissa observatörer om att de lättnader som utmärkte politiken i början av perioden kunde ha behållits längre, för att ekonomin skulle få möjlighet att ”växla upp”, i syfte att minska långtidsarbetslösheten ytterligare. Även om detta hade krävt att inflationen tillfälligt hade skjutit över målet, skulle det ha varit välkommet, givet den tidigare erfarenheten av att inte nå upp till målet. Dessutom skulle variationsbandet på +/-1 procent ha tillåtit att målet tillfälligt överskreds.

Ett intressant alternativt synsätt utgår från konstaterandet att de låga räntorna inte verkar ha samma inflationsstimulerande effekt som tidigare. Om så är fallet: skulle det ha varit möjligt att skydda växelkursen och den övergripande finansiella stabiliteten på ett bättre sätt om man hade undvikit en negativ styrränta, utan att tillåta inflationen att bli alltför låg? Vi är mindre övertygade av detta alternativa synsätt och konstaterar t.ex. att de föregående fem åren med positiva styrräntor präglades av mer volatilitet i växelkursen och en inflation som låg långt under inflationsmålet.

Framtiden

Med kraftiga förändringar i tillgångspriserna och i priserna på vissa kategorier av varor och tjänster, ser vi flera nya företeelser i det penningpolitiska landskapet när vi skriver denna rapport. Priset på tillgångar som aktier och bostäder är mycket höga, varför beslutsfattarna bör vara beredda att hantera följderna av eventuella kraftiga prisnedgångar som skulle kunna uppstå. Samtidigt har utbudsbegränsningar och förändringar i efterfrågemönstren lett till mycket stora relativa prisörelser och en kraftig ökning av den övergripande konsumentprisnivån. Att se till att detta inte sprider sig till en fortsatt inflation (som på 1970-talet med den första energiprischocken) kommer att vara en avgörande utmaning för penningpolitiken.

Utifrån det vi har sett för perioden 2015–2020 är Riksbanken väl rustad att möta dessa framväxande utmaningar:

- Den har en stabil penningpolitisk beslutsprocess och använder etablerade modellansatser. Banken bör dock fortsätta att utveckla sina analysverktyg, framför allt för att säkerställa att den håller sig à jour inom modellering och ekonometrisk dataanalys, t.ex. när det gäller att bedöma effektiviteten i sina program för tillgångsköp.
- Riksbanken har en tydlig och transparent kommunikation med omvärlden, även om den kunde göra mer för att beskriva sin syn på de osäkerheter av varierande omfattning och art som skulle kunna framtvunga oförutsedda kursändringar i penningpolitiken. Framför allt skulle genomslagskraften för den framåtblickande vägledningen om framtida penningpolitiska åtgärder förstärkas om man tydligt beskrev villkoren (tillståndsberoende) för vägledningen.

Pandemin var ett extremt exempel på en oförutsedd exogen chock – men det har även funnits andra. Eftersom ekonomiska prognoser inte är något exakt verktyg bör den penningpolitiska regimen inte bara vara väl anpassad efter den centrala makroekonomiska prognosen utan också kunna klara avvikelser från den. Riksbanken har bestått provet väl. Det kommer att vara viktigt att se till att den även fortsättningsvis har de verktyg och den handlingsfrihet som krävs för att bemöta oförutsägbara chocker i framtiden.

Det kommer en tid då det behövs en mindre expansiv penningpolitisk inriktning i Sverige. Med tanke på de olika verktyg som har använts de senaste

tio åren och på uppbyggnaden av tillgångar i Riksbankens balansräkning kommer det, precis som i andra länder, att finnas en rad komplexa beslut att överväga inför den omställningen. Detta innebär stora utmaningar för kommunikationen. Eventuella effekter på den finansiella stabiliteten behöver beaktas. Några av de expansiva åtgärdernas sidoeffekter, t.ex. ojämlikhet, kommer att tendera att verka i motsatt riktning. Införandet av e-kronan, Riksbankens digitala valuta, kommer att tillföra ytterligare en komplex faktor.

Mot denna bakgrund kommer det att vara avgörande för Riksbanken att upprätthålla förtroendet hos riksdagen, andra myndigheter, hos finansmarknaderna och hos allmänheten.

Referenser

Alsterlind, J. 2021. ”Utvecklingen av riskpremierna på säkerställda obligationer under coronapandemin”. Riksbanken, Ekonomisk kommentar nr 13.

Altavilla, C., Burlon, L., Giannetti, M. och Holton, S. 2019. ”Is there a Zero Lower Bound? The effects of negative policy rates on banks and firms.” ECB Working Paper nr 2289.

