



# ANFÖRANDE

DATUM: 2023-05-23  
TALARE: Riksbankschef Erik Thedéen  
PLATS: Nationalekonomiska Föreningen, Stockholm

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

## Kopplingarna mellan penningpolitik, finansiell stabilitet och finanspolitik<sup>1</sup>

Jag vill börja med att tacka för inbjudan. Att få tala inför Nationalekonomiska föreningen är något jag sett fram emot, eftersom det är ett tillfälle för mig att diskutera något ämne lite mer på djupet. Idag tänkte jag dock blanda några dagsaktuella ämnen – den höga inflationen och risker i det finansiella systemet – med en mer principiell diskussion om kopplingarna mellan penningpolitik, finansiell stabilitet och finanspolitik. Avslutningsvis ska jag också säga något om hur jag ser på de penningpolitiska verktygen.

### Mina huvudbudskap

Inflationen är sedan en tid tillbaka alldeles för hög både i Sverige och i omvärlden. Det är viktigt att inflationen snabbt faller tillbaka till målet på 2 procent. Vi behöver ha låg och stabil inflation för att trygga förtroendet för inflationsmålet och en god ekonomisk utveckling. Vår senaste bedömning är att inflationen kommer att vara nära målet nästa år, men det är naturligtvis svårt att veta och ny information om utvecklingen kommer – som alltid – att vara avgörande för penningpolitiken framöver.

Våren har varit orolig på de finansiella marknaderna. Banker i både USA och Schweiz har drabbats av stora problem, vilket tvingade myndigheterna till långtgående ingripanden för att undvika en finansiell kris. Ännu en gång har vi fått bekräftat hur beroende vi är av att finansiella institutioner fungerar och hur finansiella problem i en del av världen lätt sprider sig till andra delar av världen. En konsekvens av detta blir antagligen att de globala standarderna för finansiell reglering kommer att behöva ändras på flera punkter.

---

<sup>1</sup> Tack till Magnus Jonsson och Jonas Niemeyer för hjälp med att förbereda talet och Stefania Mammos för hjälp med data och diagram. Tack också till Björn Andersson, Mikael Apel, Hanna Armelius, Aino Bunge, Charlotta Edler, Mattias Erlandsson, Frida Fallan, Martin Flodén, Rebecka Hallerby, Iida Häkkinen Skans, Jens Iversen, Gustaf Lundgren, Marianne Nessén, Christina Nordh-Berntsson, Åsa Olli Segendorf, Marianne Sterner, Ulf Söderström och Anders Vredin för värdefulla synpunkter samt Elizabeth Nilsson för översättningen.

Penningpolitik och åtgärder för att främja finansiell stabilitet är ömsesidigt beroende av varandra. Om det finansiella systemet inte är stabilt hotas prisstabiliteten och utan ett stabilt penningvärde hotas den finansiella stabiliteten. När inflationen är hög samtidigt som det finns risker i det finansiella systemet – som i Sverige i stor utsträckning beror på de stora privata skulderna hos hushåll och företag – kan det öka risken för ”finansiell dominans”, det vill säga att hänsynen till risker i det finansiella systemet begränsar penningpolitikens möjligheter att bekämpa inflationen och att trovärdigheten för inflationsmålet därmed undergrävs. Jag anser inte att finansiell dominans är ett problem i dagsläget, men man kan inte utesluta att en sådan situation kan uppstå någon gång framöver. Därför behöver vi kontinuerligt bevaka utvecklingen och vidta åtgärder för att så inte ska ske.

Riksbanken ansvarar för att inflationsutvecklingen är stabil, medan ansvaret för finansiell stabilitet är delat mellan Finansinspektionen, Riksbanken, Riksgälden och Finansdepartementet. Ansvaret för makrotillsynen ligger hos Finansinspektionen. Ett av dess syften är att begränsa finansiella obalanser, men även penningpolitiken har effekter på finansiella obalanser.

Makrotillsynsverktygen är särskilt effektiva när man vet var riskerna i det finansiella systemet byggs upp – till exempel en alltför hög privat skulduppbyggnad – men när räntorna är låga under lång tid kan det vara svårt att veta var i systemet de främsta riskerna ligger. I vissa lägen kan det därför vara rimligt att använda styrräntan som ett komplement till makrotillsynen, eftersom styrräntan påverkar de finansiella marknaderna brett.

Det pågår en diskussion inom såväl akademien som centralbanksvärlden om i vilken utsträckning penningpolitiken bör motverka att risker byggs upp i det finansiella systemet. Det är en intressant och viktig diskussion som jag följer, men jag vill inte tillhöra något läger i den diskussionen. Det verkar dock rimligt att i vissa lägen använda även penningpolitiken när stora risker byggs upp i det finansiella systemet. Förutsättningen är förstås att inflationsmålets trovärdighet inte påverkas och att det sker när övrig politik för att värna den finansiella stabiliteten inte fullt ut lyckas begränsa riskerna. Det är alltså i undantagsfall; i de flesta lägen faller det förebyggande arbetet för att värna finansiell stabilitet på andra politikområden än penningpolitiken.

Penningpolitik och finanspolitik är också ömsesidigt beroende av varandra. Stabila statsfinanser är nödvändiga för prisstabiliteten och för att undvika statsfinansiell dominans, det vill säga en situation där finanspolitiken ”dominerar” penningpolitiken i bemärkelsen att det är finanspolitiken som bestämmer inflationen. Risken för detta i Sverige är för närvarande liten, bland annat för att vi har ett finanspolitiskt ramverk som är utformat för att hålla statens skuldsättning på hanterbara nivåer.

Finanspolitiken påverkar också Riksbankens möjligheter att uppnå inflationsmålet på kortare sikt. Om finanspolitiken är expansiv när inflationen är för låg och åtstramande när inflationen är alltför hög kan den bidra till att Riksbanken lättare uppnår inflationsmålet. Det kan även finnas perioder när finanspolitikens utformning gör det svårare att uppnå inflationsmålet. En stram finanspolitik kan ha bidragit till Riksbankens problem med att få upp inflationen i efterdyningarna av den globala finanskrisen.

Riksbankens självständighet är viktig för att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Men det hindrar inte att vi kan och bör kunna ha ett informationsutbyte om frågor som är relevanta för penningpolitiken och dess måluppfyllelse med exempelvis finansutskottet och finansdepartementet. Det kan till exempel handla om hur vi ser på resursutnyttjandet i Sverige och omvärlden. Hur sparande och konsumtion utvecklas och varför. Vilka störningar i makroekonomin som är varaktiga respektive tillfälliga eller hur effekter av större störningar i ekonomin ska analyseras, som till exempel vid pandemin.

Styrräntan bör vara penningpolitikens huvudsakliga verktyg och värdepappersköp bör göras med försiktighet. Sådana köp är framför allt verkningsfulla för att motverka finansiella kriser. Värdepappersköp i form av statsobligationer kan vara motiverade i tider när penningpolitiken behöver bli mer expansiv, tröskeln för omfattande köp av obligationer för att värna inflationsmålet bör dock vara hög.

Värdepappersköp kan få negativa sidoeffekter som man bör vara observant på. Det kan handla om att marknaderna börjar fungera sämre eller att privata aktörer, vars värdepapper köps av centralbanken, kan vänja sig vid att det alltid finns någon typ av statligt stöd att räkna med när man gör dåliga affärer. Dessutom är det fortfarande oklart vilka de ekonomiska konsekvenserna blir av stora värdepappersköp. Vi behöver därför mer analys av och kunskap om effekterna. Med detta sagt, vill jag ändå understryka att värdepappersköp ska finnas kvar i vår verktygslåda.

## Hög inflation

Det kan inte ha undgått någon att inflationen är mycket hög just nu. Skiftet från den tidigare låga inflationen gick fort och överraskade både oss och andra prognosmakare. Den höga inflationen har flera och globala orsaker. En uppdämd efterfrågan och ett snabbt skift från tjänster till varor medförde svårigheter att anpassa utbudet på kort sikt. Detta i kombination med finanspolitiska och monetära stimulanser drev upp priserna. Den snabba ekonomiska återhämtningen efter pandemin drev upp priserna på råvaror, insatsvaror och transporter i ett läge när produktionen ännu inte hade återhämtat sig. Rysslands invasion av Ukraina drev upp priserna på energi, spannmål och andra jordbruksprodukter. Energipriserna spred sig sedan vidare till priserna på transporter och andra insatsvaror.

En fråga man kan ställa sig är om vi kommer att återgå till den miljö med låg inflation och låga räntor som präglade ekonomin innan pandemin. Vår bedömning är att inflationen kommer att falla tillbaka snabbt under 2023 och att den nästa år kommer att vara runt 2 procent, se diagram 1. De långsiktiga inflationsförväntningarna så som de mäts i enkätundersökningar ligger strax över 2 procent, vilket ger stöd åt vår bedömning, se diagram 2. Osäkerheten är dock stor och oförutsedda händelser inträffar alltid. Vi vet inte heller om flera år med hög inflation har påverkat företagens prissättningsbeteende. Dessutom finns risken att det försämrade geopolitiska läget kan komma att påverka de ekonomiska förutsättningarna i grunden under en lång tid framöver.

Globaliseringen med ökad handel och rörlighet mellan olika länder har varit ett skäl till att vi fått en gynnsam ekonomisk utveckling med bland annat låga och stabila räntor och låg inflation.<sup>2</sup> Om konflikterna i världen skulle få till följd att globaliseringen bromsar in får det sannolikt negativa konsekvenser både för Sverige och för den globala ekonomin. Om handeln minskar och rörligheten för arbetskraft och kapital försämras blir förutsättningarna för ekonomisk tillväxt också sämre. Mer protektionism innebär långsammare utveckling inom exempelvis informations- och kommunikationsteknologin, en sektor som har varit en stark drivkraft bakom omvandlingstrycket och produktivetsförbättringarna i olika delar av ekonomin. Flera av de faktorer som dämpat pristrycket de senaste decennierna riskerar alltså att minska i betydelse framöver.

## Riskerna ökar i det finansiella systemet

Trots den globala finanskrisen 2007-2010 och pandemi 2020-2022 har BNP ökat betydligt under de senaste decennierna. Högre inkomster och förmögenheter har också lett till att den finansiella sektorn blivit en större och viktigare del av ekonomin. Vidare har den snabba tekniska utvecklingen i kombination med globaliseringen banat väg för nya aktörer och tjänster inom ramen för vad som brukar kallas FinTech. Detta är i grunden positivt, men utvecklingen har också medfört att det finansiella systemet utsatts för nya risker samtidigt som många mer traditionella risker finns kvar. Bankkollapserna i USA och Schweiz är konkreta exempel på detta.

### Bankkollapser i USA och Schweiz

Bankkollapserna i USA och Schweiz under mars månad skapade en osäkerhet på de globala finansiella marknaderna. För att förstå denna utveckling är det viktigt att analysera de grundläggande problemen. De är till stor del välkända. Det finns dock också ett antal nya inslag som kan förvärra de välkända problemen och som behöver analyseras vidare. Vi vill undvika att problem i banksektorn på ett ställe sprider sig vidare till andra delar av det finansiella systemet eller till andra länder. Samtidigt måste banker som har allvarliga problem kunna avvecklas i ordnade former.

Det är viktigt att lära sig av kriser. Det vi nu har sett gör att jag tror att vi kommer att behöva ändra viss reglering. Det finansiella regelverket styrs till mycket stor del av globala standarder så det är där man måste börja analysen. De framtida överenskommelser som man kommer fram till på global nivå kommer också att tydligt påverka reglerna i EU och därmed i Sverige.

