

Anförande



Datum 2022-02-01 FI dnr Ange dnr
Talare Erik Thedéen
Möte Finansutskottets utfrågning om finansiell stabilitet

Finansinspektionen
Box 7821
103 97 Stockholm
Tel +46 8 408 980 00
finansinspektionen@fi.se
www.fi.se

En mer aktiv finanspolitik kan stärka finansiell stabilitet

Sårbarheterna har vuxit under pandemin

När jag talade inför finansutskottet för nästan exakt ett år sedan hade jag tre huvudsakliga teman. Det första var att pandemin inneburit en annorlunda ekonomisk kris än tidigare, med fallande BNP men kraftigt stigande tillgångs- och bostadspriser. Mitt andra tema var att länder som i likhet med Sverige hade byggt upp motståndskraft innan pandemin var bättre rustade att komma ur den ekonomiska nedgången snabbt. Slutligen pekade jag på att pandemin var ett exempel på den stora osäkerhet som beslutsfattare alltid står inför. Denna osäkerhet innebär att vi behöver ha motståndskraft i ekonomin i allmänhet och i det finansiella systemet i synnerhet för att kunna hantera framtida kriser, inte minst sådana vi inte anar kan komma.

Sett i backspeglarna tycker jag att mycket av denna bedömning står sig. Det var (och är) en annorlunda nedgång. Svensk BNP har nu återgått till den trend som rådde innan pandemin. Och även om den kraftiga smittspridning vi nu ser kommer att dämpa tillväxten i början av året så är påverkan sannolikt begränsad och tillfällig. Mindre än två år in i pandemin har därmed ekonomin i mångt och mycket återhämtat sig. Det handlar till en stor del om den bakomliggande störningens natur och ekonomins anpassningsförmåga till mer kontaktfri konsumtion och arbetsätt. Men det handlar också om kraftfulla och verksamma åtgärder framför allt i termer av finanspolitik men också från de myndigheter som är representerade här i dag.

Samtidigt har de exceptionella stödåtgärder som genomförts inneburit att delar av ekonomin har reagerat annorlunda jämfört med under tidigare kriser; den uppgång vi sett i bostads- och aktiepriser sedan relativt kort efter pandemins början har varit kraftfull. Bostadspriserna i Sverige var 22 procent högre i december 2021 än de var i december 2019 och aktiepriserna steg med 37 procent under samma period. Hushållens och framför allt fastighetsföretagens skulder har också ökat snabbt. Detta har skett i en miljö där räntorna är låga och viljan att ta risk är stor, delvis som en följd av stödåtgärderna.

Under senare tid har en viss tillnyktring skett. Stigande energipriser och hög inflation har pressat upp globala räntor, vilket dämpat börsutvecklingen under inledningen av 2022. En fortsatt uppgång i globala räntor som sker under kontrollerade former bör välkomnas då den skulle bidra till att dämpa riskuppbbyggnaden och skulderna.

Men om tillnyktringen på börsen som en följd av stigande räntor kan ses som ett gott tecken, finns även mer oroande drivkrafter bakom den senaste månadens nedgång. Det finns en berättigad oro kring hur det spända säkerhetsläget i värsta fall skulle kunna påverka ekonomin och det finansiella systemet. Här krävs vaksamhet och beredskap att agera. Men samtidigt får vi inte glömma att riskerna som byggts upp under pandemin i allt väsentligt kvarstår och behöver hanteras.

I ljuset av den remarkabla utvecklingen under pandemin behöver vi därför fortsätta att bygga motståndskraft och hantera de ökande risker vi ser kopplade till hushållens och de kommersiella fastighetsföretagens skulder. Här har Finansinspektionen (FI) ett stort ansvar. Men som jag kommer tillbaka till behöver vi också fundera över hur finanspolitiken och penningpolitiken kan bidra.

Riskerna kopplade till hushållens skulder har ökat

Låt mig börja med bostadsmarknaden och hushållens skulder. FI har sedan länge pekat på att höga skulder utgör en risk för bolånetagare och för makroekonomin. I förlängningen kan också höga skulder bland hushåll hota den finansiella stabiliteten, även om vi i dagsläget inte ser sådana hot. FI:s bolånetak och amorteringskrav har utifrån detta riktat in sig på bolånetagare som tar på sig stora skulder i förhållande till bostadens pris och låntagarens inkomst. Dessa åtgärder gör att färre låntagare har stora skulder om och när en störning kommer.

