

TAL

DATUM: 2024-05-23
TALARE: Vice riksbankschef Aino Bunge
PLATS: Fastighetsdagen Stockholm, Grand Hôtel

Ljus i tunneln – dags att börja tänka på nästa gång?*

Tack för inbjudan!

Läget idag är lite annorlunda än vid Fastighetsdagen Stockholm förra året. Inflationen låg då på strax under 7 procent mätt med Riksbankens målvariabel KPIF och drygt 8 procent om man räknar bort bidraget från energipriserna, som hade börjat falla tillbaka. För att få bukt med inflationsuppgången hade Riksbanken och andra centralbanker höjt sina styrräntor mycket och snabbt. Att detta fått effekter på fastighet- och bostadsmarknaden är inte konstigt.

Räntehöjningarna har haft en kraftig påverkan på företag och hushåll och jag förstår att för flera i det här rummet har det varit ett stålbad. Överlag har svensk ekonomi och arbetsmarknad visat motståndskraft, men vi har sett stor påverkan på hushållens konsumtion, ett dramatiskt fall i bygginvesteringarna, bostadspriserna har fallit och fastighetsföretagen har i många fall behövt omstrukturera sina balansräkningar. Alla dessa delar av ekonomin har gemensamt att de är räntekänsliga.

Idag är läget lite ljusare på flera sätt. Inflationen är betydligt närmare målet, ekonomin har visserligen bromsat in, men betydligt mindre än vad de flesta förutspådde för ett år sedan och alla bedömare, Riksbanken inkluderad, räknar med lägre styrräntor framöver.

I mitt inlägg på vårt senaste penningpolitiska möte, då styrräntan sänktes för första gången på åtta år, sa jag att det ser ljusare ut för inflationen med avseende på den svenska ekonomin, men att risker fortsatt finns i omvärlden och kopplat till den svaga svenska kronan.

* Tack till Mikael Apel och Karl Blom för hjälp med talet, en rad medarbetare på Riksbanken för värdefulla synpunkter, Stefania Mammos för hjälp med presentationen och Elizabeth Nilsson för översättning.

Enligt utfallet i mars hamnade inflationen på 2,2 procent, vilket är nära målet mätt med vår målvariabel KPIF. Utfallet var betydligt lägre än väntat och prisförändringar på kortare sikt fortsätter nedåt. Utfallet i april kom också in lägre än väntat på 2,3 procent.

Den svenska ekonomin har mattats av, i stort i linje med vår prognos. Det finns tecken på "ljus i tunneln", men den ökade optimismen bygger sannolikt även på förväntningar om framtida räntesänkningar. Inom flera sektorer sker förbättringarna dessutom från ett svagt utgångsläge. Arbetsmarknaden har sedan en tid försvagats, och vi ser en stigande arbetslöshet.

En viktig pusselbit i inflationsbedömningen för min del är de fortsatt positiva signaler vi fått kring företagens prissättningsbeteende. Det är nu till och med något färre företag än normalt som tror på ökade försäljningspriser inom detaljhandeln under de kommande månaderna

Men det finns samtidigt flera faktorer som tydligt talar för försiktighet i penningpolitiken, och de faktorerna rör främst utvecklingen i omvärlden. Marknadens förväntan på framtida styrräntor och dessas påverkan på kronan har svängt en hel del den senaste tiden. Det är en påminnelse om den osäkerhet som finns och att vägen mot en varaktigt låg och stabil inflation inte nödvändigtvis är rak. Till detta kommer de fortsatta geopolitiska riskerna och sammanhängande risker för nya utbudsstörningar, som kan ge nya inflationsimpulser även i Sverige.

Snabba och stora räntesänkningar kan också leda till en stor ökning av efterfrågan i Sverige som, framförallt i kombination med en försvagad valuta, kan göra att inflationen stiger igen. Det kommer vi ha med oss när vi tar de penningpolitiska besluten framöver. Vi är i ett mycket bättre läge än förra året, men kan inte helt blåsa faran över.

Väl medveten om att det därför är för tidigt att göra ett bokslut över den här perioden skulle jag nu vilja ge min bild av den så här långt och ta upp ett antal frågor med koppling både till penningpolitiken och fastighetsmarknaden som jag tror är centrala för framtiden. Ett genomgående tema är att en bättre fungerande bostads- och fastighetsmarknad är mycket viktigt för Sveriges ekonomiska stabilitet framöver.

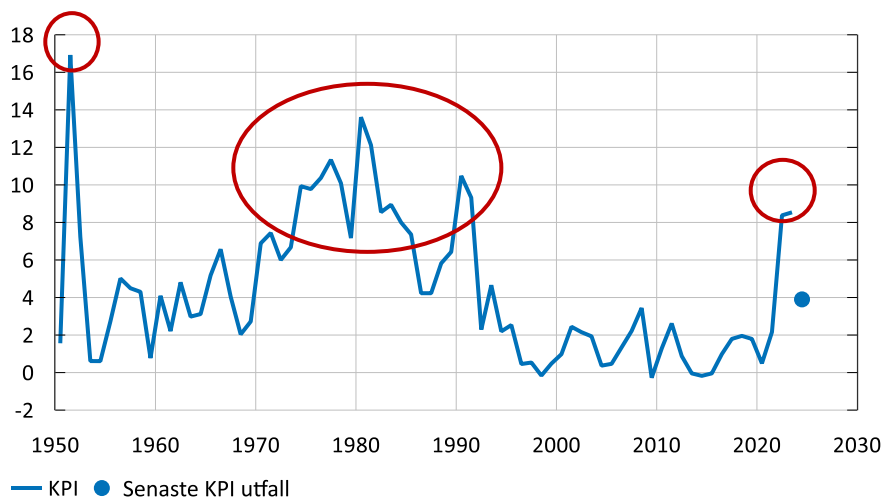
Inflationstoppen 2022–2024 unik – men kan återkomma

