



SVERIGES RIKSBANK  
SE-103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00  
Fax +46 8 21 05 31  
registratorn@riksbank.se  
www.riksbank.se

# ANFÖRANDE

DATUM: 2021-05-20  
TALARE: Förste vice riksbankschef Cecilia Skingsley  
PLATS: SEB (digitalt)

## Att anpassa sig till nya villkor – penningpolitisk frihet under ansvar\*

*19 mars 2020. Klockan är 06:30. Jag står och väntar på ersättningsbussen vid Danvikstull, på väg in till Riksbanken vid Brunkebergstorg. Telefonen ringer. Det är Stefan Ingves, riksbankschefen. Han berättar att Federal Reserve erbjuder dollarlån till oss och ett antal andra centralbanker.*

Vi i direktionen hade redan haft många samtal både på kontoret och per telefon under de föregående dagarna.

Både i Sverige och omvärlden förde pandemin snabbt den ekonomiska aktiviteten mot ett fall av historiska proportioner. Det gällde att snarast möjligt säkerställa att det finansiella systemet kunde klara att hålla igång kreditgivningen till mycket låga räntor. En finanskris ovanpå hälsokrisen och den snabbt uppseglande realekonomiska krisen måste undvikas. Torsdagen innan, den 12 mars, hade Riksbanken beslutat erbjuda upp till 500 miljarder kronor i lån till svenska banker för vidareutlåning till företag. Den 16 mars beslutade Riksbanken att påbörja breda värdepappersköp för upp till 300 miljarder kronor.

Och hur gick det då med dollarlånen? Samma kväll, den 19 mars, kunde Riksbanken publicera beskedet att nya dollarlån skulle finnas tillgängliga från och med veckan därefter. Stefans besked i telefonen var en liten men tydlig ljuspunkt under pandemins första veckor. Att tillhöra den begränsade skara som fick uppbackning från den amerikanska centralbanken Federal Reserve när det gällde dollarlikviditet var centralt i den finansiella turbulensen.

Riksbanken har liksom andra centralbanker satt in en mängd åtgärder under coronakrisen för att hantera de ekonomiska effekterna av pandemin. Men mängden åtgärder väcker också nya frågor. En av dem vill jag tala om idag, nämligen hur

---

\* Jag vill tacka Björn Lagerwall för hjälp med att skriva detta anförande, och Emma Bylund, Charlotta Edler, Dag Edvardsson, Frida Fallan, Eva Forssell, Iida Häkkinen Skans, Pernilla Meyersson, Marianne Nessén, Åsa Olli Segendorf, Cecilia Roos-Isaksson, Mikael Stenström, Marianne Sterner och Anders Vredin för hjälp och värdefulla synpunkter, samt Elizabeth Nilsson för hjälp med att översätta det till engelska.

man kan kombinera Riksbankens starka självständighet med ansvarsutkrävande inom penningpolitiken.<sup>1</sup> Mina poänger går att sammanfatta så här:

- Vårt nuvarande penningpolitiska ramverk avspeglar ett tydligt mål, en stark självständighet och ett stort mått av öppenhet.
- Erfarenheten visar att vår verktyglåda behöver utvecklas med tiden.
- För att klara vårt lagstadgade uppdrag om prisstabilitet behöver vi ha stort handlingsutrymme i penningpolitiken.
- Men ett starkt oberoende och ett stort handlingsutrymme innebär frihet under ansvar – vi har en viktig analytisk och pedagogisk uppgift att förklara vad vi gör och hur det bidrar till att uppfylla våra mål.

Jag tänkte börja med att backa bandet lite drygt 350 år.

## Motivet till vår självständighet – att skapa långsiktig stabilitet

Varje centralbank speglar sin tid och sitt land, men några uppgifter är gemensamma genom historien, till exempel att ge ut betalningsmedel i den inhemska valutan och att se till att betalningsmedlet kan användas och behålla sitt värde.

Det gäller också världens äldsta centralbank – Riksbanken. Penningpolitiken har alltid syftat till att behålla penningvärdet. Historiskt har Riksbanken försökt uppnå detta genom ett *nominellt ankare*.<sup>2</sup> Grundandet av Riksbanken går att härleda till Stockholm banco, Sveriges första bank. Den blev också Europas första sedelutgivande bank. Sedlarnas värde baserades på att de kunde växlas in mot mynt. Men när utgivningen av sedlar blev alltför frikostig började allmänheten ifrågasätta sedlarnas värde och begärde att få växla in dem. Det nominella ankaret sviktade. Och en bankkrasch blev oundviklig. Ur spillrorna bildades år 1668 Riksbankens ständers bank, det vi idag känner som Riksbanken, som en myndighet under riksdagen. Sedan den svenska kronan infördes som valuta 1873 har det vanligaste nominella ankaret varit en fast växelkurs för kronan.

Tillåt mig nu att raskt hoppa 100 år framåt i tiden. Bakgrunden till den penningpolitiska regim vi har idag går nämligen att söka i utvecklingen under 1970- och 1980-talen. Efter att den så kallade Bretton Woods-regimens bröt samman 1973 följde en lång period med en instabil makroekonomisk utveckling. Sverige ingick i en rad fasta växelkursarrangemang. Men inflationen var högre än omvärldens och konkurrenskraften försvagades. Det möttes med devalveringar, som endast löste de kortsiktiga problemen men gav högre inflation efter hand. Trovärdigheten för det nominella ankaret urholkades.

---

<sup>1</sup> Frågeställningar kring självständigheten finns på agendan även i den pågående internationella diskussionen bland centralbanker: se exempelvis Haldane (2020), Norges Bank (2021) och Waller (2021).

<sup>2</sup> Se Ingves (2015) för en beskrivning av penningpolitikens mål och medel genom historien.

## Starka skäl till ett större oberoende

*24 september 1992. Torsdag. Det blev ungefär fyra timmars sömn mellan de sista förhandlingarna mellan regeringen och socialdemokraterna och morgonens presskonferens. Som pressekreterare på finansdepartementet har jag mycket att fundera på. Beskedet om den så kallade generella bankgarantin som skulle ges var ytterst omfattande. Riksdagen uppmanades bemyndiga regeringen i princip fri dragningsrätt från statsbudgeten till att sanera banksektorn. Om inte denna åtgärd skulle lyckas lugna ned ränteutvecklingen väntade i förlängningen ett låneprogram från IMF.*

Till slut blev utvecklingen i Sverige ohållbar, och den fasta växelkursen fick överges den 19 november 1992. Det nominella ankaret hade kollapsat fullständigt. Men inspirerad av Nya Zeeland, Kanada och Storbritannien övervägde Riksbanken ett inflationsmål som ett nytt ankare.<sup>3</sup> Sagt och gjort: Sedan 1993 har vi rörlig växelkurs och ett *inflationsmål på 2 procent* som gäller än idag.<sup>4</sup>

Resultat från den akademiska forskningen indikerade att förutsättningarna för att uppnå låg inflation ökade om man delegerade penningpolitiken till en oberoende centralbank. På så vis minskade också det så kallade tidsinkonsistensproblemet i penningpolitiken, där det långsiktiga målet om låg inflation inte är konsistent med kortsiktiga motiv för hög inflation.<sup>5</sup> Empiriska studier visade att länder med mer självständiga centralbanker uppvisade lägre inflation, utan att den realekonomiska utvecklingen försämrades.<sup>6</sup>

Jag menar att en självständig centralbank inte bara är till nytta för att komma tillrätta med en alltför hög inflation. Självständigheten är viktig även för att undvika en alltför låg inflation, eftersom den underlättar ett mer långsiktigt fokus i beslutsfattandet.<sup>7</sup> Men det återkommer jag till strax.

I den nya lagen från 1999 fick Riksbanken en större självständighet från det politiska systemet. Den nya lagen behövdes också för att anpassa Riksbankens verksamhet till de krav som ställs med anledning av det svenska EU-medlemskapet.<sup>8</sup> Hur märktes då den ökade självständigheten för Riksbankens del?