Amorteringskravens utformning innebär också att det finns en möjlighet att tillfälligt pausa amorteringarna om ett hushåll får ekonomiska problem. På så sätt ger kraven ett ökat ekonomiskt utrymme när det som mest behövs. Genom att vidga möjligheten till undantag gav FI dessutom *alla* bolåntagare utrymme att skjuta på amorteringar under pandemin – givet den stora osäkerhet som rådde då.

Men prisuppgångarna på bostäder och den ökande skuldsättningen under pandemin innebär att riskerna ökat. Vi ser också att flera banker sänkt kraven i sin kreditprövning. Tillsammans bidrar detta till att allt fler nya bolåntagare återigen tar på sig allt större skulder. Det var därför naturligt att avsluta pausen i amorteringar i augusti. Det är därför också naturligt att FI måste fundera på vad vi med våra verktyg kan behöva göra för att motverka dessa risker.

Men vi ser i första hand ett behov av åtgärder på andra områden. För även om FI:s makrotillsynsåtgärder bidrar till att dämpa skulderna så verkar starka krafter i motsatt riktning. Låt mig här nämna tre av dessa:

- en illa fungerande bostadsmarknad,
- ett skattesystem som gynnar skulder och bostadsägande,
- låga räntor.

I den mån vi kan lätta trycket på en ökad skuldsättning från dessa drivkrafter så minskar behovet av åtgärder från FI:s sida.

Det har länge varit känt att utbudssidan på den svenska bostadsmarknaden fungerar dåligt. Sverige har OECD:s mest reglerade hyresmarknad, och de skattemässiga villkoren gör det i många fall ogynnsamt att sälja en större bostad för att köpa en mindre. Därmed minskar rörligheten på bostadsmarknaden och det befintliga beståndet utnyttjas mindre effektivt.

Nybyggnationen brottas också med stora problem. Byggekostnaderna i Sverige brukar räknas som de högsta eller bland de högsta i EU och kostnaderna har stigit betydligt snabbare än i närliggande länder på senare år. En nyligen publicerad SNS-rapport pekar ut markpriser, hyresregleringen och dålig konkurrens som viktiga förklaringar till de höga kostnaderna för byggande.¹ Höga markpriser hänger samman med problemet att hitta bygggrätter i rimliga lägen. Här spelar det allmänna en

¹ Mats A. Bergman och Sten Nyberg, *Konkurrens och prisbildning på den svenska bostadsmarknaden*, SNS Analys 81, SNS 2021.

avgörande roll genom regleringen av markanvändning och byggande. Strukture reformer på bostads- och byggmarknaden är därför viktiga åtgärder för att dämpa bostadspriser och därmed hushållens skulder.

Det faktum att utbudssidan av bostadsmarknaden fungerar dåligt innebär att vi har vad ekonomer kallar ett oelastiskt utbud av bostäder. Förändringar i efterfrågan på bostäder påverkar alltså utbudet relativt lite. I stället slår det nästan fullt igenom i priserna på bostäder. Det oelastiska utbudet innebär också att tillgången på bostäder i allt väsentligt blir ett nollsummespel. Om någon grupp ökar sin efterfrågan på bostäder, till exempel genom bättre möjligheter att få krediter eller genom att de slipper amorteringskrav, kommer den ökade efterfrågan nästan enbart omsättas i högre priser (och skulder). Antingen får denna grupp då en bättre tillgång till bostäder *på bekostnad* av andra grupper. Eller så klarar de andra grupperna av att bjuda emot och vinna budgivningen om bostäderna genom att låna mer. Då blir fördelningen av bostäder densamma, men priser (och skulder) högre. I båda fallen ökar således bostadspriserna och skulderna växer. Det här betyder också att de som argumenterar mot FI:s amorteringskrav behöver förklara på vilket sätt mildare amorteringskrav skulle minska trösklarna in på bostadsmarknaden när ökad tillgång till lån gör att priserna blir högre.

