

De senaste årens penningpolitik

Lars E.O. Svensson

Email: lars.svensson@iies.su.se

Web: larseosvensson.se

Nationalekonomiska föreningen,
Handelshögskolan i Stockholm, 2013-11-26

1

Översikt

- Riksbankens mandat
- Måluppfyllelse i Sverige och utomlands
- Långsiktiga effekter på arbetslösheten
- Penningpolitisk åtstramning från sommaren 2010
- Kort och långsiktiga effekter på hushållens skulder
- Hur koordinera penningpolitik och finansiell stabilitet?
- Slutsatser

Riksbankens mandat

- Riksbankslagen
 - ”Målet för Riksbankens verksamhet skall vara att **upprätthålla ett fast penningvärde**. Riksbankens skall också främja ett säkert och effektivt betalningsväsende.”
- Riksbanken
 - Inflationsmål, årlig ökning av KPI ska vara 2%

Riksbankens mandat

- Regeringspropositionen 1997/98:40 (sid. 1)
 - ”Såsom myndighet under riksdagen skall Riksbanken därutöver, **utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet**, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och **hög sysselsättning**.”
- Riksbanken (i varje Penningpolitisk rapport):
 - ”Detta görs genom att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt **längsiktigt hållbara** utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas **flexibel inflationsmålpolitik**. Det innebär inte att Riksbanken gör avkall på att **inflationsmålet är överordnat**.”

Riksbankens mandat

- "Hög sysselsättning"
 - = högsta hållbara sysselsättning
 - = lägsta hållbara arbetslöshet
- Stabilisera inflationen runt inflationsmålet och arbetslösheten runt en (lägsta) långsiktigt hållbar nivå
 - Inflationen varierar runt 2%
 - Arbetslösheten varierar runt en skattad långsiktigt hållbar nivå

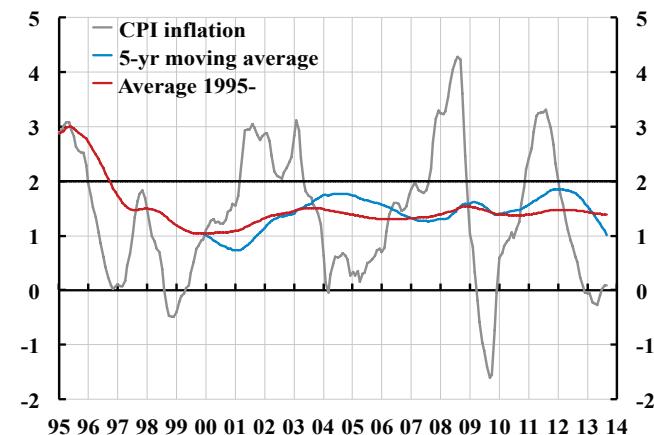
Vad betyder "utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet" och "inflationsmålet är överordnat"?

- Inte möjligt att ständigt hålla inflationen på 2%
- Istället: Håll genomsnitt av KPI-inflationen under en längre period nära 2%
- Kriterium på om inflationsmålet uppfylls eller åsidosätts