Låt mig nu först fokusera på de problem som är mer välkända och därefter återkomma till det som jag ser som nytt. I någon mening kan man nog tala om den finansiella sektorn *före* och *efter* kraschen i Silicon Valley Bank. Jag tror att den kan bli en vattendelare i synen på utformningen av viss finansiell reglering.

---

<sup>2</sup> Se till exempel diskussionen i Federal Reserve Bank of St. Louis (2022).

## Banker är viktiga

Banker är helt centrala i ekonomin. Utan dem får hushåll och företag svårt att betala. I stort sett alla betalningar idag är beroende av olika tjänster som bankerna tillhandahåller. Utan banker får hushåll och företag också svårt att låna och hantera sina finansiella risker. Traditionell teori pratar ofta om bankernas tre centrala funktioner: för det första att förmedla betalningar, för det andra att fördela krediter i ekonomin och därmed omvandla likvid inlåning till illikvid utlåning och för det tredje att underlätta hushållens och företagens riskhantering. Ett välfungerande banksystem är därför en viktig motor som främjar ekonomisk tillväxt.

Sedan avregleringen av finansmarknaderna på 1980-talet har den finansiella sektorn också blivit effektivare och detta har bidragit till att öka välfärden i många länder, inte minst i Sverige. Samtidigt har riskerna ökat i takt med att den finansiella sektorn har vuxit.<sup>3</sup> Den oro vi har sett under våren understryker det jag noterade tidigare, att penningpolitik och finansiell stabilitet är ömsesidigt beroende av varandra. Jag återkommer strax till penningpolitiken, men givet utvecklingen under våren är det naturligt att ta ett avstamp i de bankproblem som vi har sett och vad de betyder.

## Bankverksamhet innebär risker

Det som hände i USA och Schweiz i mars visar återigen att bankernas verksamhet innebär risker för hela samhällsekonomin. Detta är inget nytt. Risken för uttagsanstormningar är välkänd. Sådana händelser har inträffat många gånger i historien. De finns också väl förklarade i den vetenskapliga litteraturen.<sup>4</sup> Grundproblemet är att banker har en inneboende instabilitet.

Som insättare vill jag veta att jag alltid kan ta ut de 1000 kronor jag satte in. Det beror på att de flesta av oss använder dessa insättningar till att sköta våra betalningar och då måste vi veta dels att det nominella beloppet inte kan sjunka, dels att pengarna är omedelbart tillgängliga. Detta skiljer banksättningar från till exempel andelar i fonder. De senare kan också vara omedelbart tillgängliga men fondandelarna varierar i värde beroende på hur värdet på tillgångarna varierar. Insättningarna i banker är dock både likvida och nominellt bestämda.

För banken innebär detta att finansieringen är flyktig. Samtidigt är stora delar av bankens tillgångar låsta på längre sikt, det vill säga illikvida. Vi som lånar av banken vill veta att vi får betala tillbaka lånet enligt en avbetalningsplan och inte kan krävas på återbetalning när som helst.

Vi ska alltså kunna begära att få ut våra insättningar när som helst men banken kan inte begära att få tillbaka sina pengar – ditt lån – annat än enligt plan. Banken erbjuder därigenom likviditet till hushåll och företag genom att tillhandahålla likvida insättningar och illikvida lån. För banken skapar detta ett likviditetsproblem.

---

<sup>3</sup> Se till exempel Rajan (2005) för en tidig referens.

<sup>4</sup> Douglas Diamond och Philip Dybvig fick Nobelpriset i ekonomi 2022 tillsammans med Ben Bernanke. Diamond och Dybvigs viktigaste bidrag var den modell av uttagsanstormningar som de publicerade 1983, se Diamond och Dybvig (1983).

Ytterligare ett problem här är att bankens tillgångar kan vara svåra att värdera för en utomstående. Detta gör att bankens finansiella situation till mycket stor del beror på vilket förtroende som kunderna har för den. En bank bygger förtroende genom att ha gott om eget kapital, god intjäning, låga kreditförluster och en god likviditet. Och inte minst viktigt: en sund kultur där riskhantering är centralt.

Just förtroendet är A och O för en bank, men förtroendet kan också snabbt försvinna. Om så skulle ske, är risken stor att insättarna och andra finansiärer snabbt vill ta ut sina pengar. Risken är att de insättare som kommer först kan få ut sina pengar medan de som kommer senare blir utan, eftersom bankens likvida medel då är slut. Just detta är grunden till att uttagsanstormningar kan uppstå. Det kan också leda till att andra finansiärer snabbt drar tillbaka sin finansiering.

Om banken är dålig bör den självklart avvecklas. Problemet är att det är svårt att se om en bank är dålig eller inte, så uttagsanstormningar kan förekomma även mot bra banker. Erfarenheten visar också att även dåliga banker bör avvecklas i ordnade former. Det finns flera orsaker till detta. En orsak är det som jag just nämnde: att banker är mycket beroende av sitt förtroende och att de är svåra att värdera. Problem i en bank kan därför lätt underminera förtroendet för andra banker. Spridningsriskerna är alltså betydande. Dessutom är ett vanligt konkursförfarande sällan en bra lösning för banker, eftersom banker är centrala för just betalningar och ett första steg i ett konkursförfarande oftast är att man ställer in betalningarna.

Oavsett om en bank är livskraftig eller inte kan den utsättas för bankrusningar. Jag vill inte bedöma livskraften hos de nu aktuella bankerna, men det är uppenbart att några banker i USA och i en bank i Schweiz varit utsatta för en bankrusning. Kunderna tappade förtroendet och ville omgående ta ut sina pengar. Det uppstod en osäkerhet om huruvida bankerna skulle kunna överleva. Denna osäkerhet kan få en bank på fall, oavsett om den är välgrundad eller ogrundad. Den 9 mars tog insättarna i Silicon Valley Bank ut mer än 40 mdr dollar under en dag.<sup>5</sup> Det motsvarade 19 procent av dess totala tillgångar, eller 23 procent av dess insättningar. Dessutom räknade banken själv med att uttagen skulle bli cirka 100 mdr dollar nästa dag. Ingen bank klarar en sådan uttagsanstormning utan hjälp. Detta är inget nytt.

## Banker behöver regleras

Just eftersom bankerna är så viktiga för ekonomin och samtidigt är så genuint instabila, måste de lyda under omfattande regelverk och tillsyn. Efter den globala finanskrisen 2007-2010, när flera banker fick problem, skärptes de globala standarderna för banker, bland annat genom Basel III och FSB:s resolutionsramverk. Min bedömning är att de problem som vi såg i mars i år inte spred sig riktigt lika mycket som de hade gjort om Basel III inte hade införts. Bankerna har idag mer kapital och mer likviditet och är därför bättre rustade att stå emot olika former av

---

<sup>5</sup> Se Board of Governors of the Federal Reserve System (2023).

störningar.<sup>6</sup> Det bör dock påpekas att Basel III inte är fullt genomfört ännu.<sup>7</sup> Förhandlingar pågår för närvarande om hur de sista delarna av Basel III ska införas i EU och en del av förslagen innebär mindre strikta regler än de som anges i Basel-standarderna. Jag vill här passa på att betona vikten av att alla Basel-standarderna införs fullt ut, i tid och på ett konsekvent sätt i alla länder, även inom EU. Även om händelserna i mars inte drabbade EU speciellt hårt måste vi dra lärdomar av vad som har hänt i andra delar av världen. Det är viktigt för att riskerna inte ska materialiseras även i vår del av världen.

Vad är då nytt i dagens situation och hur står sig de existerande globala standarderna för bankreglering mot denna bakgrund? Allra först vill jag betona att jag inte i första hand talar om situationen eller regelverket i Sverige utan mer om de globala standarderna eftersom det är dem som det nu ställs frågor om. Men – och det är viktigt – de är grunden för regelverket i EU och därmed även i Sverige. Jag vill också poängtera att det är för tidigt att dra definitiva slutsatser av de störningar vi har sett. Flera myndigheter och globala organisationer håller på att analysera händelserna och jag vill inte föregripa de analyserna eller deras slutsatser. Det kommer också troligen att ta flera år att komma överens om hur de globala standarderna bör förändras. Men jag vill ändå idag lyfta fram tre frågor som jag tror kommer att prägla den globala regleringsdebatten framöver och ge min preliminära syn på dem. Det gäller insättningsgarantin, resolutionsramverket och kraven på bankerna. Frågorna är högst relevanta också i Sverige.

## Insättningsgarantin behöver ses över

Låt mig börja med den kanske viktigaste, svåraste och mest relevanta delen, insättningsgarantin. Fyller den sin funktion idag eller behöver den förändras?

De allra flesta länder har någon form av insättningsgaranti, som vanligtvis täcker hela insättningen upp till ett visst belopp. I Sverige gäller den hela beloppet, upp till 1 050 000 kronor per insättare och bank. Tanken är att sparare ska känna sig trygga även om banken skulle få problem. Därmed ska risken för uttagsanstormningar minska, vilket är viktigt för att främja finansiell stabilitet. Ur ett samhällsekonomiskt perspektiv finns det en "trade-off" här. Vi vill minska risken för uttagsanstormningar genom en insättningsgaranti. Men vi vill också undvika att bankerna tar för stora risker. En viktig uppgift för fordringsägarna i ett företag är att påverka företaget att undvika ett alltför stort risktagande. Det gäller alla företag. Problemet med insättningsgarantin är att om den gäller alla insättare – och i förlängningen alla fordringsägare – så ökar sannolikheten att banken tar för stora risker, det som brukar kallas moralisk risk (moral hazard).

Det gäller därmed att hitta rätt avvägning mellan att å ena sidan garantera insättningar för att undvika en uttagsanstormning och å andra sidan se till att fordringsägarna ger banken incitament att undvika för stora risker. Vissa mindre svenska banker finansierar sig nästan uteslutande via garanterad inlåning. Det gör att det i praktiken finns få fordringsägare som kan påverka banken i riskminskande riktning, och då ökar sannolikheten att dessa banker tar stora risker. Konsekvensen

---

<sup>6</sup> Det framgår bland annat av utvärderingen av Basel III-reformerna, se Basel Committee on Banking Supervision (2022).

<sup>7</sup> De amerikanska bankerna som fick problem behövde inte ens uppfylla alla delar av Basel-regelverket.

blir i så fall också att dessa banker kan ta ut högre räntor och därmed även erbjuda högre räntor till småsparare som i sin tur känner sig skyddade av insättningsgarantin. I den mån detta förekommer, kan det tolkas som att insättningsgarantin i praktiken subventionerar riskfylld utlåning, vilket vore olyckligt. Bilden kompliceras dock av att mindre banker bidrar positivt genom att öka konkurrensen på bankmarknaden. Större banker kan också vara för stora för att myndigheterna ska låta dem gå omkull vilket också är ett problem. Här finns svåra avvägningar att göra.

## Erfarenheterna från USA

När uttagsanstormningen i den amerikanska banken Silicon Valley Bank började var bara cirka 6 procent av dess insättningar garanterade av den amerikanska insättningsgarantin. Resten var ogaranterade insättningar, i första hand eftersom de var på större belopp. Detta är ett exempel på att insättningarna i många banker idag inte enbart kommer från småsparare. Många av dem, inklusive de svenska, finansierar sig i hög grad på de finansiella marknaderna. En del av marknadsfinansieringen sker genom direkt inlåning från finansiella aktörer och den täcks inte av någon insättningsgaranti och är normalt mycket flyktig. En annan del sker genom att banken ger ut värdepapper med en specifik löptid. Dessa är därmed inte omedelbart tillgängliga och alltså inte utsatta för samma risk som inlåningen, men här uppstår å andra sidan en refinansieringsrisk.