Amberg, N., Jansson, T., Klein, M. och Rogantini Picco, A. 2021. ”Five Facts about the Distributional Income Effects of Monetary Policy.” Riksbanken Working Paper Series nr 403.

Andersson, J. och Herold, T. 2020. ”Negativ ränta – positivt för konsumtionen? En empirisk studie om hur negativ reporänta påverkar hushållens konsumtion.” Uppsala universitet, mimeo.

Andersson, .F. N. G., och Jonung, L. 2019. ”The Tyranny of the Tenth. The Rise and Gradual Fall of Forward Guidance in Sweden 2007–2018.” Lunds universitet, Working Paper 2019:14.

Andersson, .F. N. G., och Jonung, L. 2020. ”Lessons from the Swedish Experience with Negative Central Bank Rates.” *Cato Journal* 40(3): 595–612.

Andersson, M., och Stenström, M. 2021. ”Hållbarhetshänsyn vid köp av företagsobligationer.” Riksbanken, Ekonomisk kommentar nr 3.

Ankargren, S., och Shahnazarian, H. 2019. ”The Interaction Between Fiscal and Monetary Policies: Evidence from Sweden.” Riksbanken Working Paper Series nr 365.

Angrick, S., och Nemoto, N. 2017. ”Central Banking below Zero: The Implementation of Negative Interest Rates in Europe and Japan.” *Asia Europe Journal*, 15(4): 417–443.

Auclert, A. 2019. ”Monetary Policy and the Redistribution Channel.” *American Economic Review* 109(6): 2333–2367.

Ball, L., Gagnon, J., Honohan, P. och Krogstrup, S. 2016. ”What Else Can Central Banks Do?” *Geneva Reports on the World Economy* 18. (Genève: International Center for Monetary and Banking Studies och London: Centre for Economic Policy Research).

Bernanke, B. S. 2017. ”Temporary Price-level Targeting: An Alternative Framework for Monetary Policy.” Brookings Institution. <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2017/10/12/temporary-price-level-targeting-an-alternative-framework-for-monetary-policy/>.

Blix Grimaldi, M., Crosta, A., och Zhang, D. 2021. ”The Liquidity of the Government Bond Market – What Impact Does Quantitative Easing Have? Evidence from Sweden.” Riksbanken Working Paper Series nr 402.

- Bottero, M., Minoiu, C., Peydró, J.-L., Polo, A., Presbitero, A. och Sette, E. 2021. "Expansionary Yet Different: Credit Supply and Real Effects of Negative Interest Rate Policy." CEPR Discussion Paper DP14233.
- Brandão-Marques, L., Casiraghi, M., Gelos, G., Kamber, G. och Meeks, R. 2021. "Negative Interest Rate Policies: A Survey." CEPR Discussion Paper 16016.
- Bubeck, J., Maddaloni, A. och Peydro, J.-L. 2020. "Negative Monetary Policy Rates and Systemic Banks' Risk-Taking: Evidence from the Euro Area Securities Register." *Journal of Money, Credit and Banking* 52(S1): 197–231.
- Candia, B., Coibion, O. och Gorodnichenko, Y. 2020. "Communication and the Beliefs of Economic Agents." Presenterad vid Federal Reserve Bank of Kansas City Conference, Jackson Hole, Wy.
- Candia, B., Coibion, O. och Gorodnichenko, Y. 2021. "The Macroeconomic Expectations of Firms." Mimeo.
- Cao, J., Dinger, V., Grodecka-Messi, A., Juelsrud, R. och Zhang, X. 2020. "The Interaction between Macroprudential and Monetary Policies: The Cases of Norway and Sweden." Riksbanken Working Paper Series nr 392.
- Corbo, V. och Strid, I. 2020. "MAJA: A Two-region DSGE Model for Sweden and its Main Trading Partners." Riksbanken Working Paper Series nr 391.
- De Haan, J. och Sturm, J. 2019. "Central Bank Communications: How to Manage Expectations." I Mayes, D. G. Siklos, P. L. och Sturm, J. red. *The Oxford Handbook of The Economics of Central Banking*. Oxford University Press.
- De Rezende, R. B. 2016. "The Interest Rate Effects of Government Bond Purchases Away from the Lower Bound." Riksbanken Working Paper Series nr 324.
- De Rezende, R. B. och Ristinieniemi, A. 2020. "A Shadow Rate without a Lower Bound Constraint." Bank of England Staff Working Paper nr 864.
- Di Casola, P. och Iversen, J. 2019. "Monetary Policy with High Household Debt and Low Interest Rates." Riksbanken Staff Memo.
- Di Casola, P. och Stockhammar, P. 2021. "When Domestic and Foreign QE Overlap: Evidence from Sweden." Riksbanken Working Paper Series nr 404.
- De Graeve, F. och Iversen, J. 2015. "Central Bank Policy Paths and Market Forward Rates: A Simple Model." Riksbanken Working Paper Series nr 303.
- Eggertsson, G. B., Juelsrud, R. E., Summers, L. H. och Getz Wold, E. 2020. "Negative Nominal Interest Rates and the Bank Lending Channel." NBER Working Paper 25416.
- Erikson, H. och Vestin, D. 2021. "Genomslaget av negativa styrräntor." Riksbanken, Ekonomisk kommentar nr 9.
- Europeiska centralbanken 2021. "An Overview of the ECB's Monetary Policy Strategy." https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategy_review_monpol_strategy_overview.en.html.