Det dåligt fungerande utbudet av bostäder påverkar också fördelningen av förmögenhet och inkomster. Stigande bostadsefterfrågan leder i detta läge till att de som redan äger bostäder eller byggbar mark ser sin förmögenhet öka när priserna ökar. Samtidigt behöver de som ska in på den ägda bostadsmarknaden låna allt mer, vilket pressar upp deras ränteutgifter och ökar deras sårbarhet. Att betalningsviljan ökar gynnar mark- och bostadsägare, byggare, mäklare och banker på bekostnad av förstagångköpare och de som vill eller behöver köpa större bostad.

Men vad driver då hushållens betalningsvilja och därmed priserna givet det dåligt fungerande utbudet av bostäder? Betalningsviljan tycks i hög grad påverkas av hushållets inkomster och kanske framför allt månadskostnader för att bo. Det är i ljuset av detta man bör se tredubblingen av bostadspriser och skulder sedan 2005. Kombinationen av stigande inkomster, kraftigt fallande räntor och låga skatter på boende och skuldsättning har endast på marginalen vägt upp av makrotillsynsåtgärder från FI.

Som jag sa tidigare behöver FI motverka de risker vi ser kopplade till hushållens skulder. Om riskerna blir alltför stora, behöver vi vidta mer kraftfulla åtgärder. Samtidigt måste vi vara medvetna om att de åtgärder FI

förfogar över har begränsningar. En anledning är att de inte påverkar dem som redan har lån. Det innebär att ytterligare åtgärder från FI lägger en stor del av anpassningsbördan på nya bolånetagare (vilket typiskt är yngre hushåll) och på så sätt riskerar att snedvrیدا bostadsmarknaden i andra dimensioner. Det vore därför betydligt bättre att åtgärder som *brett och generellt* påverkar utbudet, men också bostads- och bolåneefterfrågan vidtogs. Här kan finanspolitiken, via boendebeskattning och lägre ränteavdrag, bidra och på det sättet stärka den finansiella stabiliteten.

I Sverige är skuldfinansierat bostadsägande kraftigt gynnat skattemässigt. Fastighetsskatten är låg och ränteavdragen generösa. Detta bekräftas av forskning från OECD, som i en rapport från 2021 visar att den *marginella effektiva skatten för en svensk bolånetagare uppgår till ca -50 procent*.² En negativ skatt betyder att effekten av avdragsrätten för låneräntor är högre än skatteuttaget på boendet och innebär i praktiken en subvention. Det är enbart Danmark och Nederländerna som har liknande grad av subventioner av bolånefinansierat boende, och hushållens skulder i dessa länder ligger på liknande höga nivåer som i Sverige. Nederländerna håller nu också på att i snabb takt fasa ut sina ränteavdrag. Mindre generösa ränteavdrag i Sverige skulle också vara mer i linje med principen om skatteneutralitet, då skatten på kapitalinkomster i genomsnitt har sänkts.³

Lägre ränteavdrag skulle höja kostnaden för att bo och därmed sänka hushållens vilja att betala för boende. Det skulle dämpa skuldökningen. Och det skulle dämpa bostadsprisernas uppgång och därmed minska trösklarna för dem som vill in på bostadsmarknaden.

Fastighetsföretagens skulder är en stabilitetsrisk

Om hushållens skulder i huvudsak utgör en konsumentskyddsrisik och en makroekonomisk risk så är den kommersiella fastighetsmarknaden central för den finansiella stabiliteten. Däremot har den kommersiella fastighetssektorn relativt begränsad betydelse i termer av sysselsättning och förädlingsvärde – så länge den inte hotar den finansiella stabiliteten.

Stabilitetsriskerna kopplade till fastighetssektorn följer av att verksamheten är kapitalintensiv och att fastighetsföretag tenderar att ha stora skulder,

² OECD (2021), *Brick by Brick: Building Better Housing Policies*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/b453b043-en>.