Uttagsanstormningen i Silicon Valley Bank tydliggjorde också att spridningseffekterna kan vara stora även när relativt sett mindre banker får problem. Silicon Valley Bank var den tjugonde största banken i USA.<sup>8</sup> Även om banken var stor med svenska mått mätt – ungefär 70 procent av Swedbanks storlek – var den liten på den amerikanska marknaden. Att även de mindre och medelstora bankerna kan ha stor betydelse ser jag som en tydlig lärdom av krisen. Som en myndighet med ansvar för finansiell stabilitet, kan vi inte bortse från sådana banker. Även om problemen uppstår i relativt lugna perioder kan de få oönskade spridningseffekter. När problemen blev akuta i Silicon Valley Bank så spreds oron snabbt till andra liknande banker. Orsaken var antagligen just att de hade liknande affärsmodell, riskprofil med mera. Det gjorde att förtroendet också för dessa banker började svikta. Spridningsriskerna blev uppenbara. En lärdom är att vi nog inte bara ska se till enskilda bankers storlek, utan också till om vissa grupper av banker liknar varandra och därmed är utsatta för liknande risker. Det gör att även mindre banker som grupp kan bli betydelsefulla för den finansiella stabiliteten.<sup>9</sup>

Nåväl, uttagsanstormningen i Silicon Valley Bank ledde till att de amerikanska myndigheterna beslöt att garantera alla insättningar i de två värst utsatta bankerna. De såg sig tvungna att göra detta för att hindra problemen från att sprida sig.

---

<sup>8</sup> I termer av totala tillgångar, se FDIC <https://banks.data.fdic.gov/bankfind-suite/financialreporting>.

<sup>9</sup> De globala standarderna gäller bara större internationellt aktiva banker. Vilka regleringar som gäller mindre inhemska banker varierar mellan olika länder. I EU gäller i huvudsak samma regleringar för alla banker, men så är det till exempel inte i USA.



Uttagsanstormningen i de amerikanska bankerna gick också mycket fort. Den tekniska utvecklingen gör att insättare med några få knapptryck kan flytta sina insättningar, till andra banker, till penningmarknadsfonder eller till kryptotillgångar. Sociala medier gör också att informationen sprider sig fortare än tidigare. Allt detta väcker den mycket fundamentala frågan om huruvida insättningsgarantin faktiskt fyller sitt syfte att å ena sidan ge insättarna en trygghet och minska risken för uttagsanstormningar samt, å andra sidan, minska problemen med moralisk risk. Detta är svåra avvägningar och de behöver analyseras noga.

## Vägar framåt?

Vad finns det då för vägar framåt? Jag noterar att när stora prisförändringar sker på till exempel aktiemarknaden så inför man vad som kallas "circuit breakers", det vill säga man stänger ned handeln en kort tid för att handlarna ska få möjlighet att omvärdera situationen. Jag är inte övertygad om att detta tillvägagångssätt går att applicera på banker, men kanske skulle det fungera om en större andel av inlåningen var tidsbestämd så att insättarna inte har rätt att ta ut dem förrän vid förfall. En större ränteskillnad mellan vanliga inlåningskonton och konton med en fast löptid kanske skulle få fler insättare att välja det senare alternativet. Den förre brittiska centralbankschefen Mervyn King lanserade nyligen en mer drastisk idé, att en bank måste ha mer tillgångar som kan användas som säkerheter i centralbanken än vad den har sådana skulder (inklusive insättningar) som snabbt kan flöda ut.<sup>10</sup> På det sättet skulle centralbankerna alltid kunna gripa in och bankerna alltid ha tillräcklig tillgång till likvida medel. Admati med flera noterar i ett svar att konsekvensen blir att myndigheterna håller även dåliga banker under armarna vilket skulle förstärka moral hazard problemen och leda till att de banker som faktiskt borde läggas ned inte gör det.<sup>11</sup> Risken är att vi får så kallade zombibanker, och det skulle få negativa effekter på tillväxt och effektivitet. Under alla förhållanden tror jag att insättningsgarantins flyktighet är en fråga som lagstiftare och reglerare världen över behöver analysera närmare.

## Även resolutionsramverket behöver ses över

Den andra frågan gäller resolutionsramverket. Detta infördes efter den globala finanskrisen och det uttryckliga syftet är att göra det möjligt att avveckla en systemviktig bank i ordnad form. Tanken är att det i första hand är aktieägarna och i andra hand obligationsinnehavarna som ska bära förlusterna. Offentliga medel ska inte behöva användas. Genom att låta obligationsinnehavarna bära potentiella förluster minskar man också problemen med moralisk risk. Så om man kan använda ett effektivt resolutionsramverk som det är tänkt så minskar man de problem som insättningsgarantin skapar.

Problemen i mars i Credit Suisse ledde till att banken togs över av UBS och det skedde på initiativ av myndigheterna med hjälp av en offentlig garanti och utan att resolutionsramverket användes. Dessutom skrevs värdet på vissa obligationer – så kallade AT1-instrument – ned utan att aktieägarna fick bära alla förluster

---

<sup>10</sup> Se King (2023).

<sup>11</sup> Se Admati, Hellwig och Portes (2023).

först. Detta är första gången någonsin en stat tvingas ingripa i en bank som definieras som globalt systemviktig för att undvika att den fallerar. Åtgärden från de schweiziska myndigheterna framstår som lämplig men det faktum att de valde att inte använda resolutionsramverket väcker frågan om inte de globala standarderna för detta ramverk behöver modifieras på något sätt. Hanteringen av de AT1-instrument Credit Suisse hade gett ut väcker också frågan om vilken roll dessa instrument bör ha både vid ett bankfallissemang och mer generellt i kapitaltäckningsregelverket.

Resolution av krisande banker är en central del av det regelverksreformer som kom på plats efter den globala finanskrisen. Men kan det vara så att ramverket uppfattas som så komplicerat att det inte ter sig användbart när krisen väl inträffar? Här finns det all anledning att ha en fortsatt global diskussion kring det nuvarande regelverket och hur vi samtidigt kan behålla fördelarna och göra det mer flexibelt och praktiskt användbart. Möjligen kan EU-kommissionens nyligen presenterade förslag bidra.<sup>12</sup> Ett syfte är att myndigheter lättare ska kunna använda resolutionsverktyget även för mindre banker. Förslaget innebär bland annat att myndigheterna aktivt ska kunna använda medlen i insättningsgarantifonderna till att underlätta resolutionen. Det återstår dock att analysera det förslaget mer i detalj.

## Kraven på bankerna behöver förstärkas

Den tredje frågan gäller vilka krav vi ska ställa på bankerna. Här finns det flera lärdomar. En del kan tyckas detaljerade men de har stor bäring på bankernas verksamhet och de risker de tar. Låt mig fokusera på tre av dessa lärdomar.

En lärdom från uttagsanstormningen i Silicon Valley Bank är att insättningarna inte alltid är så trögrörliga som många antog tidigare. Det har betydelse för de likviditetsregler banker måste följa. Efter finanskrisen 2008 tog Baselkommittén fram nya globala standarder för detta. En del av Basel III-överenskommelsen var att länder skulle införa två likviditetsmått, LCR och NSFR. LCR-regelverket gör antaganden kring hur olika typer av skulder flödar ut ur en bank och hur stabil olika former av finansiering är. Insättningar antas normalt vara trögrörliga. Nu uppstår frågan om de utflöden som antas i LCR-regelverket är rimliga med tanke på de utflöden vi såg i detta fall. Jag tror att vi behöver anta att insättningar, speciellt ogaranterade insättningar, är flyktigare än vad vi tidigare trodde. Baselkommittén kan därför behöva se över standarderna för LCR och NSFR.

En annan lärdom är att Silicon Valley Bank inte tog tillräcklig hänsyn till sina ränterisker. Här vill jag betona betydelsen av att alla banker – även i Sverige – tar höjd för de risker som ränteförändringar kan medföra. 30 år av låga räntor har bidragit till att öka riskerna i det finansiella systemet. Hushåll och företag i många länder har stora skulder samtidigt som priserna på bostäder, kommersiella fastigheter och finansiella tillgångar är höga. De kraftiga och snabba globala ränteuppgångar som vi har upplevt under det senaste året gör att ränteriskerna har aktualiserats

---

<sup>12</sup> Se EU kommissionen (2023), [https://finance.ec.europa.eu/publications/reform-bank-crisis-management-and-deposit-insurance-framework\\_en](https://finance.ec.europa.eu/publications/reform-bank-crisis-management-and-deposit-insurance-framework_en).

allt mer. I nuvarande globala standarder uppmanas tillsynsmyndigheter att ta hänsyn till ränterisken inom ramen för tillsynsprocessen, det som kallas Pelare 2. Konsekvensen är att dessa risker hanteras mycket olika i olika länder, och potentiellt även mellan olika banker. Finansinspektionen har en välutvecklad modell för att skatta dessa risker för de svenska bankerna, men, som sagt, reglerna varierar mellan olika länder. Enligt min mening finns det anledning att harmonisera en del av dessa regler.

En tredje lärdom är att redovisningsreglerna spelar stor roll. När de makroekonomiska variablerna ändras kraftigt kan skillnaden mellan värderingen av tillgångar till verkligt värde och till anskaffningsvärde bli stor. Silicon Valley Bank hade investerat stort i amerikanska långa obligationer. Eftersom de tänkte hålla dem till förfall kunde de bokföra dem till anskaffningsvärdet. När räntorna steg och obligationerna föll i pris uppstod ett problem. När banken på grund av uttagnastormningen behövde sälja obligationerna realiserade den en stor förlust vilket spädde på problemen.

Detta reser en viktig fråga om hur olika tillgångar ska bokföras. Visserligen är grunden till bankens problem att räntorna steg så snabbt men om banken hade tvingats bokföra dem till marknadsvärde så hade problemen uppdragats tidigare. Allt detta kan tyckas tekniskt men har stor betydelse för bankers kapitaltäckning, eftersom utgångspunkten i alla kapitaltäckningsregelverk är värdena enligt redovisningen. Jag har ingen tydlig åsikt om vad som ska göras här, men när tillgångar som har värderats till anskaffningsvärde måste säljas snabbt med stor förlust kan det påverka bankens överlevnadsförmåga och i förlängningen den finansiella stabiliteten och därför är det ett problem.

## Globala regler är viktiga för Sverige

Jag vill här också passa på att peka på det globala finansiella systemets komplexitet och beroenden. Bankerna är utsatta för många risker som kan vara svåra att både förstå och bevaka. Banker i de flesta länder är också beroende av andra banker och andra finansiella institut. Många av dem finns i andra länder och står därmed under tillsyn i dessa länder. Om problem uppstår, så sprider de sig idag snabbare och till fler aktörer än de gjorde för 30 år sedan. Vi såg det tydligt i mars. Den oro som skapades av bankproblemen i USA, som till en början rörde en bank som var mindre än de svenska storbankerna, gjorde att många internationella investerare blev oroliga och undrade vilken bank i världen som skulle kunna stå näst i tur. Även om många av de problem som Credit Suisse brottades med inte var nya, ledde osäkerheten på de finansiella marknaderna till att Credit Suisse akut tappade i förtroende. Detta visade sig vara förödande för banken och tvingade de schweiziska myndigheterna att agera. Min slutsats av detta är att det är viktigt för alla länder att verka för globala regler. Även den svenska finansiella stabiliteten beror till stor del på att reglerna är tillräckligt strikta i andra länder. Vi är alla beroende av det.