Ofta kan det vara informativt att sätta in ett aktuellt skeende i ett historiskt perspektiv. Jag skulle därför vilja börja med en tillbakablick på inflationen de senaste 75 åren, från tiden strax efter andra världskriget. Fram tills helt nyligen fanns två mer tydliga episoder med hög inflation under denna period – en kortvarig inflationstopp i samband med Koreakriget 1950–1953 och en längre

sammanhängande period från början av 1970-talet till 1990-talskrisen (se diagram 1). Efter i synnerhet den senaste av dem var inflationen länge låg och stabil.

Diagram 1. Svensk inflation 1949-2023

Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

Inflationsepisoden 2022–2024 är alltså ganska unik i ett historiskt perspektiv. Vi får gå tillbaka mer än sjuttio år för att hitta en liknande kortvarig inflationstopp, även om inflationen då var ännu lite högre. Här förutsätter jag alltså att den nuvarande episoden med hög inflation verkligen går mot sitt slut, men det mesta tyder ändå nu på att så blir fallet.

Den är också unik på så sätt att det till skillnad från de båda tidigare episoderna med hög inflation denna gång var penningpolitiken som hade huvudansvaret för inflationsbekämpningen i Sverige – genom den politik med inflationsmål som introducerades i början av 1990-talet. I samband med Koreakriget låg tonvikten i inflationsbekämpningen på regleringar och finanspolitiska åtgärder, både i Sverige och i omvärlden. I USA infördes exempelvis ett pris- och lönestopp.

Inflationsepisoden 2022–2024 skiljer sig förstås också markant från den betydligt längre perioden med hög inflation som föregick 1990-talskrisen, ofta kallad "The Great Inflation". Att inflationen då var så hög så länge har flera förklaringar, men en viktig sådan är att den samlade ekonomiska politiken blev systematiskt alltför expansiv. Penningpolitiken spelade även då en mycket begränsad roll eftersom räntan i princip var helt och hållet uppbunden av att upprätthålla den fasta växelkursen.¹

¹ För en mer detaljerad genomgång av inflationshistorien sedan år 1900, se Apel och Ohlsson (2022), som visar att hög inflation ofta sammanfallit med perioder av krig och geopolitisk oro.

Första egentliga testet för inflationsmålspolitiken

Den här senaste perioden med hög inflation kommer förmodligen att analyseras och diskuteras under lång tid framöver. Men sannolikt kommer en slutsats att vara att en viktig förklaring till att den blev så kortvarig var att centralbankerna världen över reagerade så pass snabbt och samtidigt som de gjorde – även om man kan hävda att det hade varit ännu bättre om de hade reagerat ännu något tidigare.

För Sverige och många andra jämförbara länder har den varit det första riktigt stora testet med inflation högt över målet under perioden med inflationsmål. Utmaningen var att hålla inflationsförväntningarna förankrade och undvika något liknande som "The Great Inflation" – och samtidigt göra det utan onödigt stor påverkan på realekonomin i form av en stor nedgång i produktionen och onödigt hög arbetslöshet. Vi vet ännu inte riktigt om inflationen varaktigt är tillbaka på målet eller hur utvecklingen i ekonomin i slutänden blir, men så här långt ser det som sagt ändå ganska lovande ut. Vi har haft en inbromsning i ekonomin, men den har blivit förhållandevis mild. Det verkar alltså som att ordningen med ett inflationsmål klarat av det första riktigt stora testet med riktigt hög inflation ganska hyggligt. Det är givetvis skönt att till sist få ett kvitto på att inflationsmålspolitiken fungerar även när inflationen stiger högt ovanför målet.

Utvecklingen de senaste åren är samtidigt en nyttig påminnelse om att även om man under lång tid levt i en miljö med låg inflation och låga räntor så kan man inte räkna med att detta är något som varar för evigt. Jag kommer att återkomma till det strax.

Men om allt nu ser ut att gå hyfsat bra, varför tar jag över huvud taget upp det här? Skälet är att min känsla är att vi trots allt kommit undan lite med hjärtat i halsgropen. Inte för att jag tror att det fanns en överhängande risk för att vi skulle fastna i en lång period med mycket hög inflation trots höjda räntor, utan för att utvecklingen i realekonomin i värsta fall kunde ha blivit bra mycket sämre. Särskilt om den utveckling vi såg med ökad skuldsättning i vissa sektorer, däribland fastighetssektorn, hade fortsatt ännu ett antal år innan inflationen steg. Och för att jag är fullt medveten om att ni i det här rummet, som verkar i den del av ekonomin som ni gör, nog inte håller med om att inbromsningen blev särskilt mild. Vi bör därför redan nu börja fundera på hur vi vill att det ska se ut nästa gång inflationen och räntan varit lägre ett tag och sedan plötsligt stiger kraftigt. För det kommer med stor sannolikhet förr eller senare bli en nästa gång.