³ Johan Almenberg och Michael K. Andersson, *Ränteavdrag och hushållens lån*, FI-analys 25, Finansinspektionen 2020.

snarare än mycket eget kapital. Fastighetsföretagen är därmed nära sammankopplade med det finansiella systemet, via banklån och numera även via obligationslån. Problem i den kommersiella fastighetssektorn har av dessa skäl ofta lett till finanskriser, såväl i Sverige på 1990-talet som i omvärlden. FI identifierade redan innan pandemin att det fanns förhöjda risker i den svenska fastighetssektorn, inte minst kopplat till att de stora skulderna kräver att stora lånebelopp löpande behöver refinansieras. Vi såg därför ett behov att stärka bankernas motståndskraft mot eventuella problem i fastighetsföretagen och höjde kapitalkraven för bankernas utlåning till kommersiella fastigheter, med verkan från 2020.

Början på pandemin gav också en försmak av hur en kris i den kommersiella fastighetssektorn skulle kunna se ut. När den ekonomiska osäkerheten spred sig i mars 2020 fick fastighetsbolagen, i likhet med andra företag, problem med att finansiera sig via certifikat och obligationer. Samtidigt försökte sparare sälja andelar i företagsobligationsfonder, vilket pressade priserna på obligationsmarknaderna. En kombination av att Riksbanken började köpa certifikat och aviserade kommande stödköp av obligationer, att regering och riksdag utlovade och gav omfattande stöd till fastighetsbolagens företagskunder och att bankerna ställde upp med mer finansiering förhindrade mer allvarliga problem.

Fastighetssektorn och dess finansiärer tycks dock snabbt ha skakat av sig chocken och mellan december 2019 och december 2021 hade priset på fastighetsaktier stigit med 35 procent. Samtidigt ökade fastighetsbolagens skulder med 21 procent, vilket gjort att skulder i relation till intjäning nu ligger på rekordnivåer. Osäkerhet kring hyresnivåer och höga vakansgrader i kölvattnet på pandemin är också oroande tecken. Sammantaget har därför stabilitetsriskerna kopplade till den kommersiella fastighetssektorn ökat betydligt under pandemin.

FI:s möjligheter att motverka riskerna i den kommersiella fastighetssektorn är mer begränsade än vad som gäller hushållens skulder. En orsak är att bolånefinansieringen nästan enbart sker via svenska banker, som FI med olika verktyg kan påverka. Finansieringen av den kommersiella fastighetssektorn sker däremot i allt högre grad via obligationsmarknader där dessutom utländska aktörer spelar en viktig roll. Eftersom FI har begränsade möjligheter att reglera svensk marknadsfinansiering och i praktiken inga möjligheter att reglera utländska marknadsaktörer, är det svårare att påverka skuldsättningen för kommersiella fastighetsföretag än

hos hushåll. Samtidigt är det viktigt att betona fördelarna med en mer diversifierad finansiering för företagen, då problem och förluster i bankerna mer direkt kan hota den finansiella stabiliteten än problem på obligationsmarknaden eller förluster för utländska obligationsägare.

Men även om det är svårare för FI att dämpa riskerna i den kommersiella fastighetssektorn så behöver vi agera. Fastighetsföretagens priser och skulderna är anpassade till ett lågt ränteläge. Företagen har möjlighet att klara räntebetalningarna i dagens låga ränteläge. Men eftersom skulderna är så stora, krävs endast en begränsad uppgång för att förmågan att betala räntan ska bli ansträngd för många företag. Denna höga räntekänslighet illustreras av de märkbara nedgångar vi sett i aktiekurser för fastighetsbolag under början av 2022.

Som ett första steg måste vi därför fortsätta att se till att bankerna har tillräckligt med kapital för att hantera riskerna i sin utlåning. Vi ser nu att en större del av bankernas utlåning går till sårbara fastighetsföretag med låg intjäning och hög skuldsättning jämfört med innan pandemin. Och våra stresstest visar att en stor del av bankernas fastighetsutlåning skulle vara sårbar vid en försämrad intjäning, men framför allt vid en ränteuppgång. Det är bland annat i ljuset av denna utveckling som FI började höja den kontracykliska kapitalbufferten i höstas (med effekt från hösten 2022). Vi ser också framför oss ytterligare höjningar under året. Bankerna behöver vara rustade både för de ökade refinansieringsbehov och högre kreditförluster som kan komma i nästa kris.