När man talar om centralbankers självständighet eller oberoende brukar man skilja mellan **målberoende** och **instrumentberoende**. Orden kan låta kryptiska, men målberoende betyder att centralbanken själv sätter det operativa målet som ska uppnås för att nå lagstiftarens intention om ett fast penningvärde, exempelvis en inflation på 2 procent. Instrumentberoende betyder att centralbanken bestämmer hur dess verktyg ska användas för att uppnå de uppsatta målen. Det

---

<sup>3</sup> Se Jonung m.fl. (2003).

<sup>4</sup> Redan under perioden 1931-1937 arbetade Riksbanken med ett prisstabilitetsmål, som den första centralbanken i världen. Därefter följde dock en period på 50 år med olika fasta växelkursregimer.

<sup>5</sup> Se exempelvis de klassiska artiklarna av Kydland och Prescott (1977), Barro och Gordon (1983) och Rogoff (1985). För pedagogiska översikter, se Apel och Viotti (1998) och Heikensten (2005).

<sup>6</sup> En klassisk artikel är den av Alesina och Summers (1993).

<sup>7</sup> Se exempelvis Fischer (2015) och Bernanke (2017).

<sup>8</sup> Kravet på oberoende centralbanker följer av artikel 130 i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt och gäller för alla EU:s medlemsstater. Motiven bakom EU-lagstiftningen var i sin tur baserade på den akademiska forskningen och erfarenheterna av "The Great Inflation", den period då inflationen steg över stora delar av världen under 1970-talet.

finns även andra sätt att göra centralbanken oberoende från det politiska systemet. **Personligt oberoende** har att göra med hur bankens ledning är tillsatt. Om ledamöterna har långa mandatperioder, inte är politiker och inte kan avsättas av politiska skäl är det personliga oberoendet stort. **Finansiellt oberoende** innebär att banken kan vidta åtgärder utan att vara beroende av ekonomiskt stöd av regeringen.

Man kan säga att Riksbanken med den nya lagen 1999 fick ett stort mått av oberoende enligt alla de fyra varianterna ovan (se diagram 1 och 2).<sup>9</sup> Riksbanken genom fullmäktige bestämde själv att införa inflationsmålet 1993, och 1999 skrevs ett "fast penningvärde" in i lagen som målet för Riksbanken. Måloberoendet blev alltså starkt, eftersom Riksbanken själv kan operationalisera hur målet uppnås. Ett tecken på det var att vi långt senare, 2017, själva beslutade att byta målvariabel från KPI till KPIF. Vi fick också mandat att självständigt besluta hur de penningpolitiska instrumenten skulle användas för att uppnå vårt inflationsmål och fick på så vis en hög grad av instrumentoberoende. I regeringsformen står att Riksbanken ansvarar för penningpolitiken och att ingen myndighet får bestämma hur Riksbanken ska besluta i frågor som rör penningpolitik.<sup>10</sup> Ett förbud för direktionens ledamöter att söka och ta emot instruktioner när de fullgör sina penningpolitiska uppgifter skrevs in i riksbankslagen.

Sammansättningen av den nya direktionen med sex ledamöter utanför det politiska systemet med långa mandatperioder var också en viktig beståndsdel i den ökade självständigheten (se diagram 2). Det personliga oberoendet stärktes, eftersom "ett led till" från politikerna i fullmäktige till det beslutande organet skapades. Direktionens ledamöter skulle tillsättas av fullmäktige, som i sin tur skulle väljas av riksdagen (se diagram 2). Ledamöterna i direktionen skulle dock inte vara politiker och skulle inte heller kunna avsättas på politiska grunder. Mandatperioderna översteg längden mellan riksdagsvalen.<sup>11</sup> Det finansiella oberoendet ansågs redan vara starkt och utökades inte. Men EUF-fördragets förbud mot monetär finansiering som skrevs in i riksbankslagen bidrog till att stärka Riksbankens oberoende gentemot regeringen. Förbudet innebär bland annat att Riksbanken inte får köpa skuldförbindelser direkt från staten.

I olika internationella mätningar av centralbankers självständighet brukar Riksbanken hamna tio i topp.<sup>12</sup> Jag menar att den främsta nyttan med den nya lagen var att penningpolitiken kunde bedrivas mer långsiktigt, vilket är tydligt när man jämför med 1970- och 1980-talen, då problemen med en alltför hög inflation hanterades med hjälp av upprepade devalveringar.

---

<sup>9</sup> EU-kommissionen och ECB har i sina konvergensrapporter definierat omfattningen av centralbanksberoende indelat i funktionellt, institutionellt, personligt och finansiellt oberoende.

<sup>10</sup> Se 9 kap. 13 § regeringsformen. Av förarbetena framgår att Riksbankens oberoende enligt 9 kap. 13 § regeringsformen omfattar alla penningpolitiska beslut samt även uppgifter utanför penningpolitikens område som enligt fördraget tillkommer Europeiska centralbankssystemet (ECBS) eftersom Riksbanken är en del av ECBS (se prop 1997/98:40 s. 76).

<sup>11</sup> När man tillsatte den allra första direktionen som tillträdde 1999 hade ledamöterna enligt en övergångsbestämmelse olika långa mandatperioder på 1-6 år, så att endast en ledamots mandatperiod löpte ut varje år. Men från och med den andra mandatperioden tillsattes alla ledamöter för en mandatperiod på 6 år. En lagändring 2008 innebar att en ledamot kunde tillsättas för en period av 5 eller 6 år. För en historik över mandatperioder hos ledamöter, se Sveriges riksbank (2020a).

<sup>12</sup> Se exempelvis Dincer och Eichengreen (2014).

## Frihet under ansvar

Med oberoendet följer krav på utvärdering och uppföljning: en frihet under ansvar. En fråga som uppkom i samband med den nya riksbankslagen var om oberoendet var "odemokratiskt". Detta diskuterades bland annat av den dåvarande vice riksbankschefen Villy Bergström.<sup>13</sup> En poäng som han lyfte fram var att anledningen till att penningpolitiken i ökad utsträckning delegerats till självständiga centralbanker var att komma tillrätta med det politiska systemets egna tillkortakommanden när det gäller att uppnå en låg och stabil inflation. Ett tydligt ansvarsutkrävande och en stark transparens är därför A och O för att upprätthålla legitimiteten hos centralbanken.

Det är ingen tillfällighet att den internationella trenden med ökad självständighet bland centralbankerna har gått hand i hand med ökad transparens och tydlighet. I den nya lagen skrevs bland annat in att Riksbanken ska lämna en skriftlig redogörelse till riksdagen två gånger per år. Penningpolitiken ska vara lätt att utvärdera. Det underlättas också av att siktet är inställt på ett tydligt siffersatt mål, i vårt fall en inflation på 2 procent. Att exempelvis delegera penningpolitiken med uppgiften att bidra till "hög välfärd" lämnar alltför stort utrymme för tolkningar.

Som ni säkert vet har Riksbanken under resans gång gjort stora ansträngningar att öka öppenheten och tydligheten kring penningpolitiken, i dialog med finansutskottet (FiU). Vi skriver varje år en redogörelse för penningpolitiken till FiU, som i sin tur sedan lämnar ett betänkande eller utlåtande kring penningpolitiken, inte bara för att "sätta betyg", utan också för att ge feedback inför nästa rapport när det gäller frågor som behöver belysas närmare (se diagram 2). Utfrågningar i FiU är också en del av granskningen av Riksbanken. Dessutom görs större externa granskningar ungefär vart femte år.<sup>14</sup> När det gäller analysen av penningpolitiken valde Riksbanken bland annat att börja publicera egna prognoser för reporäntan 2007. Jag tycker att erfarenheterna av alla dessa åtgärder har varit goda.<sup>15</sup> I internationella rankningar över centralbankers öppenhet brukar Riksbanken hamna bland de absolut högsta.<sup>16</sup>

## Ramverket fungerade som det var tänkt

I mångt och mycket har regimen med inflationsmål fungerat som den var tänkt. Inflationen har varit mycket lägre och mer stabil sedan inflationsmålet och den nya riksbankslagen infördes på 1990-talet (se diagram 3).

Med det sagt hade den goda målluppfyllelsen inte varit möjlig utan en övergripande reformering av hela det stabiliseringspolitiska ramverket. Eftersom 90-talskrisen var en statsfinansiell kris, en valutakris (eller penningpolitisk kris om man så vill) och en finanskris fanns åtskilliga hemläxor att göra. Såväl penningpolitiken

---

<sup>13</sup> Se Bergström (2001).

