

# Veckans tanke

onsdag 18 december 2019

## Höj räntan – riksbankskritikerna ser inte skogen för alla träd

Mycket talar för att Riksbanken i morgon höjer styrräntan med 0,25 procentenheter till 0 procent. Det är ett bra beslut och innebär att minusräntepolitiken antligen överges efter nästan fem år. Kritikerna ser dock en höjning som tecken på tonhövdhet inför alla signaler om en vikande svensk konjunktur. Vi menar att dessa kritiker inte ser skogen för alla träd när det gäller faktisk påverkan på ekonomin samt de tydliga avigsidorna med långvarig minuspolitik.

**Robert Bergqvist**  
 Chefsekonom  
 +4670 445 1404  
 robert.bergqvist@seb.se  
 @BergqvistRobert

**Håkan Frisen**  
 Prognoschef  
 +468 763 8067  
 hakan.frisen@seb.se  
 Enter twitter

**Jämförelser med tidigare episoder då riksbankshöjningar tajmingmässigt kommit tokigt**, t ex månaderna före Lehmankraschen, haltar betänkligt. Det senaste halvåret har Riksbanken faktiskt totalt sett fört politiken i mer, inte mindre, expansiv riktning. Även om räntan nu höjs har slutpunkten för Riksbankens räntebana tre år framåt sänkts med ca 0,8 procentenheter till 0 procent. En ränta på 0 procent kan knappast heller vara negativ för tillväxten eller arbets- och bostadsmarknaden. Realräntan, d v s beaktat en inflation på ca 1,5 procent de närmaste åren, hamnar på runt minus 1,5 procent.

**Därtill är det nödvändigt att den okonventionella penningpolitikens ”mörka sidor”** diskuteras och sätts i proportion till de positiva effekter som minusräntor och obligationsköp ger. Vi ser flera risker som motiverar att Riksbanken tar styrräntan tillbaka till åtminstone nollstreck och avstår från ytterligare värdepappersköp:

**1. Zombieföretag, kapitalförstöring & klimatpåverkan.** Extremt låga räntor gör att ineffektiva företag kan fortsätta sin verksamhet. ”Zombieföretag”, som normalt är mer skuldsatta än mer lönsamma konkurrenter, hämmar produktivitetstillväxten genom att dels vara ineffektiva, dels tränga undan mer effektiva företag. Generellt ålderdomlig struktur och stort kapitalberoende gör också att de ofta har en negativ klimatpåverkan.

**2. Ökad osäkerhet & ökat försiktighetssparande.** Minusräntor leder till en kriskänsla som ökar hushålls och företags försiktighet. Om inflationsförväntningarna redan är på låga nivåer kan minusräntor därmed förstärka fallet och således pressa upp realräntorna tvärt emot centralbankernas ambitioner.

**3. Svag valuta ger endast temporära effekter.** För flera centralbanker, däribland Riksbanken, är valutan viktig för att uppfylla inflationsmålet. En svag valuta ska lyfta importpriserna samt via exportstimulans ge högre tillväxt och inflation. Effekten på inflationen är dock övergående. Att försvaga valutan till nivåer som ligger långt ifrån fundamentalt motiverade nivåer kan också skapa osäkerhet och dämpa omvandlingstrycket i exportsektorn på ett sätt som hämmar produktiviteten på längre sikt.

**4. Risktagande & uppbyggnad av finansiella risker.** Exceptionellt låga räntor pressar upp tillgångspriser, inte minst på bostäder, vilket skapar ökade klyftor i samhället. Generellt tvingar politiken investerare allt längre ut på avkastningskurvor och/eller till köp av värdepapper som har högre kreditrisk och ofta sämre likviditet. Nya regleringar gör att t ex banker inte längre kapacitet att hårbärgera kreditrisk på balansräkningen. Denna nya struktur på kreditmarknaden har aldrig riktigt ”stress-testats”.

**5. Pressade pensionssystem.** Fallande räntor samt regleringar minskar avkastningen och pressar diskonteringsräntor med vilka framtida pensionsskulder framräknas. Om skulderna stiger och solvensen sjunker kan pensionsbolagen tvingas allokera mer kapital till säkra ränteplaceringar. Det pressar ned räntorna ytterligare. Alternativt får framtidens pensionärer räkna med sämre pensioner vilket i sin tur kan öka sparandet. I dagsläget är solvensen på tillfredsställande nivåer samtidigt som avkastningen varit hög med hjälp av stigande börser och fallande räntor. Ett börsfall kan snabbt förvärra läget

särskilt om det sker i samband med ett ytterligare fall i räntor.

**Det är förstås svårt för Riksbanken att explicit baka in alla dessa aspekter i räntebesluten.** Men vi ser nu en internationell trend där centralbanker och andra oroar sig alltmer för den extrema penningpolitikens avigsidor och avtagande effektivitet samt bristen på ammunition för att möta kommande lågkonjunkturer.

**I en sådan miljö har samspelet mellan penning- och finanspolitik alltmer kommit i fokus.** Även om den direkta stimulanseffekten tycks vara i avtagande bidrar det rekordlåga ränteläget till sjunkande kostnader för offentliga skulder. Därmed frigörs resurser för finanspolitiska satsningar på t ex infrastruktur, klimat och utbildning. Allt fler menar till och med att penningpolitikens främsta uppgift numera är att skapa finanspolitiskt manöverutrymme; politikens effektivitet ifrågasätts om den inte samtidigt går hand i hand med en mer kraftfull finans- och strukturpolitik.

**En sådan förskjutning i debatten blir extra relevant för Sverige där penningpolitiken drivits mer extremt än i omvärlden.** Våra, internationellt sett, mycket starka offentliga finanser ger också ett betydande utrymme för finanspolitiska stimulanser. Ur ett ekonomiskt perspektiv är det förstås viktigt att dessa utformas på ett sätt som inte försämrar ekonomins funktionssätt. På många områden t ex inom skatte- och bostadspolitiken kan vi nu se betydande politiska blockeringar. Det finns dock också områden där det verkar finnas en bred politisk enighet t ex när det gäller ökade statsbidrag till kommunerna. Där skapar dock antingen det finanspolitiska ramverket eller formerna budgetsamarbetet inom 73-punktsprogrammet låsningar.

**När Riksbanken 2014-15 släppte fördämningarna och började göra allt för att uppfylla inflationsmålet var det delvis ett svar på kritik från arbetsmarknadens parter** om att målet höll på att tappa funktionen som ankare i lönebildningen. I detta läge kunde en växelkursdriven temporär inflationsimpuls fylla en funktion som "brygga" till en mer underliggande uppväxling av inflationstakten. Pågående avtalsrörelse är nu på väg in i ett avgörande skede men någon större förändring jämfört de avtalsnivåer som etablerats på senare år är knappast att vänta. Parterna, framför allt på arbetsgivarsidan, har varit tydliga med att det är andra faktorer än penningpolitiken som är avgörande. Detta minskar också motiven för Riksbanken att krampaktigt fortsätta försöken att hålla inflationen uppe med hjälp av kronförsvagning.

**Sverige behöver fortsatt expansiv penningpolitik men nu är det hög tid att sätta punkt för minusräntan.** I takt med att tiden gått och politiken bestått har de negativa sideeffekterna avseende finansiell stabilitet och långsiktig tillväxtpotential och ekonomiska klyftor blivit alltmer framträdande. En aktivare roll för finanspolitiken skulle ge en betydligt bättre policymix jämfört med en än mer utsträckt period med minusräntor.