Utöver att stärka bankerna verkar FI också sedan en tid tillbaka för att göra de svenska obligationsmarknaderna mer stabila när det blåser. Detta handlar primärt om mer transparens och bättre likviditet, bland annat via större och mer standardiserade obligationsemissioner. Dessutom arbetar FI med att säkerställa att obligationsfonderna i mindre grad utsätts för uttagsanstormningar. Det handlar dels om att fonder behöver hantera sina likviditetsrisker på ett rimligt sätt. Att utlova daglig inlösen i fonder med mindre likvida placeringar är inte rimligt ur vare sig ett konsumentskydds- eller stabilitetsperspektiv. Det handlar också om att få verksamma verktyg på plats som gör att fonderna kan motverka uttagsanstormningar.

Dessa åtgärder innebär att vi bättre kan skydda den finansiella sektorn och dess stabilitet mot problem i fastighetssektorn. De kommer dock sannolikt att få en begränsad effekt på den höga skuldsättningen och risktagandet i fastighetssektorn *i sig själv*, då flera alternativa lånekanaler finns. FI kan

motverka detta risktagande genom att på ett tydligt och välgrundat sätt peka på riskerna för att få företagens ledningar och finansiärer att agera mer försiktigt. Men vi behöver även utvärdera om vi bör göra mer. Blickar man ut mot omvärlden ser man exempel på nya makrotillsynsåtgärder på fond- och fastighetsområdet, där till exempel Irland planerar att införa kapitalkrav på fastighetsfonder.

Regering och riksdag kan också bidra. Precis som för hushållens skuldsättning skulle skattepolitiken kunna minska incitamenten för risktagande i sektorn. Ett exempel skulle kunna vara ytterligare begränsningar av ränteavdraget för bolag. Jag inser samtidigt att sådana åtgärder inte är lätta att utforma och att de kräver många avväganden. Men problemets vikt gör att jag tror vi behöver titta på åtgärder över flera områden för att hantera dessa risker.

Kan en förändrad stabiliseringspolitisk regim stärka den finansiella stabiliteten?

En gemensam drivkraft bakom många av de risker som vi ser i dagens finansiella system – och som har förstärkts under pandemin – är låga räntor och ett högt risktagande. Låga räntor och ett ökat risktagande driver upp tillgångspriser och leder till ökade skulder. Och en sak är säker: skulder gör hushåll och företag mer känsliga för störningar. Jag skulle därför vilja avsluta med några ord om hur förändringar i vår stabiliseringspolitiska regim skulle kunna bidra till ett mer stabilt finansiellt system.

Sveriges stabiliseringspolitiska system växte fram efter 1990-talskrisen. Finanspolitiken skulle – förutom tillväxtpolitiska och fördelningspolitiska uppgifter och effekter via automatiska stabilisatorer – endast eftersträva sunda offentliga finanser. Aktiv stabiliseringspolitik skulle skötas av Riksbanken via penningpolitiken och det intermediära inflationsmålet.

Detta system fyllde sin uppgift väl fram till finanskrisen. Tillväxten var god, de offentliga finanserna starka och inflationen stabil (om än något under målet). Under finanskrisen uppstod dock behov av en mer expansiv finanspolitik och omfattande statliga garantier både för att rädda finansiella företag och stödja ekonomin som helhet.

Finanspolitiken återgick därefter till sin vanliga roll, men inflationen låg envist kvar på låga nivåer även efter finanskrisen. Penningpolitiken var helt enkelt inte tillräcklig för att nå det uppsatta inflationsmålet. Detta, trots att

centralbanker utvidgade sin verktygslåda med negativa styrräntor och genom att börja köpa statspapper för att pressa ner långa räntor. Penningpolitikens alltmer begränsade effektivitet var en konsekvens av sjunkande så kallade jämviktsräntor i en alltmer integrerad världsekonomi. Denna hypotetiska ränta – som speglar den ränta som kan upprätthålla fullt resursutnyttjande och stabil inflation i ekonomin – hade av olika skäl börjat sjunka redan under 1990-talet och fortsatte att göra det även efter finanskrisen. Eftersom centralbankernas möjligheter att stimulera konsumtion och investeringar är nära sammankopplad med skillnaden mellan den ränta som centralbanken kan sätta (som inte ligger alltför långt under noll) och jämviktsräntan, har därmed möjligheten att stimulera ekonomin gradvis krympt.