<sup>14</sup> Hittills har tre stycken genomförts: av Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin avseende perioden 1995-2005, av Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet avseende perioden 2005-2010 och av Marvin Goodfriend och Mervyn King avseende perioden 2010-2015. En ny granskning av Karnit Flug och Patrick Honohan avseende perioden 2015-2020 har precis inletts.

<sup>15</sup> Se Sveriges riksbank (2017a).

<sup>16</sup> Se Dincer och Eichengreen (2014).

som finanspolitiken kom att reformeras i riktning mot ett mer normbaserat ramverk från 1990-talet.<sup>17</sup> Lönebildningen kom också att förbättras påtagligt.<sup>18</sup>

Under lång tid var vi också hjälpta av en stark tillväxt under lågt inflationstryck. Perioden från mitten av 1990-talet fram till den globala finanskrisen präglades av "The Great Moderation". I kombination med det nya ramverket fick den stabila makroekonomiska miljön tydliga konsekvenser för hur penningpolitiken bedrivs rent praktiskt – i riktning mot ett mer "minimalistiskt" system, där Riksbanken satte reporäntan i syfte att uppnå inflationsmålet. Det här gjorde ansvarsutkrävandet till en relativt enkel historia. Det fanns nämligen en tydlig koppling mellan ett verktyg – reporäntan – och ett mål – inflationen på 2 procent.

Riksbanken utvecklade successivt en så kallad flexibel inflationsmålspolitik – vi tog hänsyn till utvecklingen av produktion och sysselsättning utan att åsidosätta prisstabiliteten. Det blev i sin tur lättare när trovärdigheten för det nominella ankeret hade etablerats. Den flexibla politiken innebar i praktiken att inflationen skulle vara nära målet, och som ett underordnat mål skulle konjunkturen stabiliseras. Det låg också i linje med förarbetena till den nya lagen som sa att vi skulle uppnå prisstabilitet och – utan att åsidosätta detta mål – bidra till att stödja de ekonomisk-politiska målen om hållbar tillväxt och hög sysselsättning.

## Lärdomar av den globala finanskrisen – styrräntan räcker inte för att nå målen

*11 september 2008. Klockan är fyra på morgonen. Jag vaknar av att telefonen ringer. En av kvällstidningarna söker mig och undrar hur Stockholmsbörsen ska utvecklas påföljande dag. I egenskap av analyschef på Swedbank förväntas jag ha en uppfattning om det. Försöken att rädda den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers hade misslyckats. Ingen kunde veta hur stor omfattningen skulle bli av det kaos som var på väg och hur stora skadorna skulle bli. Bara en sak var säker: Alla berörda länder som kunde skulle behöva gå in med massiva stödåtgärder.*

Den akuta globala finanskrisen, som utlöstes av att Lehman Brothers gick omkull i september 2008, innebar många lärdomar för penningpolitiken. Det var uppenbart att de globala finansmarknaderna hade integrerats under årens lopp. En störning på den amerikanska bolånemarknaden fick snabbt globala konsekvenser. Och under "The Great Moderation" hade en trend pågått lite under radarn, nämligen att de globala reala räntorna hade sjunkit (se diagram 4). Det betydde att den neutrala styrräntan, alltså den nivå på styrräntan som varken stimulerar eller bromsar ekonomin, hade fallit.<sup>19</sup> Och det fick betydelse nu när den enorma ekonomiska nedgången skapade ett mycket stort behov av penningpolitisk stimulans.

Det blev tydligt att den **nedre gränsen för styrräntan** inte bara var en kuriositet utan en reell begränsning för penningpolitiken. I många länder sänktes styrräntan

---

<sup>17</sup> Se Ingves (2015). Bland annat överskottsmål och utgiftstak gjorde att vi fick ordning och reda i de offentliga finanserna.

<sup>18</sup> Det underlättades enormt mycket av bland annat Industriavtalet och inrättandet av Medlingsinstitutet.

<sup>19</sup> Hur en lägre neutral ränta påverkar förutsättningarna för penningpolitiken var någonting jag diskuterade mer utförligt i mitt tal i oktober förra året: se Skingsley (2020).

till nära noll (se diagram 5). Uppskattningar indikerar exempelvis att styrräntan i USA egentligen hade behövt sänkas till -4 procent.<sup>20</sup> Detta gav upphov till en diskussion om vilka nya penningpolitiska verktyg som man skulle kunna använda för att åstadkomma ytterligare stimulans. **Kvantitativa lättnader** (på engelska quantitative easing, QE) i form av köp av statsobligationer eller andra värdepapper samt **kommunikation om låga styrräntor framöver** (på engelska forward guidance) blev två av de mest kända verktyg som togs i bruk för att centralbankerna skulle kunna uppfylla sina prisstabilitetsmål.

En ytterligare lärdom av den finansiella krisen var att **turbulensen på finansiella marknaderna** kunde medföra att den penningpolitiska styrräntan helt enkelt inte nådde ut till de räntor som företag och hushåll mötte. I det sammanhanget aktualiserades olika typer av **kreditlättnader** (på engelska credit easing).

Riksbanken sänkte styrräntan med 4,5 procentenheter till 0,25 procent mellan oktober 2008 och juli 2009, samtidigt som ränteprognozen indikerade att det skulle dröja fram till mitten av 2010 innan den skulle höjas igen. Bland Riksbankens övriga åtgärder fanns de så kallade fasträntelånen, lån med längre löptider till bankerna, som bidrog både till att höja trovärdigheten för ränteprognozen och till att förbättra genomslaget från styrräntan till de räntor som hushåll och företag mötte. Men till skillnad från andra centralbanker genomförde Riksbanken inte några tillgångsköp.<sup>21</sup>

Som ni vet följdes den globala finanskrisen av en skuldcrisis i Europa. För Riksbankens del blev behovet av ytterligare generell stimulans aktuellt i efterdyningarna av den europeiska skuldcrisen. Under 2014-2015 blev inflationen så låg att förtroendet för inflationsmålet riskerade att urholkas (se diagram 3). Som jag var inne på tidigare är det lika viktigt att förhindra för låg som för hög inflation för att bibehålla ett "fast penningvärde". I samband med att ECB gjorde sin penningpolitik ytterligare expansiv under våren 2015 utökade vi våra penningpolitiska åtgärder: dels sänkte vi reporäntan under den tidigare tänkta nedre gränsen på noll, dels köpte vi statsobligationer (alltså använde kvantitativa lättnader). I och med att de finansiella marknaderna fungerade som normalt fick åtgärderna önskat genomslag på de räntor som hushåll och företag mötte. Inflationen började stiga mot målet (se diagram 3).

Utvecklingen under finanskrisen och den europeiska skuldcrisis som följde visade med all önskvärd tydlighet att en flexibel penningpolitisk verktygslåda är till nytta såväl under finansiell oro som under normala tider, för att säkerställa att inflationsmålet kan uppfyllas. Jag återkommer till det längre fram.

---

<sup>20</sup> Se Bernanke (2015).

<sup>21</sup> Se Elmér m.fl. (2012) för en beskrivning av Riksbankens penningpolitiska åtgärder under finanskrisen.

## Diskussion om centralbankers mandat och verktyg

I finanskrisens kölvatten kom naturligt nog finansiell stabilitet upp på agendan på allvar. En av de främsta effekterna av krisen var tillkomsten av ett nytt politikområde: makrotillsynen. I många länder lades ansvaret för den politiken på centralbanken. Men i Sverige valde den politiska majoriteten 2013 att lägga ansvaret för makrotillsynen på Finansinspektionen, vilket gjorde att Riksbankens mandat förblev oförändrat.