Penningpolitiken bedrivs utifrån vissa grundförutsättningar

För att utveckla mina resonemang kring detta kan det vara en poäng att först säga något om de förutsättningar under vilka penningpolitiken bedrivs. Sedan inflationsmålet infördes 1993 har det funnits en bred politisk enighet om att det överordnade målet för Riksbanken ska vara att upprätthålla varaktigt låg och stabil inflation.² Skälet är en övertygelse bland ekonomisk-politiska beslutsfattare och forskare att en ekonomi utvecklas långsiktigt bättre om det finns ett tydligt riktmärke för lönebildningen och prissättningen – att det finns vad man brukar kalla ett nominellt ankare.

Ett viktigt förhållande i sammanhanget är att det allmänna, globala realränteläget i världen har fallit under några decennier till en historiskt låg nivå. Uttryckt med nationalekonomisk terminologi har den globala reala jämviktsräntan fallit. En drivkraft bakom denna utveckling som ofta lyfts fram är förändringar i globala sparande- och investeringsmönster, exempelvis att åldrande befolkningar inneburit en uppgång i sparandet.³

Centralbankerna kan inte styra det allmänna realränteläget eftersom det beror på faktorer som penningpolitiken inte kan påverka, men de måste ta hänsyn till det när de sätter sina styrräntor. En konsekvens av det fallande ränteläget är att det har krävts en allt lägre styrränta för att penningpolitiken ska kunna stimulera ekonomin. En styrränta som exempelvis skulle varit kraftigt stimulerande för 20 eller 30 år sedan skulle idag i stället vara åtstramande.

Låt oss för enkelhets skull kalla den styrränta som varken stimulerar ekonomin eller har en åtstramande effekt för den normala styrräntan.⁴ Penningpolitiken är alltså expansiv om styrräntan är lägre än den normala styrräntan och åtstramande om den är högre denna ränta.

En svårighet när man pratar om den normala räntan – förutom att den inte är konstant – är att den inte går att avläsa i någon form av statistik, utan måste uppskattas på olika sätt. Alla sådana skattningar är förstås osäkra. I praktiken handlar det oftast om att man får prova sig fram. Om styrräntan verkar ha en åtstramande effekt på ekonomin är den högre än den normala räntan, och vice versa. Men även om detta gör saker och ting mer komplicerade, så ändrar det förstås inte förhållandet att det finns en nivå på styrräntan som varken stimulerar eller stramar åt ekonomin och i den meningen är normal.

² Det fanns en bred enighet kring detta även före det. Men det sätt som Sverige då försökte åstadkomma prisstabilitet – genom att knyta kronan till valutor i länder med lägre inflation – visade sig fungera dåligt.

³ Se till exempel Lundvall (2023) för en mer detaljerad genomgång.

⁴ Ett alternativt begrepp som används är den neutrala räntan.

Det går givetvis inte att hela tiden hålla styrräntan konstant på den normala nivån oavsett vad som händer i ekonomin. Centralbanken måste reagera och göra penningpolitiken expansiv eller åtstramande om till exempel inflationen riskerar att avvika från målet under en längre tid. I annat fall kan aktörerna i ekonomin börja förvänta sig att någon annan nivå på inflationen än 2 procent kommer att vara den normala, eller kanske till och med att det inte finns någon normal nivå utan inflationen driver omkring – att det inte finns något nominellt ankare i ekonomin. Centralbanken skulle då uppenbarligen misslyckas med sitt uppdrag.

Hur mycket bör man då räkna med att styrräntan behöver variera? Under den senaste tioårsperioden har den varierat mellan –0,5 procent och 4 procent, det vill säga ett intervall på 4,5 procentenheter. Det framstår inte som ett särskilt brett spann, speciellt inte som inflationen har varierat mellan ungefär 0,5 procent som årsgenomsnitt 2014 och pandemiåret 2020 till nästan 8 procent 2022, mätt med KPIF. Det här räntespannet är vad man skulle kunna kalla penningpolitikens aktionsradie eller verkningsområde, i alla fall har det varit det under det senaste decenniet.

Det här är alltså förhållanden som Riksbanken inte kan göra mycket åt. Det allmänna realränteläget är som sagt något som Riksbanken och andra centralbanker måste ta för givet och har att förhålla sig till.⁵ De variationer som krävs i styrräntan för att upprätthålla inflationsmålet är på ungefär samma sätt givna och beror på hur kraftiga inflationsimpulserna är, hur ekonomin fungerar i stort och hur den påverkas av penningpolitiken, vilken politik som bedrivs i övrigt och hur väl förankrat förtroendet för målet är. Om Riksbanken skulle välja att konsekvent ”reagera lite mindre” så skulle det inte vara hållbart på sikt. Om räntan exempelvis inte höjs tillräckligt mycket när inflationen ökar kraftigt så kan inflationen bita sig fast på en hög nivå. Det gör att det kommer att krävas en mycket kraftigare räntehöjning i ett senare skede, med större kostnader i form av ökad arbetslöshet och utebliven produktion.