- Ferdinandusse, M., Freier, M. och Ristiniemi, A. 2017. "Quantitative Easing and the Price-Liquidity Trade-off." Riksbanken Working Paper Series nr 335.
- Ferlin, M., Blixt, J. och Brattström, E. 2021. "Hållbarhetsrapportering – behov av ökad standardisering och transparens." Riksbanken, Ekonomisk kommentar nr 4.
- Flodén, M., Kilström, M., Sigurdsson, J. och Vestman, R. 2021. "Household Debt and Monetary Policy: Revealing the Cash-Flow Channel." *The Economic Journal* 131(636):1742–1771.
- Gagnon, J. E. och Collins, C. G. 2019. "The Case for Raising the Inflation Target is Stronger than You Think." Peterson Institute for International Economics Realtime Economic Issues Watch. <https://www.piie.com/blogs/-realtime-economic-issues-watch/case-raising-inflation-target-stronger-you-think>.
- Georgsson, M., Vredin, A. och Åsberg Sommar, P. 2015. "Den moderna centralbankens mandat och diskussionen efter krisen." Riksbanken. *Penning- och valutapolitik* 2015 1:7–42.
- Gislén, M., Hansson, I. och Melander, O. 2021. "Dollarlikviditet från Federal Reserve till andra centralbanker." Riksbanken. *Penning- och valutapolitik* 2021 1.
- Granziera, E., Jalasjoki, P. och Paloviita, M. 2021. "The Bias and Efficiency of the ECB Inflation Projections: a State Dependent Analysis" Bank of Finland Research Discussion Paper.
- Hansson, D. och Birging, J. 2021. "Riksbankens värdepappersköp under coronapandemin." Riksbanken, Ekonomisk kommentar.
- Heider, F., Saidi, F. och Schepens, G. 2021. "Banks and Negative Interest Rates." *Annual Review of Financial Economics* 13:201–218.
- Heikensten, L. och Borg A. 2002. "Riksbankens valutainterventioner – beredning, beslut och kommunikation." Riksbanken. *Penning- och valutapolitik* 2002 1: 25–45.
- Honohan, P. 2019a. "IMF Advice on Unconventional Monetary Policies to Smaller Advanced Economies: Denmark, Switzerland, the Czech Republic, and Sweden" i IEO Background Paper BP/19-01/02. Internationella valutafondens oberoende utvärderingskontor. <https://ieo.imf.org/-/media/IEO/Files/evaluations/completed/2019-06-14-unconventional-monetary-policy/ump-bp02-imf-advice-on-ump-to-smaller-advanced-economies.ashx>.
- Honohan, P. 2019b. "Should Monetary Policy Take Account of Inequality and Climate Change?" *PIIE Working Paper* 19–18. (Washington, DC: Peterson Institute for International Economics). <https://www.piie.com/publications/working-papers/should-monetary-policy-take-inequality-and-climate-change-account>.