Denna lista på aktuella globala regleringsfrågor är på intet sätt uttömmande. Det finns fler frågor som kommer att komma upp i debatten. Till exempel pekar de amerikanska rapporterna om händelserna i mars på effekterna av att tillsynen inte

var tillräcklig.<sup>13</sup> Det reser frågor om tillsynsmyndigheternas mandat och möjlighet att faktiskt gå in och ändra bankers beslut. Det är dock oklart hur detta ska göras i praktiken och hur långt sådana befogenheter ska sträcka sig.

Några slutsatser är ändå uppenbara redan idag: Banker och andra finansiella aktörer är helt centrala i samhällsekonomin och bidrar till en bättre välfärd. Detta är viktigt. Samtidigt innebär verksamheten i bankerna risker. Om dessa problem materialiseras kan de få stora spridningseffekter och negativa externa effekter på samhällsekonomin. Därför behöver lagstiftare och myndigheter försöka ändra de nuvarande reglerna. Syftet bör vara att se till att bankerna har tillräckliga buffertar för att problemen inte ska uppstå. Syftet bör också vara att begränsa de kanaler genom vilka problemen – om de ändå uppstår – sprider sig till andra banker och finansiella aktörer. Det innebär att regelverken behöver ses över.

Jag har här pekat på några frågor, insättningsgarantin, resolutionsramverket och bankreglerna. Jag tror att det behövs en översyn av alla tre. Det är dock för tidigt att idag ange exakt vad som bör förändras och hur. Det är också viktigt när regleringen ses över att den inte enbart löser ”gårdagens” problem utan också hantlar incitamenten för risktagande framöver. Sedan ska myndigheter över hela världen också komma överens. Allt detta gör att översynen blir extra komplicerad. Oavsett vad som exakt kommer ut av detta arbete så kommer översynen att påverka de globala regleringsstandarderna och därigenom de regler som gäller i EU och därmed även i Sverige. Jag tror att vi både *behöver* se förändringar i regelverken och *kommer att få* se sådana förändringar.

## Centralbanker har ett ansvar för finansiell stabilitet – inte bara i kristider

Under 1970- och 1980-talen var inflationen hög och varierande och tillväxten var svag. Det var därför förståeligt att den så kallade inflationsmålpolitiken som många länder införde under 1990-talet hade fokus på prisstabilitet och att risker i det finansiella systemet kom i skymundan. Detta gällde även Sverige trots att vi hade haft en allvarlig finansiell kris i början 1990-talet. Ett annat skäl till att riskerna i det finansiella systemet kom i skymundan kan ha varit att avregleringarna av finansmarknaderna var nya och att man underskattade riskerna för att finansiella obalanser skulle byggas upp.

### Den globala finanskrisen belyste vikten av finansiell stabilitet

Inflationsmålpolitiken såg länge ut att fungera väl. Inflationen var låg och stabil samtidigt som tillväxten var god. De amerikanska ekonomerna James Stock och Mark Watson myntade till och med begreppet ”the great moderation” i början av 2000-talet som antydde att den ekonomiska utvecklingen hade gått in i en lugn och stabil era.<sup>14</sup> Denna era fick ett abrupt slut i och med den globala finanskrisen.

---

<sup>13</sup> Se Board of Governors of the Federal Reserve System (2023) och FDIC (2023).

<sup>14</sup> Se Stock och Watson (2002). I den internationella ekonomisk-politiska diskussionen brukar ”the great moderation” eller ”det stora lugnet” på svenska referera till perioden från mitten av 1980-talet fram till 2008. I Sverige blev den ekonomiska utvecklingen mer stabil först en bit in på 1990-talet. Se även Hansson, Nessén och Vredin (2018).

Många av de avregleringar och innovationer som hade lagt grunden till den goda ekonomiska utvecklingen, hade samtidigt bidragit till att nya risker och obalanser hade byggts upp i det finansiella systemet.<sup>15</sup>

En viktig lärdom av finanskrisen blev att finansiella obalanser kunde byggas upp även i en miljö med låga och stabila priser. Den kunskapen var dock inte helt ny. I början av 2000-talet hade exempelvis Claudio Borio och Philip Lowe i en BIS-artikel påpekat att låg och stabil inflation inte bara kunde främja finansiell stabilitet utan att finansiella obalanser också kunde byggas upp i en sådan miljö.<sup>16</sup> När utbudet utvecklas väl dämpar det visserligen prisutvecklingen, men det kan också leda till alltför optimistiska riskbedömningar, stark kreditexpansion och stigande tillgångspriser.<sup>17</sup> Trots att det kan vara svårt att använda penningpolitiken för att begränsa uppbyggnaden av finansiella obalanser ansåg de ändå att det är både möjligt och önskvärt att i vissa lägen ta hänsyn till finansiell stabilitet. De förespråkade även mer samarbete mellan centralbanker och tillsynsmyndigheter i detta syfte.

I spåren av finanskrisen följde en intensiv debatt om penningpolitikens möjligheter att motverka finansiella obalanser och i vilken mån det vore önskvärt. Vissa ekonomer som till exempel Frank Smets argumenterade för att penningpolitiken borde ta hänsyn till uppbyggnaden av finansiella obalanser.<sup>18</sup> Smets konstaterade att kostnaderna för finansiella kriser är mycket stora och att makrotillsynen har de mest verkningsfulla verktygen för att upprätthålla finansiell stabilitet. Men makrotillsynsverktygen är relativt oprövade och deras effektivitet är inte helt och hållet utvärderad, samtidigt som mycket tyder på att den penningpolitiska inriktningen påverkar kredituppbyggnad, likviditet och risktagande mer generellt. Penningpolitiska verktyg som stora tillgångsköp kan också vara svåra att skilja från makrotillsynsverktyg i sina delmål och i sina effekter på ekonomin. Allt detta talade enligt Smets för att finansiell stabilitet bör vara ett explicit mål för penningpolitiken, men att denna bör användas som en sista utväg i lägen när makrotillsynen och andra regleringar inte fullt ut lyckas. Den amerikanske ekonomen Michael Woodford illustrerade i en enkel modell varför penningpolitiken i vissa lägen bör ta hänsyn till finansiella obalanser även om det kortsiktigt kan innebära sämre målluppfyllelse för prisstabilitet och makroekonomisk stabilitet.

Andra ekonomer som till exempel Lars Svensson menade att penningpolitiken borde fortsätta att enbart fokusera på prisstabilitet och makroekonomisk stabilitet.<sup>19</sup> Han menade att penningpolitik och politik för att främja finansiell stabilitet är avgränsade och separata politikområden med olika mål, olika medel och olika ansvariga myndigheter. Om man vill försäkra sig om att det finansiella systemet har tillräcklig motståndskraft mot störningar uppnår man detta bäst genom krav på tillräckligt kapital och tillräckliga buffertar och inte med hjälp av styrräntan. En

---

<sup>15</sup> Se Rajan (2005).

<sup>16</sup> Se Borio och Lowe (2003).

<sup>17</sup> Se Jonsson och Moran (2014) som i en modell visar att en positiv utbudsstörning kan leda till dämpade priser samtidigt som produktionsgap och kreditgap stiger.

<sup>18</sup> Se Smets (2013) och Woodford (2012). Se även rapporten "Rethinking Monetary Policy" av Eichengreen m.fl. (2011) som diskuterar implikationerna för centralbanker av den finansiella krisen.

<sup>19</sup> Se Svensson (2012) och Svensson (2017) där han i en modell visar att kostnaderna av att penningpolitiken tar hänsyn till finansiella obalanser kan överstiga intäkterna. Se även Brandao-Marques (2020).

sammanblandning av politikområdena riskerar att leda till ett sämre utfall för båda och göra det svårare att utkräva ansvar av Riksbanken.

## Konflikt mellan prisstabilitet och finansiell stabilitet i spåren av finanskrisen

Den globala finanskrisen var den största ekonomiska krisen sedan depressionen på 1930-talet. Centralbanker världen över satte därför in kraftfulla åtgärder i form av stora räntesänkningar och stora värdepappersköp för att värna inflationsmålet och mildra de ekonomiska konsekvenserna av finanskrisen. I början av krisen medförde den expansiva penningpolitiken inte någon konflikt mellan prisstabilitet och finansiell stabilitet. Inflationen var under kontroll, efterfrågan var svag och det finansiella systemet var kraftigt försvagat. Penningpolitiken kunde bidra till att både öka efterfrågan och stärka det finansiella systemet.

Penningpolitiken fortsatte att vara expansiv även efter att den akuta fasen av krisen var över. Centralbankerna i många länder höll sina styrräntor låga under lång tid och gjorde även stora värdepappersköp. Detta kan ha bidragit till att skulder byggdes upp samtidigt som priserna på bostäder, kommersiella fastigheter och finansiella tillgångar steg.<sup>20</sup> Att ett lågt ränteläge under lång tid kan bygga upp risker i det finansiella systemet har påpekats av bland andra Ben Bernanke:<sup>21</sup>

*“Another cost, one that we take very seriously, is the possibility that very low interest rates, if maintained too long, could undermine financial stability”,*

och har visats i en ny empirisk studie från NBER:<sup>22</sup>

*“We find that when the stance of monetary policy is accommodative over an extended period, the likelihood of financial turmoil down the road increases considerably”.*

En lärdom man bör ha med sig från tiden efter finanskrisen är att en expansiv penningpolitik under lång tid kan innebära en konflikt mellan prisstabilitet och finansiell stabilitet. Konflikten försvårades av tecknen på att nya problem skulle kunna visa sig på de finansiella marknaderna om de stora värdepappersköpen avslutades för tidigt. Detta kom att kallas ”taper tantrum”.<sup>23</sup> Det fanns också en risk att den privata sektorn hade blivit så beroende av centralbankernas likviditet att effekten av att minska balansräkningarna kunde vara större än stimulansen från köpen av värdepapper.<sup>24</sup>

---

<sup>20</sup> Penningpolitiken har dock inte varit orsaken till den trendmässiga nedgången i globala räntor som skett de senaste decennierna och som varit den huvudsakliga förklaringen till det låga ränteläget. För en diskussion om orsakerna till den trendmässiga nedgången, se Andersson m.fl. (2020) och Lundvall (2020). En viktig orsak till de stigande skulderna i Sverige har även varit en dåligt fungerande bostadsmarknad som inte har förmått att möta den stigande efterfrågan på bostäder.

<sup>21</sup> Se Bernanke (2013).

<sup>22</sup> Se Grimm et al. (2023).

<sup>23</sup> Taper tantrum refererar till de kraftiga marknadsreaktioner som uppstod i augusti 2013 när Federal Reserve annonserade att man skulle börja minska sina värdepappersköp. Amerikanska statsobligationsräntor steg kraftigt på kort tid.

<sup>24</sup> Se Brunnermeier (2023).

## Risk för ny konflikt mellan prisstabilitet och finansiell stabilitet efter pandemin

När pandemin bröt ut i början av 2020 satte centralbankerna in ytterligare expansiva penningpolitiska åtgärder för att underlätta tillgången på krediter och likviditet, och därmed minska risken för att räntorna skulle stiga så kraftigt att det ekonomiska läget förvärrades. Inte heller denna gång fanns någon konflikt mellan prisstabilitet och finansiell stabilitet. Den expansiva penningpolitiken ökade efterfrågan – vilket bidrog till att hålla inflationen uppe – samtidigt som de finansiella marknaderna fick stöd.