Riksbanken och andra centralbanker har försökt att motverka detta minskade handlingsutrymme genom att köpa statsobligationer. Under pandemin har köpen inkluderat även kommun-, bostads- och företagsobligationer. Här vill jag betona att de utfästelser som Riksbanken gjorde och de stödköp som skedde under den finansiella turbulensen i början av pandemin var bra för den finansiella stabiliteten. Dessa åtgärder får dock också negativa sidoeffekter, särskilt när de tillåts ligga kvar och till och med växa över tiden. För det första bidrar köp av privata värdepapper direkt till ökat risktagande i ekonomin via lägre räntor och riskpremier. För det andra och än mer skadligt är det om köpen bygger upp förväntningar om liknande åtgärder från Riksbankens sida vid framtida störningar. Det här skapar vad ekonomer kallar *moral hazard*, det vill säga att aktörer är beredda att ta än större risker eftersom de förväntar sig att bli räddade om det går illa. Att fastighetsföretag dominerar bland utgivarna av företagsobligationer är särskilt problematiskt. Det är inte bra om de som redan tar allra störst risker är de som förväntar sig de bästa räddningsvästarna.

Men Riksbankens köp av annat än statspapper får också en annan skadlig effekt. Genom att ge sig in på bostads- och företagsobligationsmarknaderna får Riksbanken en roll att fördela krediter mellan privata aktörer. Här finns en risk att gränser mellan finanspolitik och penningpolitik suddas ut. När nu ekonomin i hög grad återhämtat sig bör Riksbanken av dessa skäl börja krympa sin balansräkning och lämna företags- och bostadsobligationsmarknaderna för att minska dessa negativa sidoeffekter.

Värdepappersköpens effekt på efterfrågan och inflationen i ekonomin är sannolikt också relativt begränsad. Om inte finanspolitiken hade agerat

kraftfullt under pandemin, hade penningpolitiken inte heller denna gång räckt till för att dämpa nedgången i ekonomin. Och de högre inflationstal som rapporteras i Sverige och på andra håll hänger i liten utsträckning ihop med penningpolitiken.

Erfarenheterna från det senaste decenniet – och särskilt pandemin – talar därmed för att vi också behöver se över *rollfördelningen* i stabiliseringspolitiken. Vi riskerar att hamna i en cykel där Riksbanken i nedgångar känner sig tvingad att hålla extremt låga räntor och göra omfattande värdepappersköp för att försöka hålla inflationen uppe. Detta innebär ett allt högre risktagande, än mer uppskruvade priser på fastigheter och andra tillgångar, och allt högre skulder. Jakten på inflationsmålet riskerar leda till finansiell instabilitet. En sådan utveckling innebär en ökad press på makrotillsynen av skäl som jag har redogjort för tidigare.

Ett relativt okontroversiellt sätt att minska detta tryck vore att finanspolitiken tog ett större ansvar för konjunkturstabiliseringen. Detta skulle minska trycket på Riksbanken att vidta alltför långtgående åtgärder i ekonomiska nedgångar som riskerar bidra till långsiktiga stabilitetsrisker. En sådan ansvarsfördelning rimmar också väl med förslaget till den nya riksbankslagen där det anges att det krävs synnerliga skäl för att Riksbanken ska få köpa annat än statspapper i penningpolitiskt syfte. Genom en sådan ansvarsförskjutning skulle stabiliseringspolitikens två instrument på ett bättre sätt väga in den finansiella stabiliteten i sina beslut.

En mer genomgripande förändring vore att finanspolitiken *mer varaktigt* inriktades mot att skapa mer efterfrågetryck i ekonomin. Till exempel har Larry Summers (tidigare USA:s finansminister) och Olivier Blanchard (IMF:s förre chefsekonom) argumenterat för att det i dagens lågräntemiljö krävs en mer expansiv finanspolitik globalt för att driva upp jämviktsräntan och därmed förbättra möjligheterna för stabilisering via penningpolitiken. Det skulle då bli möjligt för centralbankerna att vid behov – precis som tidigare – stimulera ekonomin via lägre styrräntor. Obligationsköp skulle därmed kunna undvikas. En varaktigt högre räntenivå skulle också dämpa tillgångspriser och skulder, vilket skulle gynna den finansiella stabiliteten. Kostnaden för och riskerna med en sådan omsvängning i termer av högre offentliga skulder skulle enligt dem vara begränsad vid dagens låga räntor.