- Iversen, J., Laséen, S., Lundvall, H. och Söderström, U. 2016. "Real-Time Forecasting for Monetary Policy Analysis: The Case of Sveriges Riksbank." Riksbanken Working Paper Series nr 318.
- Jansson, P. 2021. "The Response in Sweden." I Bill English, Kristin Forbes och Angel Ubide, red., *Monetary Policy and Central Banking in the Covid Era*. CEPR Press.
- Laséen, S. 2020. "Monetary Policy Surprises, Central Bank Information Shocks, and Economic Activity in a Small Open Economy". Riksbanken Working Paper Series nr 396.
- Lindé, J. och Reslow, A. 2017 "En myt att Riksbankens prognoser styrts av modeller." Riksbanken. *Penning- och valutapolitik* 2017 1: 28–50.
- Madaschi, C. och Pablos Nuevo, I. 2017. "The Profitability of Banks in a Context of Negative Monetary Policy Rates: The cases of Sweden and Denmark." ECB Occasional Paper 195.
- Mian, A., Straub, L. och Sufi, A. 2021. "What Explains the Decline in r^* ? Rising Income Inequality versus Demographic Shifts." Presenterad vid Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Conference.
- Oikonomou, G. och Spyromitros, E. 2017. "Trends in Central Bank Transparency." *Theoretical Economics Letters* 7: 2089–2103. <https://doi.org/10.4236/tel.2017.77142>.
- Onofri, M., Peerson, G. och Smets, F. R. 2021. "The Effectiveness of Negative Interest Rate Policy." CEPR Discussion Paper 16236.
- Powell, J. H. 2020. "New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review." Anförande hos Federal Reserve Bank of Kansas City Conference, Jackson Hole, Wy. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20200827a.htm>.
- Reichlin, L., Adam, K., McKibbin, W. J., McMahon, M., Reis, R., Ricco, G. och Weder di Mauro, B. 2021. *The ECB Strategy: The 2021 Review and its Future*. CEPR Press.
- Reigl, N. och Staehr, K. 2020. "Negative Interest Rates in the Five Eurozone Countries from Central and Eastern Europe." *CESifo Forum* 21(1): 24–30.
- Reis, R. 2022. "Losing the Inflation Anchor." *Brooking Papers on Economic Activity* (ännu ej publicerad).
- Rosenberg, S. 2019. "The Effects of Conventional and Unconventional Monetary Policy on House Prices in the Scandinavian Countries." *Journal of Housing Economics* 46: 101659.
- Sandström, M. 2019. "The Impact of Monetary Policy on Household Borrowing – A High-frequency IV Identification." Riksbanken Working Paper Series nr 363.

- Sandström, M., Forsman, D., Stenkula von Rosen, J. och Fager Wettergren, J. 2013. "Marknaden för svenska säkerställda obligationer och kopplingar till den finansiella stabiliteten". Riksbanken. *Penning- och valutapolitik* 2013 2.
- Schmelzing, P. 2020. "Eight Centuries of Global Real Interest Rates, R-G, and the 'Suprasecular' Decline, 1311–2018." Bank of England Staff Working Paper 845.
- Schnabel, I. 2020. "Going Negative: The ECB's Experience." Anförande vid European Economic Associations 35:e kongress den 26 augusti. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200826~77ce66626c.en.html>.
- Svensson, L. E. O. 2015. "Forward Guidance." *International Journal of Central Banking* 11(S.1): 19–64.
- Riksbanken. 2021. "Utvärdering av Riksbankens prognoser" Riksbanksstudie nr 1.
- Svenska bankföreningen. 2020. "Bolånemarknaden i Sverige." <https://www.swedishbankers.se/media/4745/bolaanemarknad-2020.pdf>.
- Tenreyro, S. 2021. "Let's Talk about Negative Rates." Anförande i Bristol den 11 januari 2021. Bank of England. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2021/january/lets-talk-about-negative-interest-rates-speech-by-silvana-tenreyro.pdf>.
- Vissing-Jorgensen, A. 2021. "The Treasury Market in Spring 2020 and the Response of the Federal Reserve." CEPR Discussion Paper DP16410.
- Wolf, C. K. 2021. "Interest Rate Cuts vs. Stimulus Payment: An Equivalence Result. NBER Working Paper 29193.
- Åhl, M. 2017. "How Big is the Toolbox of a Central Banker? Managing Expectations with Policy-rate Forecasts: Evidence from Sweden." Riksbanken Working Paper Series nr 339.

BILAGA 1

Direktiv till utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–2020

Inledning

Riksbanken är en myndighet under riksdagen med ansvar för den svenska penningpolitiken. Sedan 1999 har Riksbanken en självständig ställning gentemot riksdagen och regeringen, och Riksbankens mål är enligt riksbankslagen (1988:1385) att upprätthålla ett fast penningvärde. Enligt lagens förarbeten ska Riksbanken också, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning.