En central uppgift för centralbanker i akuta faser av ekonomiska kriser är att vara sista utlåningsinstans (lender of last resort). På senare tid har även centralbankernas uppgift att säkerställa att marknaderna fungerar (market maker of last resort) kommit i fokus. Om livskraftiga och systemviktiga banker i kris får tillfälliga likviditetsproblem, så kan de ansöka om nödkrediter hos centralbanken. Riksbanken kan också under vissa villkor agera som tillfällig marknadsgarant genom att köpa och sälja finansiella instrument till förutbestämda priser för att stödja systemviktiga finansiella marknadens funktionssätt. Syftet är att undvika stora negativa följder för andra delar av ekonomin.

I slutet av 2021 började inflationen stiga snabbt i olika delar av världen. Penningpolitiken övergick från att vara expansiv till att bli mer åtstramande för att dämpa prisökningarna. Detta kan medföra en ny konflikt mellan prisstabilitet och finansiell stabilitet, men konflikten ser annorlunda ut nu än i spåren efter den globala finanskrisen. Dels är inflationen nu för hög och inte för låg, dels är riskerna i det finansiella systemet större bland annat för att hushåll och företag är högt skuldsatta. Detta gör ekonomin känsligare för räntehöjningar och det kan vara svårare att hantera olika störningar. Jag kan konstatera att detta är en situation som vi inte har befunnit oss i tidigare under tiden med inflationsmål, det vill säga sedan mitten av 1990-talet.

## En alltför hög privat skuldsättning riskerar att leda till finansiell dominans

I Sverige är hushållens och företagens skuldsättning hög, se diagram 3. En stor del av hushållen har också rörlig ränta, vilket gör dem förhållandevis känsliga när räntorna stiger. Visserligen är den offentliga skuldsättningen låg, vilket i sig är positivt, men det är en tveksam kombination, eftersom inte bara staten utan även hushållen och företagen behöver ha buffertar.

Fastighetsföretagens skulder har vuxit när räntorna varit låga. Fastighetsföretagen finansierar sig både via bankerna och via kapitalmarknaden. När marknadsfinansieringen tryter samtidigt som företagens finansieringskostnader stiger kan fastighetsföretagens lönsamhet och likviditet försämrans och detta kan i förlängningen påverka den finansiella stabiliteten negativt.

En alltför hög privat skuldsättning som ökar riskerna i det finansiella systemet kan begränsa penningpolitikens möjligheter att agera, så kallad finansiell dominans.<sup>25</sup> <sup>26</sup> Det skulle kunna innebära att styrräntan inte kan höjas i den takt som behövs för att få ned inflationen. Jag anser inte att vi befinner oss i ett läge med finansiell dominans, men man kan inte utesluta att en sådan situation kan uppstå någon gång framöver. Därför behöver vi kontinuerligt bevaka utvecklingen och vidta åtgärder för att så inte ska ske.

## Ansvaret för finansiell stabilitet delas mellan olika myndigheter

Penningpolitik och finansiell stabilitet är ömsesidigt beroende av varandra. Om vi inte har ett stabilt finansiellt system hotas prisstabiliteten och utan ett stabilt penningvärde kan den finansiella stabiliteten hotas. Historiskt sett har finansiella regleringar i första hand fokuserat på enskilda banker. Makrotillsynen är dock till för att övervaka och vidta åtgärder som motverkar sårbarheter i det finansiella systemet som helhet. I makrotillsynen ingår också att motverka finansiella obalanser som kan hota den makroekonomiska stabiliteten.

Finansinspektionen har flera olika verktyg till hands för att förebygga finansiella obalanser. De är ansvariga för mikro- och makrotillsynen och att regelverken är väl utformade. Men ansvaret för finansiell stabilitet delas med andra myndigheter. Riksgälden ansvarar för insättningsgarantin, Finansdepartementet ansvarar för lagstiftning och bankstöd och Riksbanken ska bland annat övervaka det finansiella systemet, och har möjlighet att tillföra extra likviditet när det behövs.<sup>27</sup>

Samverkan mellan Finansinspektionen och andra myndigheter finns både i det förebyggande arbetet och i krishanteringen. Det är en ordning som jag tycker fungerat väl under min tid på Finansinspektionen. Riksbanken tillsammans med Finansinspektionen, Riksgälden och Finansdepartementet samarbetar till exempel i Finansiella stabilitetsrådet. Rådet diskuterar bland annat vilka åtgärder som behövs för att motverka uppbyggnaden av finansiella obalanser. Regeringen har dessutom nyligen lagt ett lagförslag om att Finansinspektionen ska samråda med Riksbanken när de fastställer krav på kontracykliska kapitalbuffertar på svenska banker.<sup>28</sup> Regeringen betonar att besluten om hur stora kapitalbuffertar banker ska ha kan få betydelse för penningpolitiken och därför bör fattas utifrån ett så brett perspektiv som möjligt. Riksbanken kommer att återkomma med sin syn på regeringens förslag om att ge Riksbanken större inflytande över den kontracykliska bufferten.

---

<sup>25</sup> Begreppet finansiell dominans introducerades av Fraga m.fl. (2003) i samband med att många tillväxtekonomier började införa inflationsmål. De beskrev en situation där centralbanken – på grund av ett svagt eller överbelånat finansiellt system – inte var villig att strama åt penningpolitiken i den takt som var nödvändig på grund av att stabiliteten i det finansiella systemet var hotad.

<sup>26</sup> Sverige har också en illa fungerande bostadsmarknad som dessutom är beroende av den internationella obligationsmarknaden då en ansevärd del av bostadsobligationerna ägs av utländska investerare. Om dessa investerare skulle tappa förtroendet för svensk ekonomi eller bostadsmarknaden och därmed börja sälja sina innehav skulle bankernas finansieringskostnader stiga och följden skulle bli större risker i det finansiella systemet.

<sup>27</sup> Se Slutbetänkande av Riksbankskommittén (2019).

<sup>28</sup> Se Finansdepartementet (2023).



## Centralbanker kan i vissa lägen motverka finansiella obalanser

I ett samhällsekonomiskt perspektiv är det viktigt att riskerna i det finansiella systemet är hanterbara. Makrotillsynsverktygen är särskilt effektiva när man vet var riskerna i det finansiella systemet byggs upp, till exempel att de privata skulderna är för stora. Men när räntorna är låga under lång tid kan det vara svårt att på förhand veta var i systemet de främsta riskerna ligger. Det kan därför i vissa lägen vara rimligt att använda styrräntan som ett komplement till makrotillsynen, eftersom styrräntan påverkar de finansiella marknaderna brett.<sup>29</sup>

För att penningpolitiken effektivt ska kunna motverka finansiella obalanser bör den penningpolitiska avvägningen vara *symmetriskt*. Om centralbanken endast tar hänsyn till finansiell stabilitet i tider av finansiell stress – och inte i tider när finansiella obalanser byggs upp – kan riskerna i det finansiella systemet öka. Centralbankerna kan också bli bättre på att analysera hur penningpolitiken verkar på de finansiella marknaderna och påverkar riskerna för finansiell instabilitet.

Centralbanker bör undvika en alltför expansiv penningpolitik under längre perioder om den förväntas ha små effekter på inflationen och riskerar att få stora konsekvenser för uppbyggnaden av finansiella obalanser. Stora värdepappersköp och minusränta ska kunna användas, men tröskeln bör vara hög. Dessa verktyg är svåra att förklara och motivera för allmänheten – i synnerhet om de skulle leda till att bankerna börjar sätta negativa räntor på hushållens sparkonton – och kan därför minska Riksbankens trovärdighet.<sup>30</sup> Det är inte heller orimligt att en mycket expansiv penningpolitik under en längre period leder till mer risktagande, högre skuldsättning, sämre beredskap för ändrat ränteläge, etcetera. I ett sådant läge kan en sund riskvärdering vara att snarare höja räntan för tidigt än för sent.

Jag är medveten om den debatt som finns mellan de som menar att centralbanker bör ta hänsyn till finansiella obalanser i de penningpolitiska besluten och de som inte gör det. En grundläggande struktur där penningpolitiken inriktas på stabilt penningvärde och där övriga politikområden – inte minst de beslut som tas av Finansinspektionen – värnar den finansiella stabiliteten är rimlig. Men det kommer att finnas tillfällen när räntorna är låga under så lång tid att det byggs upp risker som innebär att penningpolitiken bör beakta finansiella obalanser. Jag vill inte tillhöra något av dessa läger som ganska kategoriskt anser att "leaning against the wind" alltid är rätt eller alltid är fel. Jag menar dock det att det ändå kan vara rimligt och klokt att i vissa speciella situationer låta penningpolitiken ta hänsyn till uppbyggnaden av finansiella obalanser. En del centralbanker, som exempelvis Norges Bank, har ett tydligt mandat för detta.<sup>31</sup> Riksbanken väger in risker förknippade med utvecklingen på de finansiella marknaderna så länge trovärdigheten för inflationsmålet inte hotas och måluppfyllelsen för prisstabilitet och makroekonomisk stabilitet på längre sikt förbättras. Men för att förebygga en obalanserad utveckling av tillgångspriser och skuldsättning behövs framför allt ett väl fungerande regelverk och en effektiv tillsyn.

---

<sup>29</sup> Se Stein (2013).

<sup>30</sup> Se även diskussionen i Nessén (2016).

<sup>31</sup> Se Billi och Vredin (2014) för en diskussion om centralbanker och finansiell stabilitet och hur finansiell stabilitet kan integreras i en inflationsmålsregim.

## Trovärdigheten för inflationsmålet måste värnas

Riksbanken har fått kritik för att man under en kort period efter den globala finans krisen uttryckligen använde styrräntan för att försöka motverka uppbyggnaden av finansiella obalanser.<sup>32</sup> Under några år efter den globala finanskrisens utbrott kunde Riksbanken och andra prognosmakare konstatera att inflationen inte hade stigit på det sätt som man hade förväntat sig, sedan 2010 fram till i mitten av 2014 hade inflationen legat stadigt under målet. De långsiktiga inflationsförväntningarna hade också börjat falla och det fanns en risk för att inflationsmålets roll som riktmärke för pris- och lönebildningen skulle försvagas. Trovärdigheten för inflationsmålet höll med andra ord på att gå förlorad. Kritikerna av Riksbankens penningpolitik menade att detta berodde på att penningpolitiken hade "lutat sig mot vinden". På senare tid har kritiken snarare varit den omvända och inriktat sig på Riksbankens expansiva politik under de efterföljande åren då inflationen låg under målet. Riksbanken har då fått kritik för att penningpolitiken haft för stort fokus på inflationen, varit för expansiv och lett till att obalanser byggts upp.

När Riksbanken tar hänsyn till den finansiella stabiliteten i de penningpolitiska besluten kan det innebära att målhorisonten förskjuts, och då är det inte konstigt att såväl inflation som inflationsförväntningar kan påverkas. Detta behöver inte vara ett problem så länge det gäller för en kortare tid. Man kan dock inte avvika från målet på längre sikt. De långsiktiga inflationsförväntningarna behöver alltså vara förankrade vid målet för att inte trovärdigheten för inflationsmålet ska gå förlorad. Detta är i praktiken en begränsning för hur mycket hänsyn till finansiell stabilitet en centralbank kan ta.

Det bör också sägas att de långsiktiga inflationsförväntningarna bör styras av faktiska förhållanden och vara i linje med Riksbankens prognoser. Om Riksbanken prognosticerar en inflation nära 2 procent på längre sikt så bör även inflationsförväntningarna vara där. Om så inte skulle vara fallet kan det avspegla bristande trovärdighet för inflationsmålet och Riksbanken kan då försöka påverka inflationsförväntningarna genom att motivera sina prognoser litet tydligare och förklara varför avvikelser från målet ibland kan vara motiverade. Lösningen behöver inte nödvändigtvis vara att ta mindre hänsyn till finansiella obalanser.