Efter den finansiella krisen uppkom en diskussion kring centralbankernas oberoende och vilka uppgifter som de egentligen är lämpade för.<sup>22</sup> Hade man i vissa fall överbelastat centralbankerna med nya uppgifter som gjorde att deras oberoende var hotat?<sup>23</sup>

Strax innan utredningen om riksbankslagen tillsattes 2016 höll jag en presentation som bland annat diskuterade den här frågeställningen.<sup>24</sup> Diskussionen tog sin utgångspunkt i diagram 6, som visar hur mandatet hos centralbanken är kopplat till graden av oberoende. Som jag nämnde tidigare var ett motiv för att göra centralbanker självständiga viljan att åstadkomma låg och stabil inflation. På så vis var självständigheten förknippad med ett tydligt och begränsat mandat. Ju bredare mandat en centralbank har, desto fler allmänpolitiska frågeställningar tenderar att komma upp på agendan, vilket skulle kunna vara ett skäl att inskränka centralbankens oberoende.

Även om mitt fokus är på penningpolitik idag vill jag gärna ta upp en intressant fråga som Andy Haldane vid Bank of England lyft fram.<sup>25</sup> Bank of England har fått ett mycket omfattande mandat genom sitt ansvar för både mikro- och makrotillsyn. Och det har skett på goda grunder, menar Haldane, och framhåller att tidsinkonsistensproblemet kan vara väl så stort när det gäller finansiell reglering och makrotillsyn som för penningpolitik. Precis som en alltför tydlig politisk styrning av penningpolitiken kan ge upphov till en "inflationsbias" kan en alltför politiskt styrd makrotillsynspolitik ge upphov till en "instabilitetsbias", eftersom politiken blir alltför kortsiktig.

I och med att ansvaret för makrotillsynen har lagts på Finansinspektionen i Sverige har diskussionen om ett utökat mandat inte haft samma förtecken här som på andra håll. Men vi på Riksbanken har varit måna om att mandatet och verktygen för makrotillsynen i Sverige ska vara tillräckliga och att Finansinspektionen ska kunna vidta åtgärder mot hushållens skuldsättning utan att vara beroende av regeringens godkännande.<sup>26</sup>

---

<sup>22</sup> Se till exempel Fischer (2015), Bernanke (2017) och Georgsson m.fl. (2015).

<sup>23</sup> Se exempelvis Archer (2016).

<sup>24</sup> Se Skingsley (2016).

<sup>25</sup> Se Haldane (2020).

<sup>26</sup> Se exempelvis Sveriges riksbank (2017b).



## Vikten av handlingsfrihet förstärktes under pandemin

Även om finanskrisen och dess efterdyningar innebar att Riksbanken behövde använda nya instrument i den penningpolitiska verktygslådan var det *framförallt* under coronakrisen som lärdomarna kom. En ny sådan lärdom handlade om att de finansiella marknaderna ständigt utvecklas, och därmed förändras företagens finansieringssituation. Den miljö som penningpolitiken skulle verka i såg alltså anorlunda ut jämfört med under "The Great Moderation". Därför behövde vi se över den arsenal av åtgärder som kan användas i ett krisläge

## Många åtgärder under en vecka i mars förra året

Vi är nu tillbaka där vi började i min berättelse, alltså i mars förra året. Det vi såg då var en mycket snabb och dramatisk händelseutveckling. Börserna började skaka redan i slutet av februari 2020, när coronaviruset började spridas allt snabbare utanför Kina. WHO deklarerade att covid-19 var en pandemi den 11 mars. Den 12 mars skedde det största börsfallet hittills under en dag i Sverige, då indexet föll med 11 procent. Sedan den 20 februari hade indexet därmed fallit med 30 procent. Räntemarknaderna påverkades också enormt mycket (se diagram 7). Alla obligationsräntor steg i varierande grad. Bland investerare blev "dash for cash" de nya ledorden – en flykt från osäkra tillgångar till säkra tillgångar med hög likviditet.

## Marknaden för företagsobligationer under lupp

När svenska företag behövt finansiera sig med lån har de traditionellt sett gjort det genom att ta banklån. Men under de senaste decennierna har en strukturell förändring ägt rum som innebär att de allt oftare finansierar sig via räntebärande värdepapper (se diagram 8). Numera står räntebärande värdepapper för en tredjedel av deras lånefinansiering. Men marknaden har också en del inneboende svagheter, eftersom den är outvecklad och illikvid, samtidigt som många företag saknar kreditbetyg.

Svagheter kom upp till ytan under mars förra året, eftersom pandemin innebar en kris "rakt in i företagen". Detta fick deras finansörer att se över sina innehav av företagspapper. Under förra våren fick några fonder stänga sin handel.<sup>27</sup> Räntan på företagsobligationer skenade iväg uppåt (se diagram 7). Samtidigt fanns risken att krisen skulle sprida sig till marknaden för säkerställda obligationer eftersom dessa var lättare att omsätta när likviditet behövdes. Vi bedömde också att det fanns en risk att problemen på företagsobligationsmarknaden skulle få storföretagen att minska sin obligationsupplåning och vända sig till sina banker för att låna. På så sätt riskerade bankernas utlåning till storföretagen att tränga undan utlåning till mindre företag.

---

<sup>27</sup> Se Wollert (2020) för en beskrivning av den svenska marknaden för företagsobligationer i Sverige under krisen.

## Den stora verktygslådan har varit avgörande

Så som vi har sett på utvecklingen var det fråga om att *bibehålla* graden av stimulans i penningpolitiken snarare än att *öka* stimulansen. Det handlade alltså om att den tidigare förda penningpolitiken, med en styrränta på noll och köp av statsobligationer, behövde kompletteras med nya åtgärder för att den skulle nå ut till företag och hushåll på ett önskvärt sätt.

Vi behövde alltså sätta in en mängd nya åtgärder för att uppnå två syften: att bibehålla ränteläget i så stor uträckning som möjligt och att upprätthålla kreditförsörjningen så att realekonomin hålls igång

Vi beslutade i stort sett om alla de åtgärder vi nu har på plats inom loppet av en vecka. Efteråt har det rört sig om modifieringar och utvidgningar av det existerande programmet. Bland annat har vi köpt räntebärande värdepapper i form av statsobligationer, kommunobligationer, säkerställda obligationer samt företagspapper i form av obligationer och certifikat (se diagram 9). I likhet med flera andra centralbanker vi sett omslutningen på balansräkningen växa (se diagram 10).

Jag menar att åtgärderna har fungerat som det var tänkt.<sup>28</sup> Alla obligationsräntor på mer riskfyllda tillgångar har sjunkit (se diagram 7). Företagsobligationsräntorna, alltså räntorna på den marknad som hade störst problem förra våren, har sjunkit mest, trots att vi bara har köpt motsvarande ungefär 1 procent av den utestående stocken. Vi ser också att utlåningsräntorna till företagen och hushållen har varit stabila genom krisen (se diagram 11). Som jag ser det var åtgärderna helt nödvändiga för att vi skulle kunna uppfylla våra penningpolitiska mål: att uppnå en inflation på 2 procent och att stödja konjunkturutvecklingen.

Det är viktigt att vi har tillräckliga verktyg för att nå våra mål. Vårt instrumentoberoende – att vi själva kunnat välja bland verktygen för att nå våra mål och kunnat använda dem snabbt – har varit helt avgörande för att mildra effekterna av krisen och bidra till en god ekonomisk utveckling. För min del är den kanske tydligaste penningpolitiska slutsatsen av coronakrisen att reporäntan är långt ifrån tillräcklig för att upprätthålla vårt mål om prisstabilitet.

Även om jag diskuterar penningpolitik idag vill jag också understryka att de finanspolitiska åtgärderna i både omvärlden och Sverige har varit avgörande i den speciella typ av kris vi har hamnat i – vissa sektorer har behövt omfattande stöd.

---

<sup>28</sup> För en beskrivning av hur Riksbankens åtgärder har fungerat under krisen, se exempelvis Sveriges riksbank (2020b).

## Förslaget till ny riksbankslag alltför begränsande när det gäller den penningpolitiska verktygslådan

Vi på Riksbanken menar att det förslag till ny riksbankslag som presenterades i december 2019 är bra i flera avseenden. Men när det gäller den penningpolitiska verktygslådan menar vi att förslaget är alltför begränsande. Jag tycker inte att det i tillräcklig utsträckning speglar de lärdomar jag nyss tagit upp.<sup>29</sup> Därmed finns risken att det blir svårare, inte bara för oss utan också för framtida direktioner, att ge ett gott bidrag till den samhällsekonomiska utvecklingen.