Riksbanken har själv formulerat det operativa målet för penningpolitiken. Från 1995 till hösten 2017 var målet att inflationen ska vara 2 procent, mätt som årlig procentuell förändring av konsumentprisindex (KPI). Fram till 2010 fanns även ett s.k. toleransintervall runt målet på ± 1 procent. I september 2017 beslutade Riksbanken att ändra målet till att inflationen ska vara 2 procent, mätt som årlig förändring av konsumentprisindex med fast ränta (KPIF). Samtidigt infördes variationsband kring målet på mellan 1 och 3 procent. Riksbanken bedriver en s.k. flexibel inflationsmålspolitik.

Enligt riksbankslagen ska Riksbanken också främja ett säkert och effektivt betalningsväsen. I lagens förarbeten sägs att det är en grundläggande uppgift för Riksbanken, men att det inte är ett egentligt mål för verksamheten. Varken lagen eller förarbetena ger någon närmare beskrivning av vad som ingår i uppgiften att främja ett säkert och effektivt betalningsväsen.

Riksbanken definierar uppgiften som att banken har ett ansvar för att verka för stabilitet i det finansiella systemet och se till att det går att göra betalningar på ett säkert och effektivt sätt. Riksbankens praktiska arbete inom området består bl.a. i att ge ut sedlar och mynt, att se till att det finns ett centralt betalningssystem, att förebygga finansiella kriser genom kommunikation, analyser och övervakning det finansiella systemet, att påverka regelverk och lagstiftning, att informera om och att beredskap och verktyg för att kunna hantera finansiella kriser. Ansvaret för finansiell stabilitet är delat mellan Finansdepartementet, Finansinspektionen, Riksgäldskontoret och Riksbanken. Dessa träffas regelbundet i Finansiella stabilitetsrådet för att diskutera finansiell stabilitet och åtgärder för att hantera finansiella obalanser.

Riksbanken är tillsammans med centralbankerna i samtliga EU:s medlemsländer en del av Europeiska centralbankssystemet (ECBS). Verksamheten i ECBS och eurosystelet (ECB och centralbankerna i de länder som infört euron) regleras genom EU-fördraget och en särskild stadga som ingår som bilaga till fördraget. Huvudmålet för centralbankerna i ECBS är att upprätthålla

prisstabilitet. Utan att åsidosätta detta mål ska ECBS stödja den allmänna ekonomiska politiken i unionen i syfte att förverkliga unionens mål.

Ny riksbankslag 2023

Senast riksbankslagen reformerades var i slutet av 1980-talet, bortsett från förändringen mot ökat oberoende som beslutades om i slutet av 1990-talet. Sedan dess har förutsättningarna för penningpolitiken förändrats, särskilt under de senaste tio åren i spåren efter finanskrisen. I slutet av 2016 tillsatte regeringen, på uppmaning av finansutskottet, en parlamentarisk utredning med uppgift att göra en översyn av riksbankslagen och det penningpolitiska ramverket (Dir 2016:114).

Utredningen, som arbetade under namnet Riksbankskommittén, lämnade sitt slutbetänkande till finansdepartementet i slutet av november 2019 (SOU 2019:46). I betänkandet ger kommittén förslag inom områdena mandat inom penningpolitiken, mandat inom finansiell stabilitet, Riksbankens internationella verksamhet, Riksbankens institutionella och finansiella oberoende och valutareserven, Riksbankens organisation, Riksbankens ansvar för kontant-hantering och krisberedskap, samt förutsättningarna för den demokratiska granskningen av Riksbankens verksamhet. Den nya lagen bör enligt kommitténs förslag träda i kraft den 1 januari 2023.

Riksdagens tidigare utvärderingar av penningpolitiken

Sedan Riksbanken fick sin självständiga ställning i slutet av 1990-talet har finansutskottet gjort en egen årlig utvärdering av den förda penningpolitiken. Sedan mitten av 00-talet har finansutskottet också initierat tre externa och oberoende utvärderingar av Riksbanken och penningpolitiken, med ca fem års mellanrum. Den första genomfördes av professorerna Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin. Den utvärderingen avsåg perioden 1995–2005 och analyserade bl.a. penningpolitiken under perioden och utformningen av inflationsmålet (2006/07:RFR1). Den andra utvärderingen gjordes av professorerna Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet för perioden 2005–2010 och analyserade bl.a. Riksbankens agerande under finanskrisen och ansvaret för finansiell stabilitet (2010/11:RFR5). Den senaste utvärderingen genomfördes av professorerna Marvin Goodfriend och Mervyn King och utvärderade Riksbankens penningpolitik efter den akuta finanskrisen under perioden 2010–2015 (2015/16:RFR6).