En huvuduppgift för centralbanker har alltid varit att upprätthålla ett väl fungerande system för betalningar och krediter eller, med andra ord, att hålla det finansiella systemet stabilt.<sup>33</sup> Finansiella obalanser kan leda till såväl för hög inflation – när det uppstår en kreditbubbla – som för låg inflation – när det blir en finansiell kris. Rätt hanterat och analyserat så medför – under vissa förutsättningar – hänsyn till finansiella obalanser i de penningpolitiska besluten att måluppfyllelsen bör bli bättre på sikt.

---

<sup>32</sup> Se Svensson (2014).

<sup>33</sup> Se Capie, Fischer, Goodhart och Schnadt (1994). Centralbankers mandat diskuterades också på en konferens 2016 som anordnades av Riksbanken, se Lindé och Vredin (2016) för en sammanfattning.

## Samspelet mellan penningpolitik och finanspolitik

Penningpolitik och finansiell stabilitet är som sagt ömsesidigt beroende av varandra, men det är också penningpolitik och finanspolitik. Samspelet mellan dessa båda politikområden spelar en central roll för Riksbankens möjligheter att uppnå en låg och stabil inflation.

Några enkla resonemang kan illustrera samspelet.<sup>34</sup> Om centralbanken exempelvis sänker styrräntan så minskar statens räntebetalningar och det blir större utrymme för en mer expansiv finanspolitik. Ett annat exempel är när centralbanken köper statsobligationer. Det kan bland annat medföra att staten får lägre kostnader för nyupplåning på längre löptider.

Omvänt påverkar finanspolitiken också penningpolitiken. En mer expansiv finanspolitik ökar efterfrågan och i förlängningen även inflationen och påverkar därmed penningpolitiken. Det finns även många historiska exempel där finanspolitiken har lett till störningar i det finansiella systemet med konsekvenser för penningpolitiken. Episoder med hyperinflation är extrema exempel, men det finns också exempel på mildare kriser från bland annat euroområdet.

En förutsättning för prisstabilitet är stabila statsfinanser. Om statens framtida möjligheter att få in skatter förväntas bli mindre än de framtida utgifterna så undergrävs inflationsmålet trovärdighet.<sup>35</sup> Detta innebär statsfinansiell dominans och kan leda till snabba prisökningar. Det är alltså inte helt korrekt, som en del säger, att inflationen alltid och överallt är ett monetärt fenomen, utan i praktiken och i teorin är inflation alltid och överallt både ett monetärt och ett finanspolitiskt fenomen.<sup>36</sup>

Ett exempel med inslag av statsfinansiell dominans från förra året var när den nya premiärministern i Storbritannien, Liz Truss, planerade att sänka skatterna och höja de offentliga utgifterna och dessa planer avslöjades.<sup>37</sup> Detta ledde till en kollaps på statsobligationsmarknaden. Anledningen var följande. Statsobligationers värde avgörs av de kassaflöden som genereras av det primära budgetöverskottet, det vill säga skillnaden mellan statens inkomster och utgifter exklusive räntor. Om överskottet minskar så blir obligationerna mindre attraktiva och efterfrågan på dem minskar. Under dagarna som följde efter avslöjandet steg de långfristiga räntorna med runt 100 punkter och den brittiska valutan sjönk i värde med närmare 5 procent mot dollarn. Ränteuppgången blottade bland annat stora likviditetsproblem i antal tjänstepensionsbolag. Detta fick den brittiska centralbanken att agera

---

<sup>34</sup> En teori som förklarar samspelet mellan penning- och finanspolitik presenteras i en ny bok av John Cochrane, se Cochrane (2023).

<sup>35</sup> Se Leeper och Leith (2016).

<sup>36</sup> Milton Friedman myntade begreppet "inflation är alltid och överallt ett monetärt fenomen", se Friedman (1963). Men detta ska inte tolkas som att Friedman var omedveten om samspelet mellan penning- och finanspolitik, utan att han i sin analys utgick ifrån att finanspolitiken inte motverkade penningpolitiken.

<sup>37</sup> Se Leeper (2023) som förutom denna episod tar upp två andra exempel på statsfinansiell dominans i närtid, dels i euroområdet, dels i USA.

och de meddelade efter fem dagar att de temporärt skulle köpa långfristiga statsobligationer i den omfattning som krävdes för att tillhandahålla den likviditet som behövdes och därmed lugna de finansiella marknaderna.

Detta exempel illustrerar hur statsfinansiell dominans kan påverka centralbanken. De finanspolitiska åtgärderna utlöste en oro på finansmarknaderna som innebar att den brittiska centralbanken ansåg sig behöva agera för att upprätthålla ett väl fungerande finansiellt system. De finanspolitiska åtgärderna "tvingade" med andra ord den brittiska centralbanken att agera på ett sätt som den annars inte hade gjort. Man hade förstås kunnat välja att inte reagera på de finanspolitiska åtgärderna eftersom penningpolitiken är *operativt* oberoende av finanspolitiken. Men då hade man inte värnat vare sig det finansiella systemet eller inflationsmålet.

Jag vill inte med detta exempel antyda att vi i Sverige för närvarande riskerar statsfinansiell dominans. Utformningen av det finanspolitiska ramverket innebär att risken är liten och vi har en förhållandevis låg statskuld, se diagram 4. Men precis som man bör vara medveten om riskerna med finansiell dominans bör man vara medveten om riskerna med statsfinansiell dominans, även om alla just nu är eniga om att finanspolitiken inte bör spä på inflationen.

## Utformningen av de penning- och finanspolitiska ramverken

För att hålla statsfinanserna stabila har vi i Sverige ett antal budgetpolitiska mål i det finanspolitiska ramverket. Riktmärket för den konsoliderade bruttoskulden bör på medellång sikt vara 35 procent av BNP. Den offentliga sektorns finansiella sparande ska uppgå till en tredjedels procent av BNP i genomsnitt över en konjunkturcykel. Det finns också ett så kallat utgiftstak som sätter en maxnivå för hur mycket pengar staten kan spendera varje år. Regeringen föreslår en gräns och det är sedan riksdagen som fattar beslut med några års framförhållning.

I stora stycken tycker jag att detta ramverk fungerat väl. Det har bidragit till ett starkt förtroende för finanspolitiken och vi har undvikit stora budgetunderskott och lyckats hålla statens skuldsättning på låga nivåer. Detta har i sin tur gjort det enklare för Riksbanken att hålla inflationen låg och stabil. De stabila statsfinanserna bidrog också till att vi klarade oss förhållandevis bra under både den globala finanskrisen och pandemin.

Det ömsesidiga beroendet mellan penning- och finanspolitik avspeglas dock inte i de penning- och finanspolitiska ramverken. Ramverken är utformade så att de två politikområdena ska fungera oberoende av varandra. Riksbanken har en hög grad av självständighet och ett mandat som sätter prisstabiliteten i första rummet. Finanspolitikens budgetpolitiska mål är att se till att finanspolitiken är stabil över tiden, vilket i praktiken betyder att statskulden ska vara långsiktigt hållbar.

Detta upplägg baseras på synen att finanspolitiken har liten inverkan på inflationen; att penningpolitiken har försumbara finanspolitiska konsekvenser; och att

ett finanspolitiskt mandat som stabiliserar statsskulden och budgetunderskotten är tillräckligt för att stödja centralbankens inflationsmål.<sup>38</sup>

Centralbankernas svårigheter att utan förhållandevis drastiska åtgärder få upp inflationen till målet efter finanskrisen kan tyda på att denna syn varit alltför enkel. En finanspolitik som är expansiv när inflationen är för låg och åtstramande när den är för hög gör det lättare att uppnå inflationsmålet.<sup>39</sup> Det kan förstås vara politiskt lättare att föra en expansiv finanspolitik, men det är viktigt att den är symmetrisk så att statsskulden inte riskerar att bli för stor.

Riksbankens tidigare vetenskapliga rådgivare Eric Leeper menade i en rapport att en alltför stram finanspolitik kan ha bidragit till Riksbankens problem att få upp inflationen efter den globala finanskrisen.<sup>40</sup> Jag tycker att det visar att någon form av informationsutbyte mellan penning- och finanspolitiken kan vara önskvärd i vissa lägen. Jag noterar också att slutsatserna i den nyligen genomförda översynen av Australiens centralbank går i denna riktning.<sup>41</sup>

## Utrymme för informationsutbyte

I ett anförande för Nationalekonomiska föreningen för några år sedan lyfte min företrädare Stefan Ingves frågan om informationsutbyte i de fall när penningpolitikens handlingsutrymme begränsas av att styrräntan ligger nära den nedre gränsen.<sup>42</sup> Han gav två exempel på hur informationsutbytet skulle kunna gå till. Riksbanken skulle kunna publicera scenarier i den penningpolitiska rapporten som dels illustrerar penningpolitikens begränsningar, dels effekterna på inflationen av en mer expansiv finanspolitik. Finansdepartementet kan sedan själva avgöra i vilken mån de vill ta hänsyn till informationen. Riksbanken skulle också direkt kunna informera Finansdepartementet om man anser att det behövs en mer expansiv finanspolitik för att inflationsmålet ska kunna uppfyllas utan att alltför drastiska penningpolitiska åtgärder behöver vidtas.

Riksbanken bedriver penningpolitik på ett självständigt sätt för att uppnå låg och stabil inflation. Det är viktigt för att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Men det hindrar inte att vi kan och bör diskutera frågor som är relevanta för penningpolitiken och dess måluppfyllelse med exempelvis finansutskottet och finansdepartementet. Det kan till exempel handla om hur vi ser på resursutnyttjandet i Sverige och omvärlden. Hur sparande och konsumtion utvecklas och varför. Vilka störningar i makroekonomin som är varaktiga respektive tillfälliga eller hur effekterna av större störningar i ekonomin ska analyseras, som till exempel vid pandemin.

---

<sup>38</sup> Se Leeper (2018).

<sup>39</sup> Se Jansson (2021) som ingående diskuterar rollfördelningen mellan penning- och finanspolitik och en mer aktiv finanspolitik.

<sup>40</sup> Se Leeper (2018).

<sup>41</sup> Se Australian Government (2023).

<sup>42</sup> Se Ingves (2020).

## Det huvudsakliga penningpolitiska verktyget bör vara styrräntan

Min syn på Riksbankens olika penningpolitiska verktyg ser ut ungefär så här: Styrräntan bör vara det huvudsakliga verktyget för att hantera normala cykliska svängningar i inflationen och resursutnyttjandet. Om så behövs kan styrräntan kompletteras med andra åtgärder som till exempel köp av statsobligationer, men tröskeln till sådana åtgärder bör vara hög. Det skulle kunna bli aktuellt om penningpolitiken behöver bli mer expansiv och styrräntan i så fall skulle behöva sänkas under vad som bedöms vara den nedre gränsen. Var den nedre gränsen faktiskt ligger och hur stort behovet är av ytterligare stimulanser kan variera över tiden. Köp av privata värdepapper och andra värdepapper än statspapper är i första hand aktuella när marknader som är viktiga för det finansiella systemet är hotade och vi riskerar en akut finansiell kris, som till exempel i inledningen pandemin.

Enligt den nya riksbankslagen kan Riksbanken – under vissa förutsättningar – köpa och sälja svenska värdepapper utgivna av staten och privata aktörer. Den penningpolitiska verktygslådan är på så vis densamma som tidigare. Den nya lagen har dock en mer restriktiv syn på när det kan bli aktuellt att köpa privata värdepapper. Sådana värdepapper får Riksbanken köpa och sälja endast om det finns synnerliga skäl. Det innebär i praktiken att vi ur ett penningpolitiskt perspektiv endast kan köpa och sälja privata värdepapper när vi inte kan uppnå önskad effekt på ekonomin genom att använda andra åtgärder.