Samspelet med andra politikområden viktigt

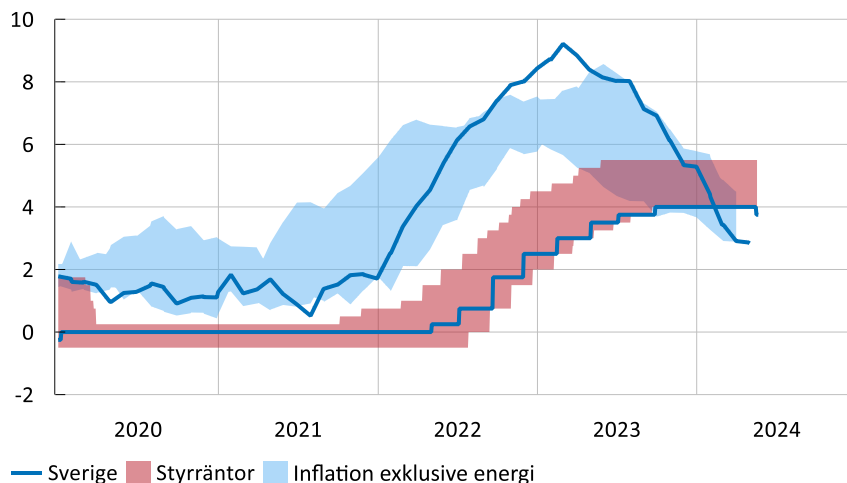
Utvecklingen det senaste decenniet har satt fingret på ett förhållande som jag menar är centralt och som jag kommer att ägna resten av min diskussion åt. Det är att ekonomin dels måste vara tillräckligt stabil och välfungerande – motståndskraftig, om man så vill – för att kunna hantera att det allmänna reala ränteläget under långa perioder är lågt, dels måste den kunna hantera att Riksbanken behöver höja styrräntan – ibland relativt snabbt och mycket – för att

⁵ En hypotes med delvis andra utgångspunkter är att långsiktiga trender i realräntan till stor del påverkas av penningpolitiken i länder med en central roll på de globala finansmarknaderna; se Borio m.fl. (2022). Även i det fallet skulle realränteläget vara givet för centralbanker i små öppna ekonomier. Den dominerande uppfattningen i den akademiska forskningen är dock att förändringar i realränteläget styrs av globala spar- och investeringsmönster.

inflationen ska kunna hållas stabil vid 2 procent. För att ekonomin ska vara motståndskraftig krävs ett samspel mellan penningpolitiken och andra politikområden, inte minst eftersom det är via åtgärder inom andra politikområden som vi bygger denna motståndskraft.

Diagram 2. Styrräntor och inflation exklusive energi i ett antal ekonomier

Procent och årlig procentuell förändring



Anm. Det röda fältet visar det högsta och lägsta utfallet för styrräntan i euroområdet, USA, Storbritannien, Norge, Kanada och Nya Zeeland. Det ljusblå fältet visar det högsta och lägsta utfallet för inflation exklusive energi för samma urval av länder.

Källor: Eurostat, SCB, Statistics Canada, Statistics Norway, Statistics New Zealand, U.S. Bureau of Economic Analysis, U.K. Office for National Statistics, respektive centralbank och Riksbanken.

Inom vissa områden har det fungerat mycket bra. Exempelvis har löneavtalen under lång tid har hållit sig i linje med inflationsmålet. Det gäller även de senaste åren, trots att inflationen varit betydligt högre än 2 procent. Eftersom detta har minskat risken för en pris-lönespiral så har det bidragit till att Riksbanken har kunnat nöja sig med styrräntehöjningar till en förhållandevis låg nivå internationellt sett, trots att uppgången i inflationen i Sverige var relativt snabb och inflationstoppen relativt hög (diagram 2). Den här stabiliteten i lönebildningen har givetvis varit positiv och gynnsam för ekonomin som helhet.

Ett viktigt samspel är också det mellan finans- och penningpolitiken. Under den senaste inflationsuppgången har det samspillet fungerat väl, i meningen att finanspolitiken inte har förstärkt inflationsimpulserna. I så fall hade Riksbanken förmodligen behövt höja räntan mer än vad som varit fallet. Hur samspillet mellan finanspolitiken och penningpolitiken mer generellt bör se ut framöver diskuteras för närvarande ganska livligt, bland annat i den långtidsutredning som publicerades före årsskiftet och där finanspolitisk konjunkturstabilisering var ett

huvudtema.⁶ Jag tänkte inte säga mer om detta annat än att regeringen har tillsatt en parlamentarisk kommitté för att se över det finanspolitiska ramverket och överskottsmålet i synnerhet. Den ska redovisa sitt uppdrag i slutet av året. Det är emellertid viktigt att ta med sig att den statliga skuldsättningen inte kan utvärderas i ett vakuum, utan bör ses tillsammans med skuldsättningen i privat sektor, det vill säga företag och hushåll, och de risker som byggs upp där.

Det för mig till bostadsmarknaden och ett annat viktigt samspel, som är det mellan makrotillsynen och penningpolitiken. Som jag tidigare var inne på kan styrräntan behöva variera inom ett visst spann, och under många år behövde penningpolitiken bedrivas i expansiv riktning för att få upp inflationen till 2 procent. En risk är att aktörer tar alltför stora risker under sådana perioder, och hamnar i problem när inflationen och räntan förr eller senare stiger. Eftersom det allmänna ränteläget idag är betydligt lägre än för 20 eller 30 år sedan är det förstås rimligt att tillgångspriser och skulder är högre än de var då. Men dels finns risken att olika aktörer i ekonomin blir alltför optimistiska när räntan är mycket låg, dels innebär en hög skuldsättning i sig en sårbarhet om grundförutsättningarna skulle ändras, exempelvis om det allmänna ränteläget stiger på ett sätt som inte var väntat och priset på den fastighet som finansierats med skulderna faller kraftigt. Makrotillsynspolitikerna har enligt mitt synsätt en viktig roll att spela när ränteläget är lågt, genom att bidra till en ökad motståndskraft och motverka uppkomsten av finansiella obalanser.