En central del i vår självständiga ställning inom penningpolitiken är instrumentoberoendet, att vi själva ska kunna besluta över instrumenten. Den penningpolitiska verktygslådan utvecklas till följd av nya erfarenheter. Vi satte till exempel in många åtgärder inom loppet av bara en vecka under coronapandemins inledningsfas. Jag har därför svårt att se värdet av att verktygen begränsas på förhand, såsom utredningen föreslår. Man vill exempelvis dela upp Riksbankens verktygslåda i olika delar och i detalj reglera vilket verktyg som ska användas när och på vilket sätt. Jag förstår att det kan verka tilltalande, men att motivera och klassificera tänkbara åtgärder blir mycket invecklat, och det kommer att främja passivitet och fördröja den penningpolitiska responsen vid framtida kriser. Utvecklingen i samband med att WHO deklarerade covid-19 som en pandemi gjorde att en fullskalig finansiell tornado blåste upp under loppet av ett par dagar.

## Viktigt att underlätta den demokratiska granskningen av penningpolitiken

Som jag nämnde inledningsvis innebär vår starka självständighet en frihet under ansvar. Med en utökad penningpolitisk verktygslåda följer även utmaningar för vår del. Om vi återgår till diagram 6 har vi hamnat i en situation där våra mål och mandat är oförändrade men vår verktygslåda har vuxit. Det var en situation som inte var helt lätt att förutse och som ställer nya krav på Riksbanken.

En utmaning i den nya miljön handlar om att kopplingen mellan de penningpolitiska verktygen och våra mål har blivit mindre tydlig. Ett exempel på det är att vi under tidigare perioder direkt kunde se effekten av 0,25 procentenheters lägre reporänta på inflationsprognosen. Här är det exemplifierat av två diagram från den penningpolitiska rapporten i juli 2014, alltså i slutet på perioden då vi bara använde reporäntan och räntebanan som verktyg (se diagram 12). Baserat på skattningar i en makroekonomisk modell kunde vi alltså tydligt utläsa den förväntade effekten på vår måluppfyllelse av penningpolitiska alternativ.

Men med den omfattande verktygslåda vi har implementerat under coronapandemin kan vi i princip sluta oss till att åtgärderna har "rätt tecken" som min kollega, riksbankschefen Stefan Ingves, har uttryckt det. Men det är mycket svårare att utvärdera effekten på måluppfyllelsen kvantitativt. Även om många försök till uppskattningar av effekterna på inflationen av tillgångsköp har gjorts, är de inte alls

---

<sup>29</sup> Se Sveriges riksbank (2020c), Sveriges riksbank (2021a) och Sveriges riksbank (2021b) för en närmare beskrivning av Riksbankens synpunkter på förslaget.

lika säkra som när det gäller reporäntan.<sup>30</sup> Den uppenbara förklaringen är dels att kanalerna inte är lika väl utredda, dels att antalet observationer för att uppskatta effekterna är så få.

Här har vi en utmanande uppgift. Vår självständighet inom penningpolitiken förutsätter öppenhet och tydlighet för att underlätta ansvarsutkrävandet. Man kan sammanfatta det med att vi bättre behöver förstå, förtydliga och förklara effekterna av nya penningpolitiska verktyg. Vi är långt ifrån ensamma när det gäller den här utmaningen. Bank of England hade nyligen en utredning att förhålla sig till som betonade att de här delarna behövde utvecklas när det gäller QE-program.<sup>31</sup>

Vi arbetar kontinuerligt med att utveckla vår analys och kommunikation inom penningpolitiken. Som jag nämnde tidigare tycker jag att förslaget till ny riksbankslag är bra i flera avseenden. Det gäller bland annat de utökade möjligheterna för det politiska systemet att granska vår verksamhet. Information, granskning och utvärdering är centrala förutsättningar för vår starka självständighet.

Världen har förändrats en del sedan 1668, men Riksbankens penningpolitiska uppdrag går som en röd tråd genom historien. För att kunna leverera en penningpolitik med prisstabilitet som mål behöver vi acceptera att förutsättningarna förändras över tiden och att verktygen behöver uppdateras med förändringarna. Självständighet är ett stort förtroende att förvalta. Med fortsatt frihet under ansvar kan Riksbanken bidra till en god ekonomisk utveckling framöver.

Tack för ordet!

---

<sup>30</sup> Se exempelvis Melander (2021) och Di Casola (2021).

<sup>31</sup> Se Bank of England (2021).

## Referenser

Alesina, A. och L.H. Summers (1993), "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence," *Journal of Money, Credit and Banking*.

Apel, M. och S. Viotti (1998), "Varför är det bra med en självständig Riksbank?", *Penning- och valutapolitik* nr 2.

Archer, D. (2016), "A coming crisis of legitimacy?", *Penning- och valutapolitik* nr 3, Sveriges riksbank.

Bank of England (2021), "Evaluation of the Bank of England's approach to quantitative easing", tillgänglig på [Evaluation of the Bank of England's approach to quantitative easing | Bank of England](#).

Barro, R.J. och D. Gordon (1983), "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", *Journal of Political Economy*.

Bernanke, B. (2015), "The Taylor Rule: A benchmark for monetary policy?", *Brookings blog*, tillgänglig på [The Taylor Rule: A benchmark for monetary policy? \(brookings.edu\)](#).

Bernanke, B. (2017), "Monetary Policy in a New Era", *Peterson Institute Paper*, Conference on Rethinking Macroeconomic Policy.

Bergström, V. (2001), "Självständiga centralbanker i demokratier?", *Penning- och valutapolitik* nr 1, Sveriges riksbank.

Di Casola, P. (2021), "Vad säger forskningen om effekterna av centralbankers balansräkningsåtgärder?", *Ekonomiska kommentarer* nr 2, Sveriges riksbank.

Dincer, N. och B. Eichengreen (2014), "Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures," *International Journal of Central Banking*.

Elmér, H., G. Guibourg, D. Kjellberg, och M. Nessén (2012), "Riksbankens penningpolitiska åtgärder under finanskrisen – utvärdering och lärdomar", *Penning- och valutapolitik* nr 3.

Fischer, S. (2015), "Central Bank Independence", anförande den 4 november, tillgängligt på [Speech by Vice Chairman Fischer on central bank independence - Federal Reserve Board](#).

Georgsson, M., A. Vredin och P. Åsberg Sommar (2015), "Den moderna centralbankens mandat och diskussionen efter krisen", *Penning- och valutapolitik* nr 1, Sveriges riksbank.

Haldane, A. (2020), "What has central bank independence ever done for us?", anförande den 28 november, tillgängligt på [What has central bank independence ever done for us? - speech by Andy Haldane \(bankofengland.co.uk\)](#).

Heikensten, L. (2005), "Penningpolitiken och akademikerna", anförande vid Umeå universitet den 28 oktober, Sveriges riksbank.

Ingves, S. (2015), "Centralbankens mål och medel genom historien – perspektiv på dagens penningpolitik", anförande vid Nationalekonomiska föreningen, 6 maj, Sveriges riksbank.

Jonung, L. (red) (2003), "På jakt efter ett nytt ankare. Från fast kronkurs till inflationsmål", SNS förlag.

Kydland, F. och E. Prescott (1977), "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*.

Melander, O. (2021), "Effekter på finansiella marknader av Riksbankens köp av statsobligationer 2015–2017", *Penning- och valutapolitik* nr 1, Sveriges riksbank.

Norges Bank (2021), "Central Bank Independence. Lessons from History", Nicolai Rygg virtual panel debate, 8 april, tillgänglig på [Central Bank Independence. Lessons from History \(norges-bank.no\)](https://www.norges-bank.no/central-bank-independence-lessons-from-history).

Rogoff, K. (1985), "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", *Quarterly Journal of Economics*.

Skingsley, C. (2016), "Utveckla centralbankers mandat", anförande vid Österrikes centralbank, 13 september, Sveriges riksbank, tillgängligt på [Skingsley: Utveckla centralbankers mandat | Sveriges Riksbank](https://www.riksbank.se/utveckla-centralbankers-mandat).