Hur skulle man göra om man vill applicera en liknande ansats i en liten öppen ekonomi som den svenska? För det första skulle det innebära att det budgetpolitiska överskottsmålet skulle behöva sänkas. Det finns förstås

många överväganden som behöver göras innan man gör en sådan förändring. Till exempel är starka offentliga finanser bra för stabiliteten i en liten ekonomi som den svenska. Mindre överskott i dag kan också innebära större finansiella kostnader för framtida generationer. Samtidigt ska man inte glömma att de fallande och låga räntor vi sett de senaste decennierna inneburit en kraftig förmögenhetsförskjutning till dagens medelålders och äldre generationer i förhållande till yngre och framtida generationer. I den mån en varaktigt mer expansiv finanspolitik driver upp räntorna och håller tillbaka tillgångspriser skulle yngre och kommande generationer gynnas. Det gäller i än högre grad om en sådan omläggning bidrar till högre långsiktig tillväxt, till exempel genom offentliga investeringar med hög samhällsnytta.

Detta leder mig över till frågan om en mer expansiv finanspolitik i en liten öppen ekonomi som den svenska verkligen skulle driva upp jämviktsräntan märkbart. Ett vanligt nationalekonomiskt antagande är att på lång sikt kommer räntan i en liten öppen ekonomi att vara densamma som i omvärlden. I den mån detta stämmer kommer en mer expansiv finanspolitik och därmed ökande efterfrågan leda till ett kapitalinflöde. Det leder i sin tur till en förstärkt växelkurs och en lägre nettoexport som motverkar den finanspolitiska stimulansen. Även om antagandet om att räntan kommer vara densamma som i omvärlden inte gäller fullt ut så är det möjligt att effekten på jämviktsräntan blir liten. Det innebär att för- och nackdelarna med ett mer expansivt saldomål behöver vägas noggrant mot varandra. Ur min synvinkel är det viktiga att den finansiella stabiliteten och riskerna med varaktigt låga räntor kommer med på dagordningen när en det finanspolitiska ramverket ska ses över om några år.

Slutsatser

Låt mig avsluta med några reflektioner och slutsatser. Sveriges ekonomi har återhämtat sig snabbt, inte minst med stöd från den ekonomiska politiken. Samtidigt har risktagandet stigit, priserna på fastigheter och andra tillgångar ökat, och skuldsättningen vuxit. Detta innebär att riskerna kopplade till hushållen och den kommersiella fastighetssektorn har stigit under pandemin. Riksbankens köp av bostads- och företagsobligationer bidrar till detta. Och ju längre dessa innehav ligger kvar desto större blir förväntningarna på stöd i framtida kriser. Därmed sår vi i värsta fall fröna till nästa kris. Det är därför dags för Riksbanken att börja dra ner på innehaven nu.

FI har i uppdrag att värna den finansiella stabiliteten. Detta innebär att vi är beredda att bygga motståndskraft i det finansiella systemet för att hantera de växande riskerna kopplade till hushållens och fastighetsföretagens skulder. Samtidigt skulle jag hellre se strukturella reformer på bygg- och bostadsmarknaden och en mer ändamålsenlig bostadsbeskattning. Det skulle få bostadsmarknaden att fungera bättre och samtidigt gynna den finansiella stabiliteten.

Balansen i stabiliseringspolitiken bör också ses över. I dag bär penningpolitiken ett alltför stort ansvar, vilket ökar de finansiella stabilitetsriskerna. Det vore därför bra för den finansiella stabiliteten om finanspolitiken tog ett större ansvar för stabiliseringspolitiken och att Riksbanken i högre grad kunde använda traditionella penningpolitiska verktyg för att nå inflationsmålet. Därmed skulle finans- och penningpolitiken understödja snarare än försvåra för den finansiella stabilitetspolitiken.