Det är dock inte bara ränteläget som påverkar hur mycket tillgångspriser och skulder ökar i ekonomin. Exempelvis har Sverige och Finland upplevt samma långa trendmässiga nedgång i ränteläget. Men bostadspriserna har inte alls stigit lika mycket i Finland som de gjort i Sverige. Det indikerar att strukturella faktorer kan spela en viktig roll. Riksbanken har exempelvis länge lyft fram att den svenska bostadsmarknaden lider av mycket stora strukturella problem, på både utbuds- och efterfrågesidan. För att hantera dessa problem krävs åtgärder inom bostads- och skattepolitiken. Utifrån mitt synsätt finns det därför utvecklingspotential när det gäller samspelet mellan makrotillsynen, penningpolitiken och finanspolitiken när vi funderar kring vad som är en optimal policymix för att hantera olika risker, inte minst de som är kopplade till hushållens skuldsättning.

En kommitté sitter för närvarande och analyserar vilka makroekonomiska risker som är förenade med hushållens skuldsättning samt hur låntagarbaserade makrotillsynsåtgärder, som bolånetak och amorteringskrav, kan motverka de makroekonomiska risker som är förknippade med hushållens skuldsättning. Kommittén ska redovisa sitt uppdrag senast den 31 oktober i år.

⁶ Långtidsutredningen och finanspolitikens stabiliseringspolitiska roll diskuteras också i flera artiklar i Ekonomisk Debatt nr. 3, 2024.

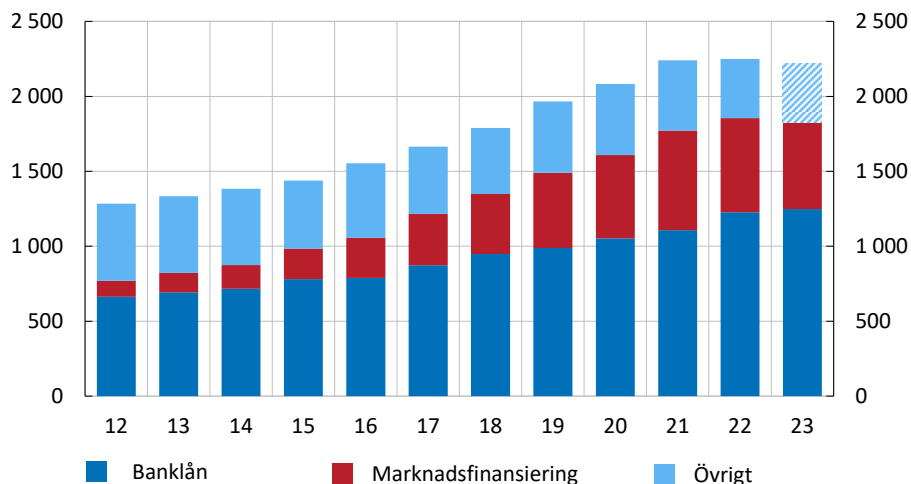
Uppbyggnad av risker och ”finansiell dominans” gör prisstabilitet svårare att uppnå

Nu när jag pratat en del om förutsättningarna för inflationsmålspolitiken och samspelet mellan olika politikområden, tänkte jag förklara varför en motståndskraftig ekonomi är en viktig förutsättning för att penningpolitiken ska kunna inriktas på inflationsbekämpningen.

Det har länge funnits tydliga exempel på riskupbyggnad i svensk ekonomi, inte minst i den kommersiella fastighetssektorn. Under åren med låga räntor och mycket god tillgång till finansiering ökade många fastighetsföretag sin upplåning rejält, expanderade sina fastighetsportföljer snabbt genom nyförvärv och nyproduktion och tog därmed stora finansiella risker. En stor del av låneexpansionen skedde via obligationsmarknaden (se diagram 3). En bidragande faktor till detta var att investerares efterfrågan på riskfyllda tillgångar ökade i det allmänna lågränteläget, eftersom de ville behålla en god absolut avkastningsnivå. Att efterfrågan ökade märktes bland annat på de stora inflödena till företagsobligationsfonder, vilket gjorde att de investerade allt mer i nya obligationer.

Diagram 3. Fastighetsföretagens lån

Miljarder kronor



Anm. Avser lån från svenska MFI, utestående certifikat och obligationer i alla valutor (nominellt belopp) och övriga lån. Övriga lån omfattar exempelvis direktlån, ägarlån och lån från utländska banker. Övriga lån är beräknade utifrån SCB:s Företagens ekonomi som totala kort- och långfristiga skulder minus svenska banklån, certifikat, obligationer, koncerninterna lån, skatteskulder och leverantörsskulder. Övriga lån 2023 (den mönstrade delen av stapeln), baseras på data från 2022 eftersom data för 2023 inte fanns tillgänglig.