Skingsley, C. (2020), "Post-pandemisk penningpolitik och ränteverktyget i framtiden", digitalt anförande vid Nordea, 7 oktober, Sveriges riksbank, tillgängligt på [Skingsley: Röntan önskvärd som penningpolitiskt verktyg även i framtiden | Sveriges Riksbank](https://www.riksbank.se/post-pandemisk-penningpolitik-och-ranteverktyget-i-framtiden).

Sveriges riksbank (2017a), "Riksbankens erfarenheter av att publicera reporänteprognoser", *Riksbanksstudier*, juni.

Sveriges riksbank (2017b), "Finansdepartementets förslag om fler verktyg för makrotillsyn", pressmeddelande tillgängligt på [Finansdepartementets förslag om fler verktyg för makrotillsyn | Sveriges Riksbank](https://www.riksbank.se/finansdepartementets-forslag-om-fler-verktyg-for-makrotillsyn).

Sveriges riksbank (2020a), "Direktionens ledamöter", tillgänglig på [Direktionens ledamöter | Sveriges Riksbank](https://www.riksbank.se/direktionens-ledamoter).

Sveriges riksbank (2020b), "Så har Riksbankens åtgärder fungerat under coronakrisen", fördjupning i Penningpolitisk rapport, september.

Sveriges riksbank (2020c), Remissvar angående En ny riksbankslag, tillgängligt på [Remissvar angående En ny riksbankslag \(SOU 2019 46\)](https://www.riksbank.se/remissvar-angaaende-en-ny-riksbankslag).

Sveriges riksbank (2021a), Kompletterande remissvar: Rättsutredning om förslaget till en ny riksbankslag och dess förenlighet med svensk grundlag och EU-rätten, tillgängligt på <https://www.riksbank.se/globalassets/media/remisser/riksbankens-remissvar/svenska/2021/rattsutredning-om-forslaget-till-en-ny-riksbankslag-och-dess-forenlighet-med-svensk-grundlag-och-eu-ratten.pdf>.

Sveriges riksbank (2021b), "Coronakrisen visar behovet av flexibilitet i ny riksbankslag", fördjupning i Redogörelse för penningpolitiken 2021.

Waller, C.J. (2021) "Treasury–Federal Reserve Cooperation and the Importance of Central Bank Independence", anförande den 29 mars, tillgängligt på [Speech by Governor Christopher J. Waller on Treasury–Federal Reserve cooperation and the importance of central bank independence](#).

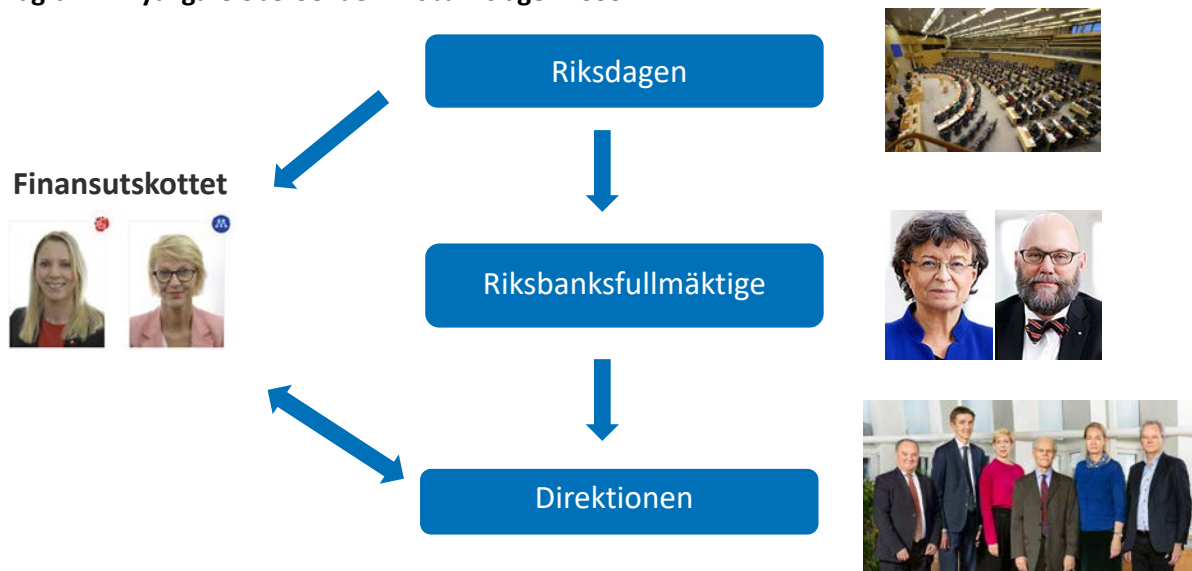
Wollert, S. (2020), "Svenska företagsobligationer under coronapandemin", Staff memo, oktober, Sveriges riksbank.