Ny utvärdering av penningpolitiken för perioden 2015–2020

Den nya utvärderingen ska granska den svenska penningpolitiken under perioden 2015–2020.

En extrem penningpolitisk period

Perioden 2015–2020 kännetecknas av efterdyningarna av finanskrisen med en låg internationell efterfrågan, ett mycket lågt globalt inflationstryck och en relativt stram finanspolitik till följd av bl.a. skuld- och bankkriserna i Europa. För att stimulera den ekonomiska aktiviteten och få upp inflationen har centralbankerna runt om i världen sänkt sina styrräntor ned mot noll, och i vissa länder, däribland Sverige och euroområdet, har styrräntorna t.o.m. sänkts under noll och varit negativa under en längre period. I takt med att styrräntorna nått det s.k. räntegolvet har centralbankerna vidtagit andra s.k. okonventionella åtgärder för att göra penningpolitiken ännu mer expansiv, framför allt genom köp av olika former av tillgångar. Detta har bl.a. fått till effekt att centralbankernas balansräkningar vuxit snabbt och att bankerna i dagsläget är innehavare av en växande del av tillgångsmassan i världen.

För att få upp den låga inflationen mot målet och motverka en förstärkning av kronan sänkte Riksbanken reporäntan till $-0,1$ procent i början av 2015, den första negativa reporäntan i svensk ekonomisk historia, som därefter successivt sänktes till $-0,5$ procent. En försiktig höjning av reporäntan upp mot nollnivån påbörjades i början av 2019 och i slutet av december 2019 höjdes reporäntan till noll. Under 2015 beslutade Riksbanken också om ett program för köp av svenska nominella och reala statsobligationer för att ytterligare öka likviditeten i den svenska ekonomin. Fram till hösten 2019 köpte Riksbanken statsobligationer för ca 325 miljarder kronor, vilket motsvarar ca 45 procent av den utestående stocken av svenska statsobligationer, och ytterligare köp är beslutade fram till slutet av 2020. Riksbankens balansräkning nästan fördubblades under perioden 2015 till 2019. Från början av 2016 till början av 2019 hade Riksbanken också en ökad beredskap för att genomföra valutainterventioner i syfte att motverka en eventuell förstärkning av den svenska kronkursen.

Riktlinjer för utvärderingen

Utvärderingen bör bedrivas efter följande riktlinjer:

Penningpolitikens utformning och effekt

- Utvärderingen ska analysera om penningpolitiken under perioden har varit väl avvägd för att nå inflationsmålet och uppdragen att stödja den allmänna ekonomiska politiken och främja ett säkert och effektivt betalningsväsende.
- Utvärderingen ska analysera vilka effekter de okonventionella åtgärderna, dvs. den negativa reporäntan, köpen av statsobligationer och den annonserade ökade beredskapen för valutainterventioner, har fått på den realekonomiska och den finansiella utvecklingen i Sverige.

- Utvärderingen ska diskutera och analysera fördelar och nackdelar med olika okonventionella åtgärder i förhållande till mer konventionella penningpolitiska åtgärder. Utvärderingen ska i detta sammanhang analysera risker och möjligheter med att bygga upp en omfattande balansräkning i Riksbanken.
- Många av Riksbankens penningpolitiska åtgärder under perioden har motiverats av andra centralbankers agerande. Utvärderingen ska analysera och diskutera den svenska penningpolitikens frihetsgrader gentemot andra länders penningpolitik.
- Utvärderingen ska analysera vilka fördelningseffekter utformningen av penningpolitiken haft under perioden.
- Utvärderingen ska granska och analysera Riksbankens externa kommunikation under perioden över den penningpolitiska utveckling och de åtgärder som Riksbanken vidtagit.

Övrigt

- Utvärderaren/utvärderarna är fria att även analysera andra frågeställningar, vid sidan av de punkter som räknas upp ovan, om den eller de finner att de är väsentliga för utvecklingen under perioden.

Allmänna riktlinjer

- Utvärderarna ska ge förslag till eventuella förändringar eller förbättringar inom de områden som utvärderas.
- Utvärderingen ska redovisas i form av en skriftlig rapport.
- Eftersom utvärderingen ska ges allmän spridning ska utvärderingen skrivas på ett begripligt och strukturerat sätt.

Arbetsprocess och rapportering

- Utvärderingen bör påbörjas mot slutet av 2020 eller början av 2021.
- Den färdiga utvärderingen ska överlämnas till finansutskottet senast i början av 2022.