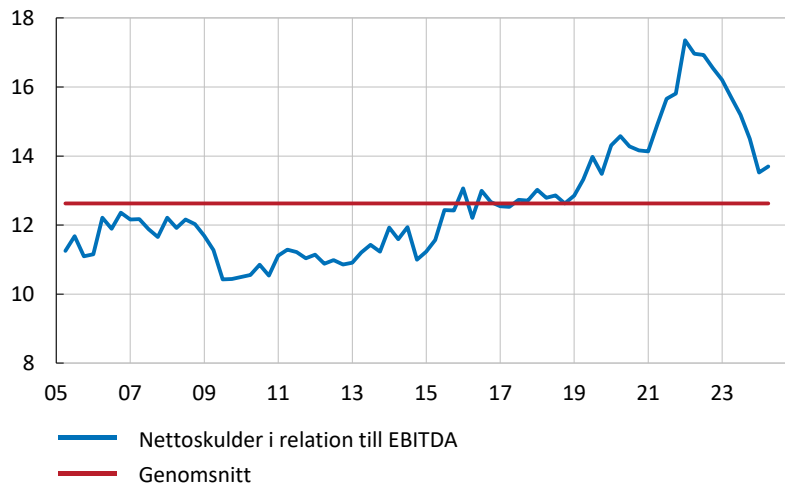
Källor: SCB, KRITA och SVDB.

Detta bidrog till att obligationsfinansiering blev relativt sett mer gynnsam för fastighetsföretagen. För att kunna låna mer och billigare ville allt fler

fastighetsföretag komma ut på obligationsmarknaden, och många valde därför att skaffa ett kreditbetyg från både etablerade och nya kreditvärderingsinstitut. Under denna period ökade fastighetsföretagens lån påtagligt i förhållande till deras intjäning – man kan uttrycka det som att fastighetsföretagens kassaflöden blev allt hårdare belånade (se diagram 4).

Diagram 4. Fastighetsföretagens skuld i förhållande till deras rörelseresultat

Kvot



Anm. Avser volymviktad kvot för 34 kommersiella fastighetsföretag, där vissa fastighetsföretag tillkommer över tid. Kvoten är beräknad genom företagets räntebärande skulder minus likvida medel relativt deras rörelseresultat, volymviktat. Rörelseresultatet är företagets resultat före ränteintäkter och räntekostnader, skatter, nedskrivningar och avskrivningar (EBITDA). Data avser perioden till och med första kvartalet 2024.

Källor: Sedis och Riksbanken.

När sedan inflationen och räntorna ökade hamnade många fastighetsföretag under press. Eftersom hyresavtalen ofta är indexerade med inflationen ökade visserligen hyresintäkterna, men detta kunde bara delvis kompensera för högre finansieringskostnader. Fastighetsvärdena började också sjunka, om än långsamt. Tidvis var det svårt för andra än de allra starkaste företagen att ge ut obligationer.

Till följd av det förändrade ekonomiska läget har många fastighetsföretag behövt vidta åtgärder för att stärka sina balansräkningar. Exempelvis har de sålt fastigheter, gjort nyemissioner av aktier samt minskat nyproduktionen och investeringar i befintliga fastigheter. Det har tillsammans med ett högre rörelseresultat bidragit till att nettoskuldskvoten bland större fastighetsföretag minskat från drygt 17 till knappt 14 sedan inledningen av 2022 (se diagram 4).

Förväntningar om lägre räntor har bidragit till att företagets finansieringssituation nu har förbättrats, inte minst på den svenska obligationsmarknaden. Det är dock viktigt att komma ihåg att det hade kunnat gå betydligt värre. Generellt kan sägas

att den svenska banksektorn denna gång var i gott skick och kunde absorbera en stor del av fastighetsföretagens lånebehov.⁷

Till en del är förstås en minskad aktivitet och lägre priser på fastighets- och bostadsmarknaden en naturlig del av penningpolitikens transmissionsmekanism när räntan höjs, det är helt enkelt meningen att aktiviteten ska dämpas för att minska inflationstrycket. Hög räntekänslighet – det vill säga stora effekter av ränteförändringar – är inte heller nödvändigtvis ett problem och kan även vara en fördel eftersom penningpolitiken då ofta verkar snabbare och är mer effektiv. Men om det till exempel är så att många fastighetsföretag inte klarar av att hantera att Riksbanken höjer styrräntan till en nivå som är förenlig med att hålla inflationen låg och stabil, riskerar det att leda till en kreditåtstramning och instabilitet i banksystemet – eftersom bankerna har en så pass stor exponering mot sektorn.

Mer generellt kan en ekonomi där skulderna är höga i förlängningen hamna i ett läge där penningpolitiken hämmas av så kallad "finansiell dominans". Med detta menas att centralbanken får svårt att höja räntan för att bekämpa inflationen, om den högre räntan inte bara dämpar efterfrågan i ekonomin, utan också riskerar att ge upphov till problem i det finansiella systemet. En svårighet som uppstår om centralbanken försöker hantera problemet genom att *inte* höja räntan tillräckligt är – som jag konstaterade tidigare – att inflationen varaktigt biter sig fast på nivåer över målet. Problemen skjuts då bara på framtiden. När man förr eller senare måste försöka få ned inflationen så krävs en större penningpolitisk åtstramning. I slutänden kan detta leda till *både* högre arbetslöshet och lägre produktion *och* finansiell instabilitet, i form av fallande tillgångsvärden och högre kreditförluster, som förstärker nedgången ytterligare. Finansiell dominans är alltså en rävsax för penningpolitiken och ekonomin i stort som vi måste försöka undvika.