## Diagram

Diagram 1. Riksbankens oberoende

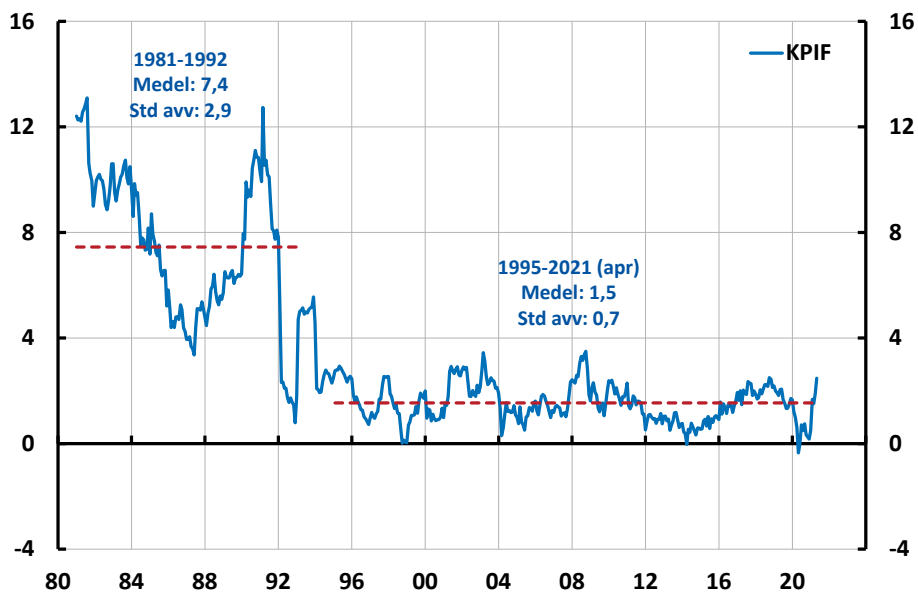


Diagram 2. Tydligare oberoende i riksbankslagen 1999



### Diagram 3. Lägre inflation sedan inflationsmålet infördes

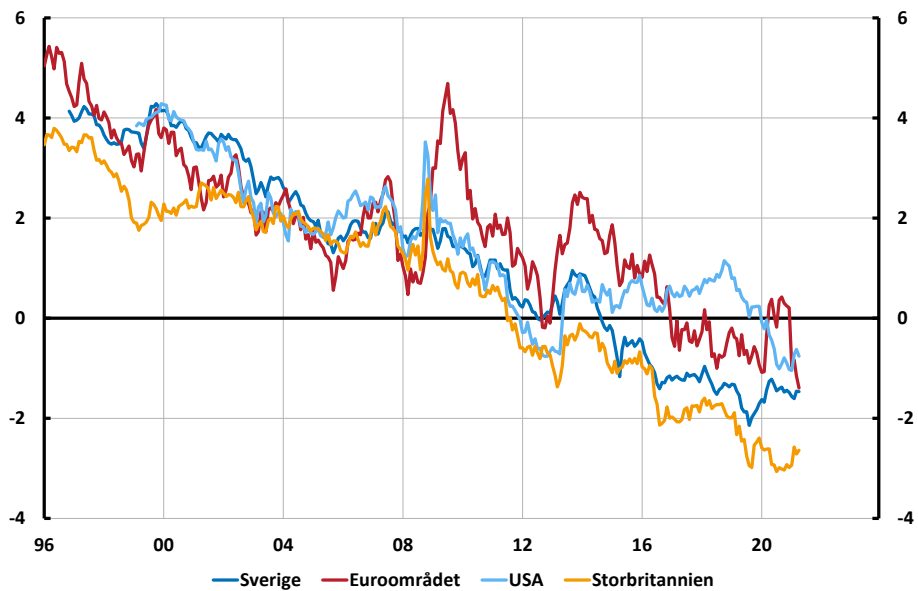
KPI, årlig procentuell förändring



Källa: SCB

### Diagram 4. Fallande realräntor

Procent

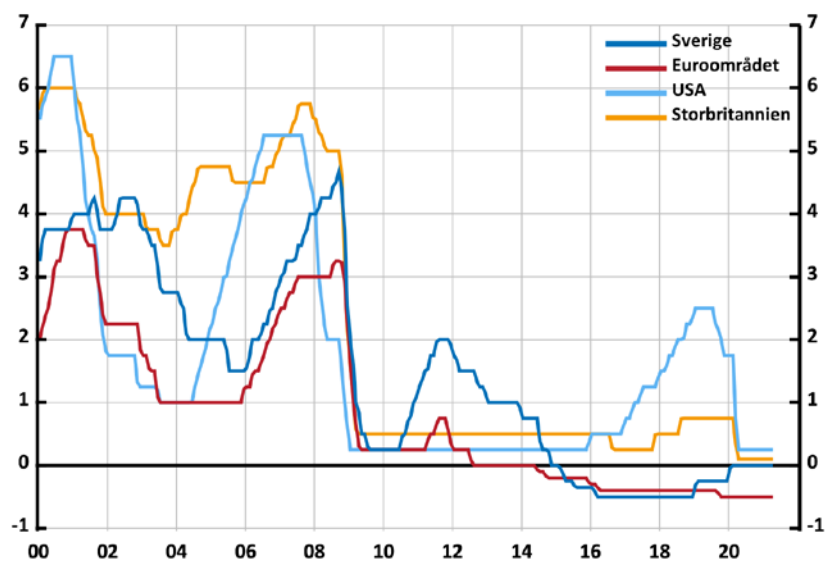


Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken



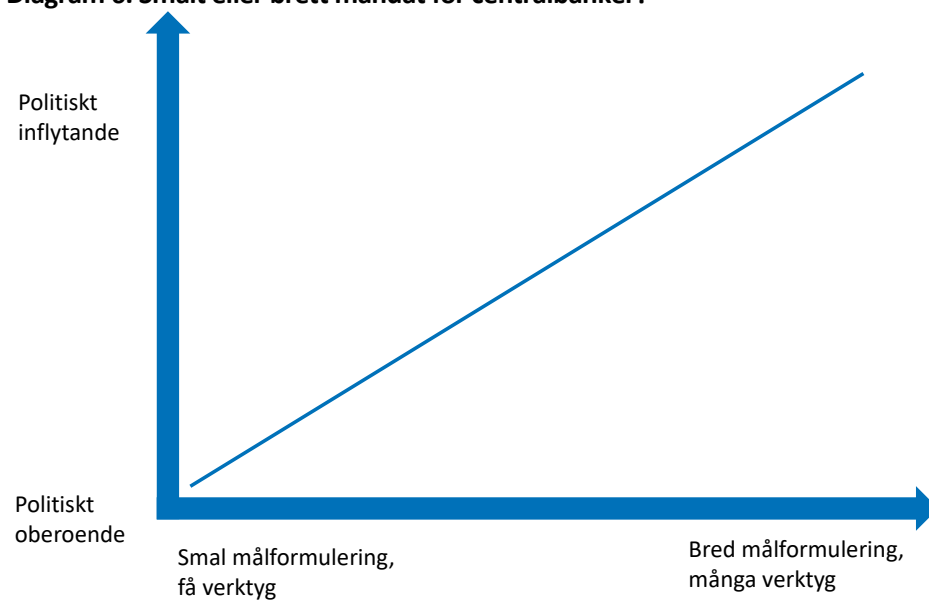
**Diagram 5. Styrräntor**

Procent

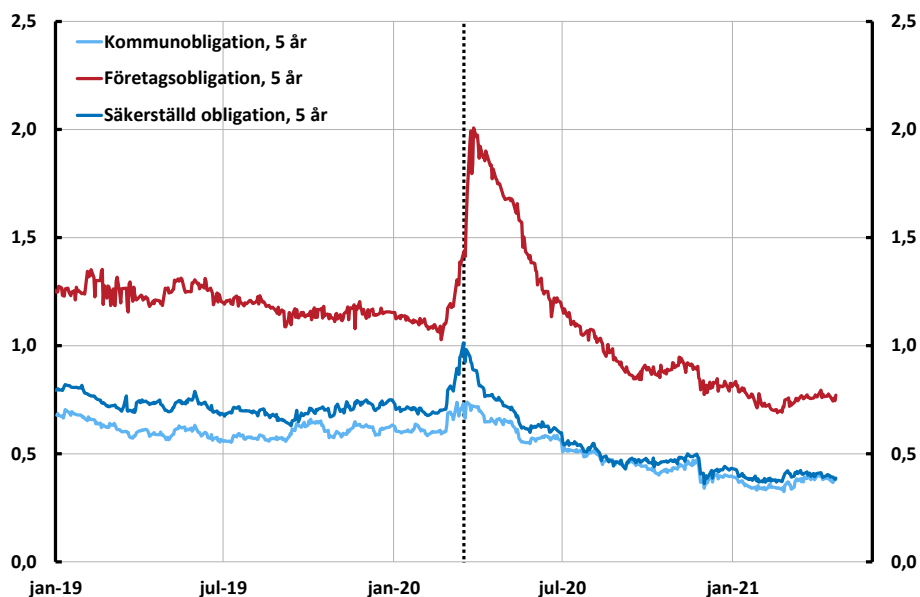


Källor: Nationella centralbanker, Reuters och Riksbanken

**Diagram 6. Smalt eller brett mandat för centralbanker?**



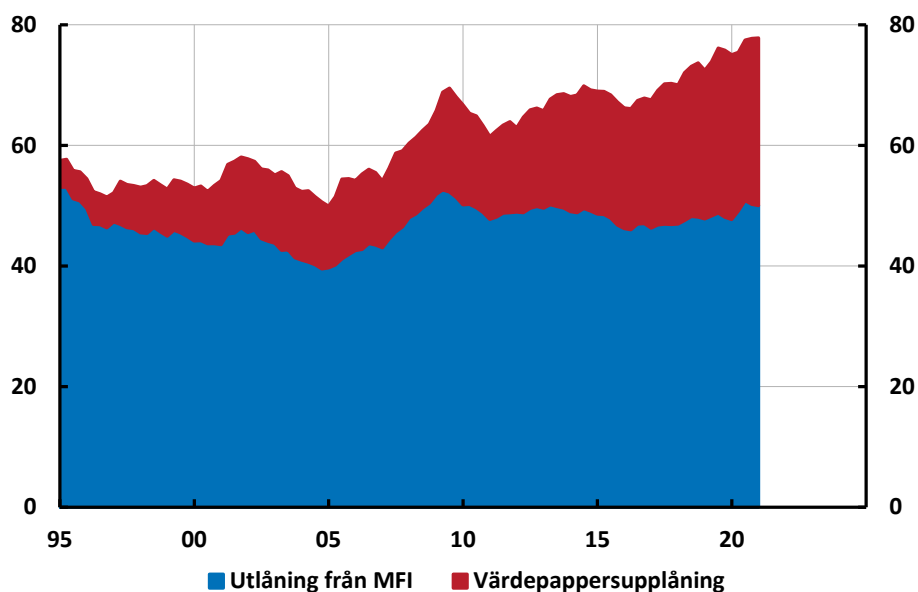
**Diagram 7. Ränteskillnad mellan olika obligationsslag och statsobligationer i Sverige**  
Procentenheter



Anm. Räntorna på säkerställda obligationer, företagsobligationer och statsobligationer är nollkupongräntor beräknade med Nelson-Siegel-metoden. Företagsobligationer avser företag med ett högt kreditbetyg. Kommunobligationerna är utgivna av Kommuninvest i Sverige AB. Streckad linje markerar 2020-03-16 då direktionen beslutade att utöka köpen av tillgångar till att omfatta kommunobligationer och säkerställda obligationer. Källor: Bloomberg, Macrobond, Refinitiv och Riksbanken.