Utvärderingen ska därefter publiceras i rapportform för allmän spridning, i en version på svenska och en på engelska.

BILAGA 2

Personer som intervjuats av utvärderarna

Stefan Ingves, riksbankschef och Pernilla Meyersson, biträdande chef för stabsavdelningen vid Riksbanken (29 mars 2021)

Henry Ohlsson, vice riksbankschef (21 april 2021)

Karolina Ekholm, professor vid nationalekonomiska institutionen, Stockholms universitet och vice riksbankschef 2009–2014 (21 april 2021)

Kerstin af Jochnick, ledamot av Gemensamma tillsynsmekanismens tillsynsnämnd (ECB) och förste vice riksbankschef 2012–2019 (28 april 2021)

Per Jansson, vice riksbankschef (28 april 2021)

Anna Breman, vice riksbankschef (28 april 2021)

Martin Flodén, vice riksbankschef (5 maj 2021)

Lars E.O. Svensson, gästprofessor vid Handelshögskolan i Stockholm och vice riksbankschef 2017–2013 (12 maj 2021)

Anders Kvist och Lars Hörngren, seniora rådgivare till generaldirektören, Finansinspektionen (26 maj 2021)

Torbjörn Isaksson, chefsanalytiker Nordea (26 maj 2021)

Cecilia Skingsley, förste vice riksbankschef (26 maj 2021)

Göran Hjelm, kanslichef och chef för Finanspolitiska rådet (2 juni 2021)

Ulf Söderström, chef för forskningsenheten, och Vesna Corbo, chef för modellenheten vid Riksbanken (8 juni 2021)

Mats Kinnwall, chefekonom vid Teknikföretagen (30 augusti 2021)

Anders Vredin, chef för stabsavdelningen vid Riksbanken (31 augusti 2021)

Jesper Hansson, chef för avdelningen för penningpolitik vid Riksbanken (31 augusti 2021)

Katarina Lundahl, chefekonom, och Erica Sjölander, kanslichef Facken inom industrin och chefekonom Unionen (1 september 2021)

Olof Sandstedt, chef för avdelningen för finansiell stabilitet vid Riksbanken (1 september 2021)

Xin Zhang, senior ekonom vid Riksbanken (2 september 2021)

Heidi Elmér, chef för avdelningen för marknader vid Riksbanken (2 september 2021)

Erik Thedéen, generaldirektör för Finansinspektionen (2 september 2021)

Max Elger, statssekreterare, finansdepartementet, och Albin Kainelainen, chef för internationella och ekonomiska avdelningen, finansdepartementet (23 september 2021)

Åsa Pia Järliden Bergström och Håkan Hellstrand, LO (23 september 2021)

Torbjörn Halldin, ekonom Svenskt Näringsliv (23 september 2021)

Henrik Braconier, chefekonom, och Viktor Thell, Finansinspektionen (26 november 2021)

Åsa Westlund, ordförande för finansutskottet (26 november 2021)

Anders Vredin, chef för stabsavdelningen, Pernilla Meyersson, biträdande chef, Dag Edvardsson, chefsjurist, Mikael Stenström och Christina Nordh Berntsson, senior rådgivare vid Riksbanken (26 november 2021)

Anna Breman, Martin Flodén, Per Jansson och Henry Ohlsson, vice riksbankschefer (26 november 2021)

Oskar Nordström Skans, professor i nationalekonomi vid Uppsala universitet (29 november 2021)

Jesper Hansson, chef för avdelningen för penningpolitik, Mattias Erlandsson, biträdande chef, Vesna Corbo, chef för modellenheten, Ulf Söderström, chef för forskningsenheten, och Jens Iversen, chef för enheten för makrofinansiell analys vid Riksbanken (29 november 2021)

Stefan Ingves, riksbankschef, och Cecilia Skingsley, förste vice riksbankschef (29 november 2021)

Marianne Nessén, senior rådgivare vid Riksbanken (29 november 2021)