Vi kan hamna i ett liknande läge igen

Men, som jag konstaterade tidigare, det här är inget som vi verkar behöva bekymra oss om just för ögonblicket. Däremot finns det anledning att redan nu börja fundera på hur vi vill att det ska se ut framöver i den svenska ekonomin. Jag menar att utvecklingen de senaste åren kan ses som en tydlig väckarklocka.

Som jag var inne på tidigare så har det allmänna, globala realränteläget i världen fallit under några decennier till en historiskt låg nivå. Flera studier har försökt uppskatta vad som kommer att hända med det reala ränteläget framöver. Med

⁷ I januari 2020 ökade Finansinspektionen riskvikterna för banklån till kommersiella fastigheter just för att se till så att banksektorn hade nog med kapital för att hantera riskerna kopplat till den kommersiella fastighetssektorn. Se *FI föreslår ökade kapitalkrav för banklån till kommersiella fastigheter*, november 2019, Finansinspektionen.

ganska få undantag landar de i att det kommer att vara fortsatt lågt.⁸ Det betyder i så fall också att den normala nivån på styrräntan också kommer att vara låg i ett historiskt perspektiv även framöver.

Vi har från Riksbankens sida sagt att vi kommer ha en prövande ansats där vi utvärderar räntesänkningarnas effekt på ekonomin för att bedöma vad som är en åtstramande penningpolitik.⁹ Men det går inte att utesluta att centralbankerna återigen kan komma att behöva brottas med problemet hur lågt styrräntan kan och bör sänkas när inflationen riskerar att understiga målet eller den ekonomiska utvecklingen är svag. Vi behöver då undvika att hamna i en situation där risktagandet blir alltför stort, och istället stärka motståndskraften bland företag och hushåll. För det kommer då och då också att komma perioder när inflationen stiger kraftigt och styrräntan behöver höjas ganska mycket. Hur ofta det kommer att inträffa vet vi förstås inte, men vi bör nog inte räkna med att det tar lika lång tid som nu senast, det vill säga ungefär femton år. Hur mycket räntan behöver höjas i sådana lägen vet vi förstås inte heller, men det kan inte uteslutas att den behöver höjas mer än till 4 procent. Det är därför viktigt att aktörerna i ekonomin och ekonomin i stort är rustade för att klara en sådan utveckling på ett bra sätt – alltså perioder där räntorna höjs mycket efter en längre tid med låga räntor.

Stärkt motståndskraft kräver ett arbete på flera fronter

För att hantera några av de risker som är kopplade till fastighetsföretagens lån tror jag att vi behöver beakta den viktiga roll som företagsobligationsmarknaden idag spelar för fastighetsföretagens finansiering. En viktig förutsättning för en stabil och välfungerande marknad är att kreditrisker värderas korrekt. Här kan den ökade användningen av kreditbetyg fylla en funktion. Kreditvärderingsinstitutens agerande under 2022 och 2023 – med snabba och stora nedgraderingar av fastighetsföretagen på kort tid – väckte dock frågor om kreditbetygens tillförlitlighet. Här kan instituten behöva se över sina metoder så att kreditbetygen blir mer robusta.

Att obligationsmarknaden har kommit att spela en allt viktigare roll för fastighetsföretagen är en del av en bredare trend där andra finansiella aktörer än banker, till exempel fonder, har kommit att utgöra en allt större och viktigare del av både det svenska och det globala finansiella systemet. Till skillnad från för banksektorn finns det dock inte något makrotillsynsramverk för dessa aktörer. Riksbanken anser att det är viktigt att få ett sådant ramverk på plats, och

⁸ För skattningar och översikter, se till exempel Auclert m.fl. (2021), Platzer och Peruffo (2022), IMF (2023), Lundvall (2023), Obstfeld (2023) och Flodberg (2024).

⁹ Se Penningpolitisk rapport mars 2024.

välkomnar därför att EU-kommissionen lanserat en konsultation om att införa detta inom EU.

I en svensk kontext är företagsobligationsfonderna viktiga investerare i fastighetsföretagens obligationer. Fonderna är dock utsatta för likviditetsrisker eftersom det finns en diskrepans mellan likviditeten i tillgångarna som de investerat i och andelsägarnas möjligheter att lösa in sina andelar. Risken finns därför att fonderna snabbt kan behöva sälja företagsobligationer för att möta uttag från sina andelsägare. Detta skulle kunna leda till stress på obligationsmarknaden, och försämra företagens möjligheter att finansiera sig via denna. Det såg vi ett verkligt exempel på under inledningen av pandemin. Riksbanken har länge påtalat att fondbolagen behöver hantera likviditetsriskerna i företagsobligationsfonderna, och på senare tid även förordnat att fonderna bör implementera justerat försäljnings- och inlösenpris, så kallad "swing pricing". Jag noterar att de nya tilläggen till EU-direktivet som reglerar fonderna snart kommer att medföra högre krav på att de tillhandahåller och implementerar fler likviditetshanteringsverktyg för att minska likviditetsriskerna, däribland swing pricing.