Den nya lagen ger också Riksbanken ett mer explicit mandat än tidigare att handla med värdepapper även inom ramen för vårt uppdrag att bidra till ett stabilt och effektivt finansiellt system. För att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet kan Riksbanken om det finns synnerliga skäl köpa och sälja finansiella instrument till förutbestämda priser i syfte att tillfälligt stödja systemviktiga finansiella marknadens funktionssätt. En viktig uppgift för Riksbanken är att vara sista utlåningsinstans för viktiga kreditinstitut som har problem, men också att, under vissa förutsättningar, agera för att hålla igång marknader som är kritiska för det finansiella systemet.

Centralbankers traditionella uppgifter att vara sista utlåningsinstans och att hålla igång vissa marknader kan ha som bieffekt att risktagandet i den finansiella sektorn blir för stort. Om bankerna räknar med att centralbanker alltid ställer upp i kriser kan risktagandet öka, eftersom de ändå blir räddade i en krissituation. Det behöver man ha i åtanke när villkoren för köpen utformas. Men det behövs också regleringar och övervakning som på olika sätt kan öka motståndskraften på de finansiella marknaderna. Detta är viktigt för att minska risktagandet och sannolikheten att centralbankerna ska behöva gripa in.

### Mer analys av värdepappersköpens konsekvenser behövs

Centralbankernas balansräkningar har vuxit och blivit mycket stora sedan början av 2000-talet, se diagram 5. Riksbankens balansomslutning har till exempel ökat från strax över 5 procent som andel av BNP före den globala finanskrisen till strax under 30 procent idag. Centralbankerna har dels köpt värdepapper, framför allt statsobligationer, för att göra penningpolitiken mer expansiv när styrräntan har

varit nära nedre gränsen, dels även köpt andra värdepapper för att stabilisera de finansiella marknaderna. Det finns naturligtvis starka kopplingar mellan dessa två syften. Om det är problem på de finansiella marknaderna får penningpolitiken sämre genomslag på andra räntor och därför också sämre genomslag på efterfrågan och inflationen.

När Riksbanken och andra centralbanker nu börjar minska sina portföljer med värdepapper bör vi diskutera vilka lärdomar som vi kan dra av köpen och försäljningarna, och hur vi bör använda dessa som ett penningpolitiskt verktyg i framtiden. Vi behöver veta mer om hur värdepappersköp fungerar som penningpolitiskt verktyg. I forskningslitteraturen är det framför allt de stora centralbankernas olika köp som har studerats. Det är dock inte självklart att man utifrån dessa resultat kan dra slutsatser om köp i små öppna ekonomier som den svenska. Till exempel kan effekten på växelkursen vara en jämförelsevis viktigare faktor i mindre ekonomier. I Sverige har hushållen en hög skuldsättning och mycket korta räntebindingstider på bolånen. Vilken roll spelar detta för köpen av värdepapper? Det finns med andra ord utrymme för mer analys och studier av värdepappersköpens effekter i olika ekonomier.<sup>43</sup>

En central fråga handlar om under vilka ekonomiska förutsättningar som det är lämpligt att köpa värdepapper. Min nuvarande bedömning är att värdepappersköp har bäst effekt i kristider eller när det är stor oro på de finansiella marknaderna. Viljan att hålla riskfyllda värdepapper kan då snabbt minska, vilket kan göra det svårt för banker och företag att skaffa finansiering. Köp av värdepapper kan då ha stor betydelse för att stabilisera enskilda marknader och för att förhindra spridningseffekter. Värdepappersköp för att pressa ned det allmänna ränteläget och därmed ytterligare stimulera ekonomin kan under vissa förutsättningar vara motiverade, till exempel i ett läge där trovärdigheten för inflationsmålet är hotad eller när transmissionsmekanismen via banksystemet är försvagad.<sup>44</sup> Men jag menar att tröskeln för omfattande köp av obligationer för att värna inflationsmålet bör vara hög. Det finns ibland negativa bieffekter av omfattande värdepappersköp som vi behöver ta hänsyn till, exempelvis kan de innebära att marknaderna börjar fungera sämre. Dessutom kan det bli svårt att avveckla stora innehav när läget normaliseras.

Vi behöver alltså lära oss mer om vilka effekter en avveckling eller normalisering av värdepappersinnehavet kan ha. I nuläget finns förstås få erfarenheter av detta, men att reaktionerna på finansmarknaderna kan bli kraftiga lärde vi oss 2013 när Federal Reserve annonserade att de skulle börja dra ned på sina värdepappersköp. Vi bör fundera på om vi inte ska ha en avvecklingsplan klar för oss innan vi nästa gång behöver göra stora värdepappersköp.

---

<sup>43</sup> För en diskussion kring detta och en översikt av litteraturen om köp av värdepapper, inklusive litteraturen om Riksbankens köp, se Akkaya m.fl. (2023) och Andersson m.fl. (2022).

<sup>44</sup> Se också min kollega Martin Flodéns diskussion om effekterna av Riksbankens köp i talet "Riksbankens förluster speglar inte det samhällsekonomiska resultatet", 2022.

## Normaliseringen av Riksbankens värdepappersportfölj har börjat

I februari beslutade Riksbanken att aktivt minska portföljen med värdepapper genom att sälja statsobligationer. Beslutet var enhälligt. Köpen av statsobligationerna gjordes för att göra penningpolitiken mer expansiv. Nu är vi i en fas där penningpolitiken behöver stramas åt och då är det naturligt att göra det med alla våra verktyg.

Ett alternativ till att aktivt sälja värdepapper är att helt enkelt låta portföljen minska i takt med att värdepapperna förfaller. Under förra året minskade Riksbankens portfölj av det skälet, men i april började Riksbanken alltså sälja statsobligationer till ett värde av 3,5 miljarder kronor per månad. På marginalen bidrar det till högre räntor på statsobligationerna och därmed en stramare penningpolitik. Samtidigt ökar utbudet av en säker och lätt omsättningsbar tillgång och det kan få obligationsmarknaden att fungera bättre. Under antagandet om försäljningar för 3,5 miljarder kronor varje månad och att övriga obligationer hålls till förfall kommer innehavet av värdepapper att uppgå till strax under 200 miljarder kronor i början av 2026, se diagram 6.

Vi har valt att inte sälja andra värdepapper i vår portfölj, det vill säga säkerställda obligationer samt kommun- och företagsobligationer. Dessa obligationer kommer ändå att minska i antal i en relativt snabb takt genom förfall. Vi har också få erfarenheter av att normalisera stora innehav av obligationer än så länge och det är därför svårt att veta hur det kommer att påverka de finansiella förhållandena. Det skulle kunna bidra till att öka oron på de finansiella marknaderna, särskilt i ett läge när konjunkturen mattas av. Risken för att detta skulle ske på marknaden för statsobligationer bedömer jag dock som liten, men skulle det behövas kommer vi att anpassa försäljningarna av statsobligationer efter situationen.

## Avslutande summering

Inflationen är för närvarande alldeles för hög och vårt fokus är att få ned den till målet på 2 procent så snart som möjligt. Enligt vår senaste bedömning bör det lyckas under 2024. Bankkollapserna i USA och Schweiz har visat att trots de skärpta bankregleringarna efter den globala finanskrisen finns det fortfarande problem med för höga risker i det finansiella systemet. Därför behöver de globala standarderna för finansiell reglering ändras på flera punkter.

Penningpolitik, finansiell stabilitet och finanspolitik är ömsesidigt beroende varandra. Jag har diskuterat några policyimplikationer av detta:

- Det kan finnas en konflikt mellan prisstabilitet och finansiell stabilitet som kan se annorlunda ut och variera över tiden, och detta kan påverka den penningpolitiska inriktningen.
- Penningpolitiken kan i vissa lägen förebygga uppbyggnaden av finansiella obalanser; att penningpolitiken väger in riskuppbyggnad som följer av långvarigt låga räntor kan därför vara klokt. Men grunden bör alltså vara att förebyggande åtgärder inte hanteras inom ramen för penningpolitiken, utan genom exempelvis reglering av kapital och likviditet i bankerna.



- Riksbankens självständighet är viktig för att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet, men det hindrar inte att vi kan och bör ha ett informationsutbyte med exempelvis finansutskottet och finansdepartementet i frågor som berör förutsättningarna för penningpolitiken.
- Styrräntan bör vara penningpolitikens huvudsakliga verktyg. Köp av värdepapper är framför allt verkningsfulla i finansiella kriser och när marknader fungerar dåligt.

## Referenser

Admati, A., M. Hellwig och R. Portes (2023), "Letter: The real threat to stability is not from bank runs", *Financial Times* 19 maj 2023.

Akkaya Y., C.-J. Belfrage, P. Di Casola och I. Strid (2023), "Effects of foreign and domestic central bank government bond purchases in a small open economy DSGE model: Evidence from Sweden before and during the coronavirus pandemic", *Sveriges Riksbank Working Paper series*, No. 421.

Andersson, B., M. Beechey Österholm och P. Gustafsson, (2022), "Riksbankens köp av värdepapper 2015–2022", *Riksbanksstudier*, nr. 2.

Australian Government (2023), "An RBA fit for the Future", mars 2023.

Andersson B., M. Jonsson och H. Lundvall (2020), "Den nya makroekonomiska miljön efter den globala finanskrisen", *Penning- och valutapolitik*, 2020:1.

Basel Committee on Banking Supervision (2022), "Evaluation of the impact and efficacy of the Basel III reforms", Bank for International Settlements.

Billi, R. och A. Vredin (2014), "Penningpolitik och finansiell stabilitet – en enkel historia", *Penning- och valutapolitik*, 2014:2.

Bernanke, B. (2013), "The economic outlook", Testimony before the Joint Economic Committee, U.S. Congress, Washington, D.C.

Board of Governors of the Federal Reserve System (2023), "Review of the Federal Reserve's Supervision and Regulation of Silicon Valley Bank", 28 April 2023.

Borio, C. och P. Lowe (2002), "Financial and monetary stability: Exploring the nexus", *BIS Working Paper No. 114*.

Brandao-Marques, L., G. Gelos, M. Narita och E. Nier (2020), "Leaning against the wind: A cost-benefit analysis for an integrated policy framework", *IMF Working Paper, WP/20/123*.

Brunnermeier, M. (2023), "Rethinking monetary policy in a changing world", *Finance & Development*, mars 2023.

Capie, F., S. Fischer, C. Goodhart, and N. Schnadt (eds) (1994), "The future of central banking: the tercentenary symposium of the Bank of England", Cambridge University Press.

Cochrane, J. (2023), "The fiscal theory of the price level", Princeton University Press.