| | |
|----------------|---|
| 2019/20:RFR1 | FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om den aktuella penningpolitiken den 24 september 2019 |
| 2019/20:RFR2 | UTBILDNINGSUTSKOTTET Seminarium om livslångt lärande |
| 2019/20:RFR3 | KULTURUTSKOTTET Att redovisa resultat |
| 2019/20:RFR4 | UTBILDNINGSUTSKOTTET Regeringens resultatredovisning för UO15 och UO16 – utbildningsutskottets uppföljningar 2012–2018 |
| 2019/20:RFR5 | FINANSUTSKOTTET Hur påverkas den finansiella stabiliteten av cyberhot, fintech och klimatförändringar? En översikt av forskning, aktörer och initiativ |
| 2019/20:RFR6 | NÄRINGSUTSKOTTET Uppföljning av beslutet att bilda Sveriges export- och investeringsråd |
| 2019/20:RFR7 | FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om finansiell stabilitet den 29 januari 2020. Fintech och cyberhot – Hur påverkas den finansiella stabiliteten? |
| 2019/20:RFR8 | ARBETSMARKNADSUTSKOTTET, KULTURUTSKOTTET, SOCIALFÖRSÅKRINGSUTSKOTTET, SOCIALUTSKOTTET, UTBILDNINGSUTSKOTTET Offentlig utfrågning på temat psykisk hälsa i ett Agenda 2030-perspektiv |
| 2019/20:RFR9 | UTBILDNINGSUTSKOTTET Öppen utfrågning inför den forskningspolitiska propositionen |
| 2019/20:RFR10 | TRAFIKUTSKOTTET Mobilitet på landsbygder – forskningsöversikt och nulägesbeskrivning |
| 2019/20:RFR:11 | KONSTITUTIONSUTSKOTTET Forskarhearing om den representativa demokratins utmaningar i polariseringens tid |
| 2019/20:RFR:12 | CIVILUTSKOTTET Civilutskottets offentliga utfrågning om överskuldssättning |
| 2019/20:RFR:13 | FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om den aktuella penningpolitiken 10 mars 2020 |

| | |
|---------------|--|
| 2020/21:RFR1 | FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om den aktuella penningpolitiken den 20 oktober 2020 |
| 2020/21:RFR2 | SOCIALFÖRSÄKRINGSUTSKOTTET Uppföljning av tillämpningen av gymnasireglerna |
| 2020/21:RFR3 | NÄRINGSUTSKOTTET Sveaskogs samhällsuppdrag om markförsäljning – en uppföljning |
| 2020/21:RFR4 | NÄRINGSUTSKOTTET Artificiell intelligens – Möjligheter och utmaningar för Sverige och svenska företag |
| 2020/21:RFR5 | TRAFIKUTSKOTTET Punktlighet för persontrafik på järnväg – en uppföljning |
| 2020/21:RFR6 | SOCIALFÖRSÄKRINGSUTSKOTTET Digitalt seminarium om uppföljningen av tillämpningen av gymnasireglerna den 26 november 2020 |
| 2020/21:RFR7 | MILJÖ- OCH JORDBRUKSUTSKOTTET Lantbrukets sårbarhet – en uppföljning |
| 2020/21:RFR8 | FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om finansiell stabilitet – Risker i kölvattnet efter covid19-pandemin |
| 2020/21:RFR9 | SOCIALUTSKOTTET Digital offentlig utfrågning med anledning av Coronakommissionens delbetänkande om äldreomsorgen under pandemin |
| 2020/21:RFR10 | FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om den aktuella penningpolitiken den 16 mars 2021 |
| 2020/21:RFR11 | CIVILUTSKOTTET Uppföljning av lagen om kollektivtrafikresenärers rättigheter – hur har lagen fungerat för resenärerna? |
| 2020/21:RFR12 | TRAFIKUTSKOTTET Offentlig utfrågning om järnvägens punktlighet |
| 2020/21:RFR13 | FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2020 |
| 2020/21:RFR14 | MILJÖ- OCH JORDBRUKSUTSKOTTET Offentlig utfrågning om rapporten Lantbrukets sårbarhet – en uppföljning |
| 2020/21:RFR15 | FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om Finanspolitiska rådets rapport Svensk finanspolitik 2021 |
| 2020/21:RFR16 | SOCIALUTSKOTTET Digital offentlig utfrågning om sjukdomen ME/CFS och infektionsutlöst trötthetssyndrom |
| 2020/21:RFR17 | KONSTITUTIONSUTSKOTTET Nyheter i sociala medier – en forskningsöversikt av användning och effekter ur ett medborgarperspektiv |

- 2021/22:RFR1 FINANSUTSKOTTET
Öppen utfrågning om den aktuella penningpolitiken den
19 oktober 2021
- 2021/22:RFR2 SOCIALUTSKOTTET
Socialutskottets offentliga utfrågning om precisionsmedicin
- 2021/22:RFR3 FINANSUTSKOTTET
Öppen utfrågning om finansiell stabilitet – Sårbarheter och mot-
ståndskraft i ekonomin i ljuset av ökande skulder hos hushåll och
kommersiella fastighetsföretag