Fastighetsföretagen har själva ett arbete att göra för att stärka förtroendet för sektorn som helhet. Ett sätt att göra detta är att öka transparensen kring sättet som fastigheter värderas. Det är idag exempelvis svårt att bedöma huruvida fastighetsvärdena justerats ned tillräckligt mycket till följd av det förändrade ekonomiska läget. Dels behöver företagen tydligare redogöra för vilka antaganden som ligger till grund för gjorda värderingar, dels behöver informationen om transaktionerna blir mer utförlig. I ljuset av detta är det positivt att Finansinspektionen tagit initiativ till att förbättra informationsunderlaget i samband med transaktioner.

När det gäller hushållen så behöver politiken agera med reformer för att minska de strukturella problem som finns på utbuds- och efterfrågesidan på bostadsmarknaden. Om inte, så ser jag att makrotillsynen kommer att behöva spela en central roll även framöver. Annars lämnar vi svensk ekonomi i en än mer utsatt position. Även om åtgärderna kommer med vissa kostnader har amorteringskraven och bolånetaket dämpat skuldsättningen och därmed minskat räntekänsligheten bland hushållen.¹⁰

Mina viktigaste budskap

Låt mig kort sammanfatta mina viktigaste budskap. Vi inledde denna månad med en sänkning av styrräntan och inflationen är nu nära målet. Det är för tidigt att

¹⁰ Se till exempel Andersson och Aranki (2019) samt Andersson m.fl. (2018).

helt blåsa faran över, men vi är i ett betydligt bättre läge än för ett år sedan. Inflationstoppen 2022–2024 är unik på flera sätt. Vi har inte sett någon liknande hög och kortvarig inflation på mer än sjuttio år och det var den första riktigt stora utmaningen med hög inflation under perioden med inflationsmål, det vill säga då huvudansvaret för inflationsbekämpningen vilat på penningpolitiken. Såvitt det går att bedöma idag har inflationsmålpolitiken klarat testet ganska väl, på så sätt att inflationen i stort sett är tillbaka på målet, förhoppningsvis varaktigt, utan en alltför kraftig inbromsning i ekonomin och utan att vi har fått problem med den finansiella stabiliteten.

Men även om det ser ut att gå ganska bra den här gången finns det skäl att försöka göra ekonomin ännu mer stabil och välfungerande till nästa gång. Det är mycket positivt att Sverige har trygga och stabila offentliga finanser som möjliggör investeringar för framtiden. Men vi måste också hålla ett vakande öga på den privata skuldsättningen. Och det gäller inte minst bland fastighetsföretagen och bostadsutlåningen till hushållen. Det är nämligen inte osannolikt att vi även framöver återigen kan hamna i en period med låg inflation och låga räntor som sedan bryts av med stigande inflation och en styrränta som behöver höjas, eventuellt mer än vad som varit fallet den här gången.

Då är det viktigt att perioderna med låg styrränta inte präglas av ett överdrivet risktagande inom vissa sektorer som riskerar att skapa stora problem de perioder styrräntan behöver höjas. Det måste med andra ord finnas förutsättningar för penningpolitiken att göra det jobb den fått ansvar att utföra, utan att det uppstår stora problem på vissa håll i ekonomin – och i värsta fall risker för det finansiella systemet – till följd av för kortsiktigt och för riskfyllt agerande.

I ett ogynnsamt scenario kommer vi nästa gång räntan behöver höjas rejält att befinna oss i ett läge där vi i Sverige inte gjort särskilt mycket för att fastighets- och bostadsmarknaden ska vara mer motståndskraftig mot räntehöjningar. Då kan problemen bli betydligt större än de har blivit denna gång. Det bör vi göra vårt bästa för att undvika.

Referenser

Andersson, Michael och Ted Aranki (2019), "Färre sårbara hushåll efter skärpt amorteringskrav", FI-analys nr 17, Finansinspektionen.

Andersson, Michael, Ted Aranki, Matilda Gjirja och Niclas Olsén Ingefält (2018), "Bolånetaket har dämpat hushållens skulder", FI-analys nr 12, Finansinspektionen.

Apel, Mikael och Henry Ohlsson (2022), "Penningpolitik och inflation i krigstider", *Penning- och valutapolitik*, nr. 2, Sveriges riksbank.

Auclert, Adrien, Hannes Malmberg, Frederic Martenet och Matthew Rognlie (2021), "Demographics, Wealth, and Global Imbalances in the Twenty-First Century", NBER Working Paper 29161, National Bureau of Economic Research.

Borio, Claudio, Piti Disyatat, Mikael Juselius och Phurichai Rungcharoenkitkul (2022), "Why So Low for So Long? A Long-Term View of Real Interest Rates", *International Journal of Central Banking*, vol 18, nr 3, s. 47–87.

Flodberg, Caroline (2024), "Strukturella faktorer bestämmer ränteläget på längre sikt Räntor på längre sikt", Ekonomisk kommentar nr. 5, Sveriges riksbank.

IMF (2023), "The natural rate of interest: drivers and implications for policy", kapitel 2 i *World Economic Outlook*, april 2023, Internationella valutafonden.

Lundvall, Henrik (2023), "Drivkrafter bakom globala trender i den neutrala räntan", Bilaga 2 till Långtidsutredningen 2023, SOU 2023:87.

Obstfeld, Maurice (2023), "Natural and Neutral Real Interest Rates: Past and Future", NBER Working Paper 31949, National Bureau of Economic Research.

Platzer Josef och Marcel Peruffo (2022), "Secular Drivers of the Natural Rate of Interest in the United States: A Quantitative Evaluation", WP/22/30, Internationella valutafonden.