**Diagram 8. Upplåning hos icke-finansiella företag**

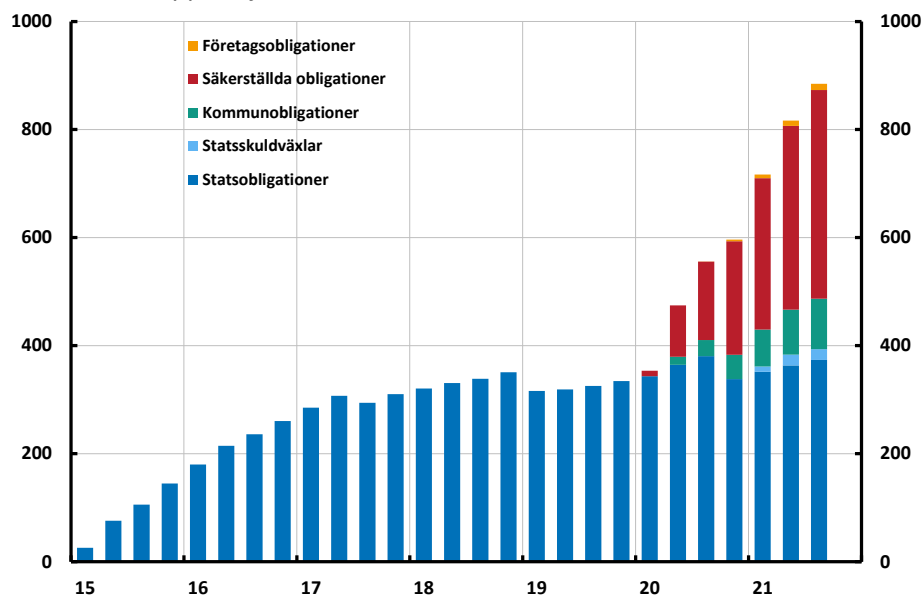
Procent av BNP, kvartalsdata



Anm. Innefattar värdepappersupplåning i både svenska kronor och utländsk valuta. Källor: SCB och Riksbanken

### Diagram 9. Riksbankens innehav av värdepapper uppdelat på tillgångsslag

Nominellt belopp, miljarder kronor

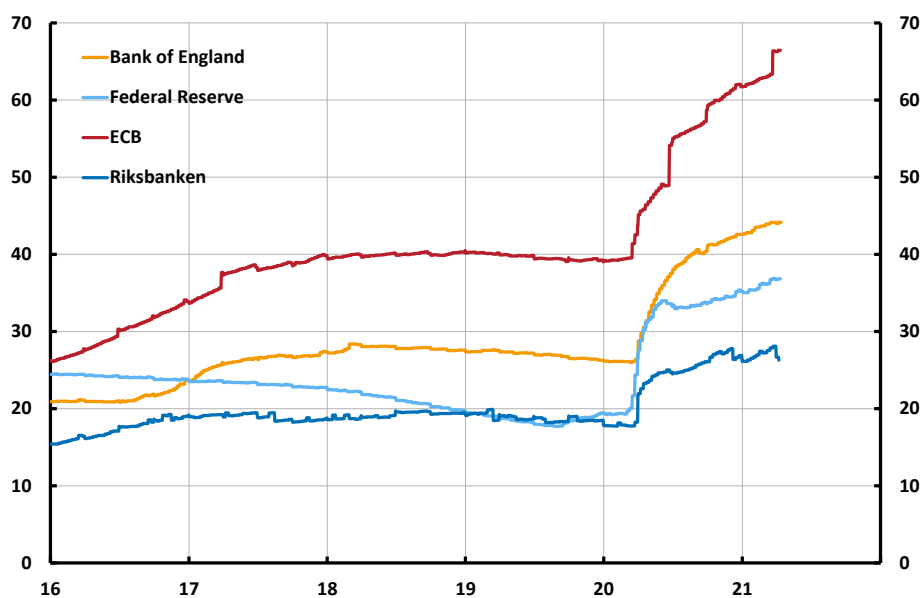


Anm. Innehav av värdepapper, exklusive företagscertifikat, utgivna i svenska kronor. För andra och tredje kvartalet 2021 visas innehav efter beslutade köp.

Källa: Riksbanken

### Diagram 10. Centralbankers balansomslutning

Procent av BNP

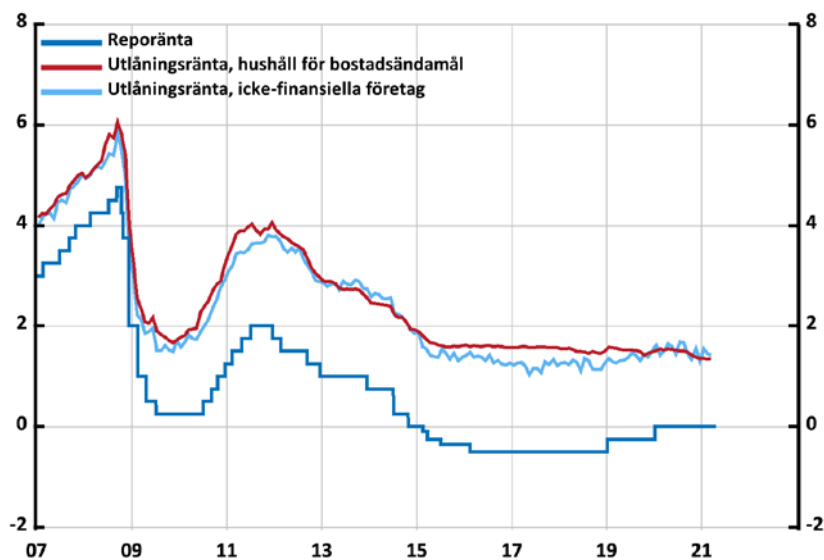


Anm. BNP beräknas som summan av innevarande kvartal och de tre föregående kvartalen. För det/de kvartal som BNP ännu inte publicerats används den senast publicerade BNP-statistiken.

Källor: Bank of England, Macrobond och Riksbanken

**Diagram 11. Reporänta samt genomsnittlig utlåningsränta till hushåll och företag, nya och omförhandlade lån**

Procent

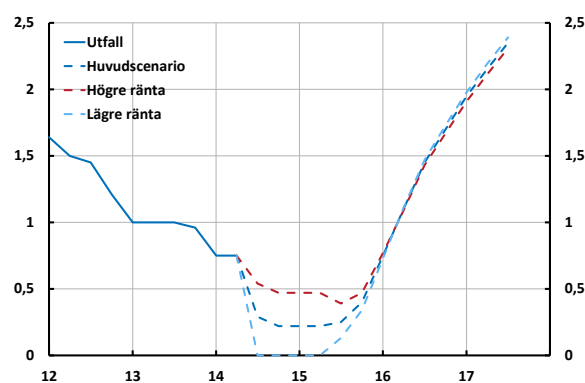


Anm. Utlåningsräntan är volymviktade medelvärden av monetära finansiella instituts utlåning på samtliga löptider.

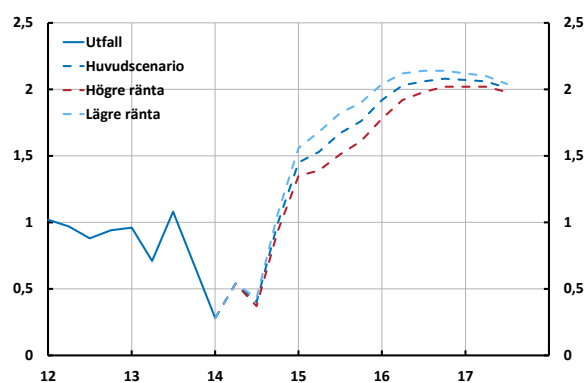
Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 12. Scenarier med 0,25 procentenhets högre och lägre reporänta under 4 kvartal från den penningpolitiska rapporten, juli 2014.**

Alternativa räntebanor



KPIF



Anm. Procent respektive årlig procentuell förändring. Kvartalsmedelvärden.

Källor: SCB och Riksbanken.