- Diamond, D. och P. Dybvig (1983), "Bank runs, deposit insurance, and liquidity", *Journal of Political Economy*, Vol. 91.
- Eichengreen, B., m.fl. (2011), "Rethinking central banking", rapport, Committee on International Economic Policy and Reform, Brookings Institution, Washington, DC.
- EU kommissionen (2023), "Reform of bank crisis management and deposit insurance (CMDI) framework", 18 April 2023.
- FDIC (2023), "FDIC's Supervision of Signature Bank", 28 April 2023.
- Federal Reserve Bank of St. Louis (2022), "The Shifting Tides of Global Trade", Annual Report 2022.
- Finansdepartementet (2023), "Samverkan inför beslut om kontracykliska buffertvärden", Fi2023/01257.
- Fraga, A., I. Goldfajn och A. Minella (2003), "Inflation targeting in emerging market economies", Banco Central do Brasil Working Paper, No. 76.
- Friedman, M. (1963), "Inflation causes and consequences", Asian Publishing House.
- Grimm, M., Ö. Jordà, M. Schularick och A. Taylor (2023), "Loose monetary policy and financial instability", NBER Working Paper Series No. 30958.
- Hansson, J., M. Nessén och A. Vredin (2018), "Stormen efter lugnet – lärdomar för den penningpolitiska analysen", *Penning- och valutapolitik*, 2018:4.
- Ingves, S. (2020), "Den penningpolitiska verktygslådan", anförande vid National-ekonomiska Föreningen 10 juni 2020.
- King, M. (2023), "We need a new approach to bank regulation", Financial Times 12 maj 2023.
- Leeper, E. och C. Leith (2016), "Understanding inflation as a joint monetary-fiscal phenomenon", in John Taylor and Harald Uhlig (eds.), *Handbook of Macroeconomics vol. 2*, Elsevier Press.
- Leeper, E. (2018), "Sweden's fiscal framework and monetary policy", *Sveriges Riksbank Economic Review*, 2018:2.
- Leeper, E. (2023), "Fiscal dominance: How worried should we be?", Policy Brief, Mercatus Center, George Mason University.
- Jansson, P. (2021), "Är det dags att se över rollfördelningen i den makroekonomiska politiken?", anförande vid Sveriges riksbank, 8 december 2021.
- Jonsson, M. och K. Moran (2014), "Kopplingarna mellan penningpolitik och makrotillsyn", *Penning- och valutapolitik*, 2014:1.
- Lindé, J. och A. Vredin (2016), "Nytänkande kring centralbankers mandat: En sammanfattning av en konferens med internationella experter", *Penning- och valutapolitik*, 2016:3.
- Lundvall, H. (2020), "Vad driver den globala trenden mot lägre realräntor?", *Penning- och valutapolitik*, 2020:1.

Nessén, M. (2016), "Commentary: The case for unencumbering interest rate policy at the zero bound", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole 2016.

Rajan, R. (2005), "Has financial development made the world riskier?", in *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, A symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.

Slutbetänkande av Riksbankskommittén (2020), "En ny riksbankslag", SOU 2019:46.

Smets, F. (2013), "Financial stability and monetary policy: How closely inter-linked?", *Sveriges Riksbank Economic Review*, 2013:3.

Stein, J. (2013), "Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement and Policy Responses," anförande vid Board of Governors of the Federal Reserve System.

Stock, J. och M. Watson (2002), "Has the business cycle changed and why?", *NBER Macroeconomics Annual*, Vol. 17.

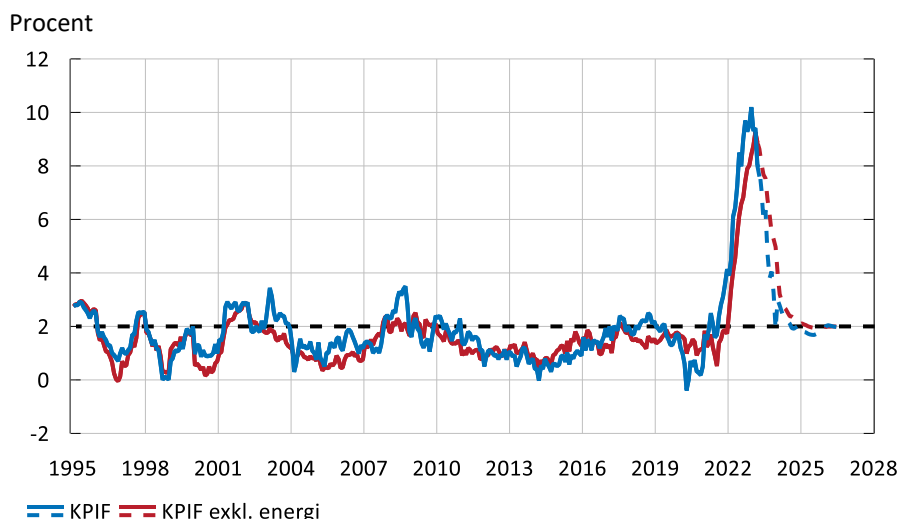
Svensson, L. (2012), "Utmaningar för Riksbanken – penningpolitik och finansiell stabilitet", *Ekonomisk debatt*, nr. 12.

Svensson, L. (2014), "Inflation targeting and leaning against the wind", *International Journal of Central Banking*, June 2014.

Svensson, L. (2017), "Cost-benefit analysis of leaning against the wind", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 90.

Woodford, M. (2012), "Monetary policy and financial stability", *Sveriges Riksbank Economic Review*, 2012:1.

### Diagram 1. KPIF och KPIF exklusive energi samt prognoser

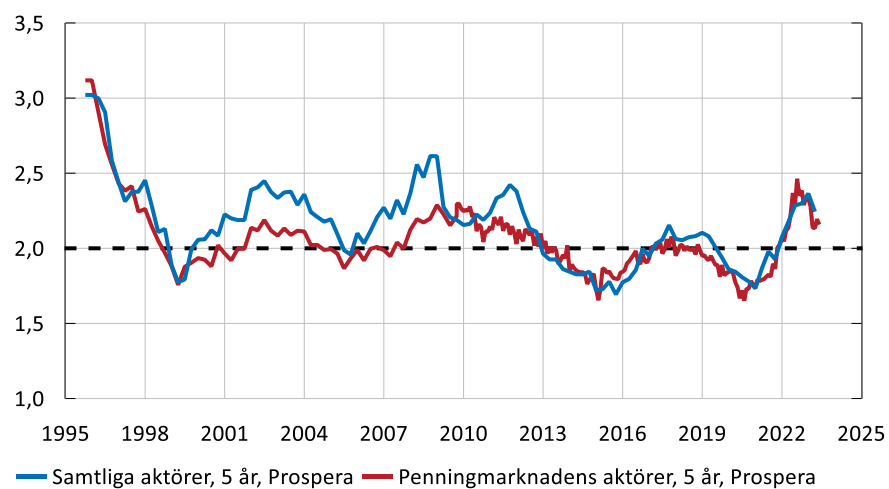


Anm. Årlig procentuell förändring.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 2. Långsiktiga inflationsförväntningar**

Procent

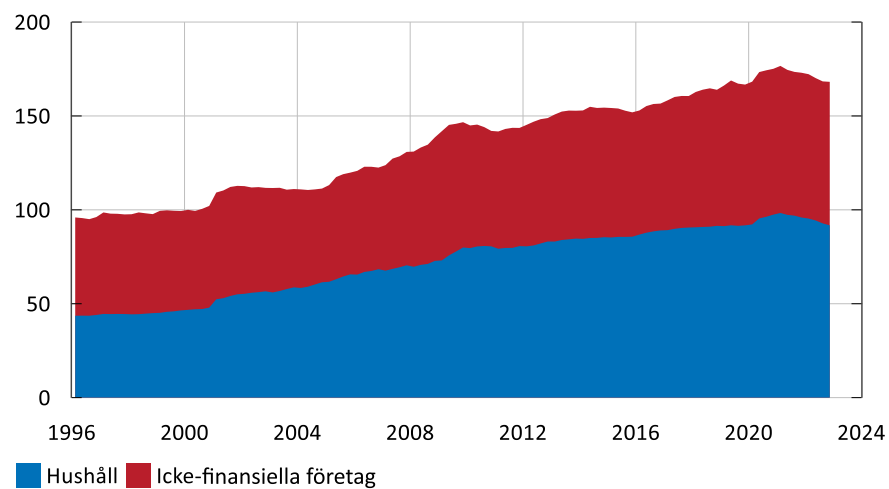


Anm. Förväntningarna avser KPI.

Källa: Kantar Prospera.

**Diagram 3. Privat skuldsättning som andel av BNP**

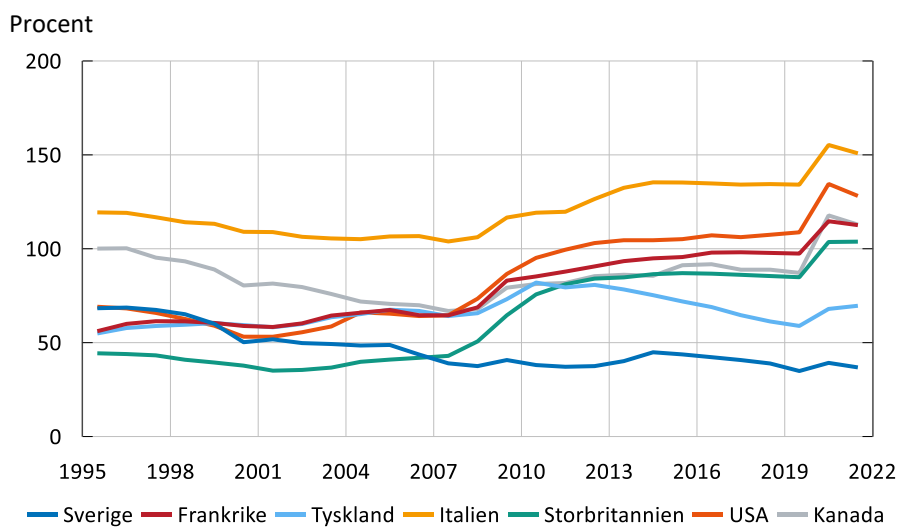
Procent



Anm. Skuld som andel av BNP.

Källa: SCB

**Diagram 4. Statsskuld i Sverige och G7-länderna**



Anm. Statsskuld som andel av BNP.

Källa: IMF Global Debt Database.

**Diagram 5. Riksbankens balansomslutning**

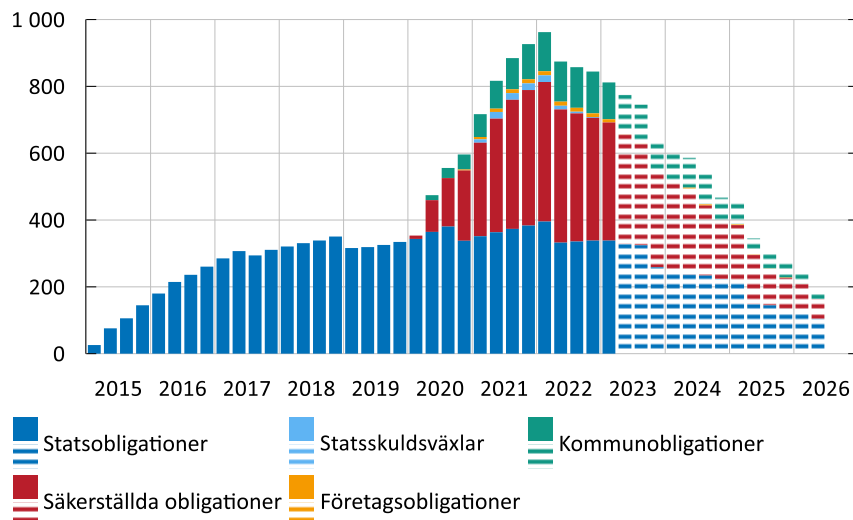


Anm. Balansomslutning som andel av BNP.

Källa: Riksbanken.

## Diagram 6. Riksbankens innehav av värdepapper och prognos

Nominellt belopp, miljarder kronor



Anm. Streckade staplar är en prognos som bygger på förfall samt beslutet att inga tillgångsköp görs efter 2022 och att statsobligationer säljs till ett nominellt värde om 3,5 miljarder kronor per månad.

Källa: Riksbanken.