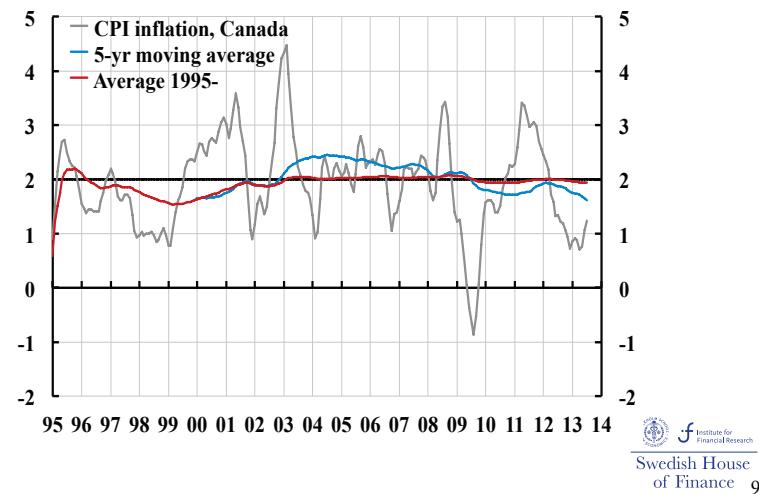
Feds mandat

- Federal Reserve Act
 - The Fed shall "promote effectively the goals of **maximum employment** and **stable prices**"
 - Maximum **sustainable** employment
- Statement on longer-run goals and monetary policy strategy
 - Inflation target of 2 percent
 - Maximum employment determined by non-monetary factors, may change, needs to be estimated
 - Longer-run normal rate of unemployment, central tendency 5.2-6 %
 - **Balanced approach** in mitigating inflation and employment deviations
- Fed och Riksbanken har samma mandat
 - Stabilisera inflationen runt inflationsmålet och arbetslösheten runt en skattad långsiktigt hållbar nivå

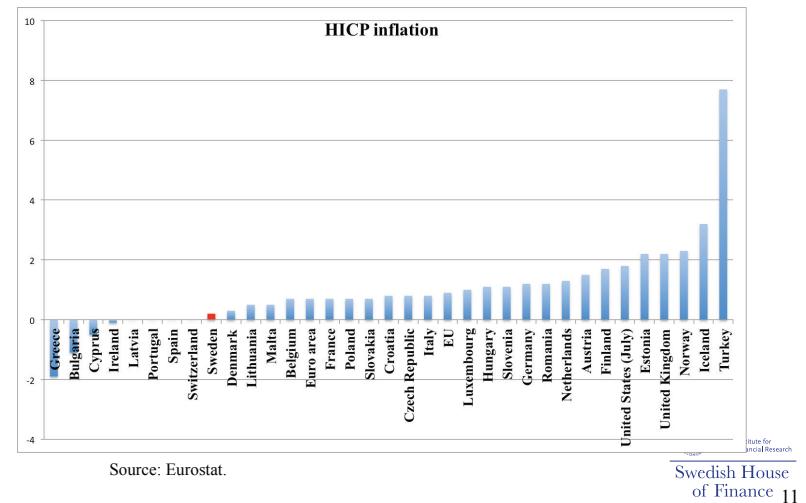
Måluppfyllelse: Genomsnittlig inflation betydligt under målet



Genomsnittlig inflation i Kanada på målet



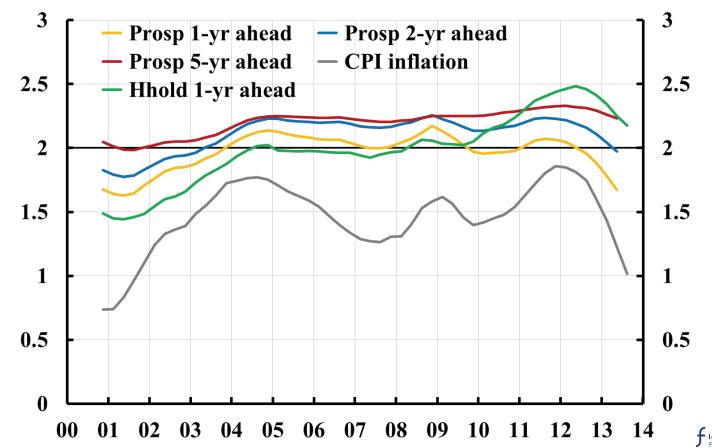
Låg inflation i Sverige nu (HIKP, oktober)



Average inflation in some countries: Sweden an outlier

Country	Target	Index	Period	Average	Deviation
Sweden	2 (1995-)	CPI	1997-2011	1.4	- 0.6
	2 (1995-)	CPI	1997-2007	1.3	- 0.7
Australia	2-3 (1993-)	CPI	1997-2011	2.7	0.2
Canada	2 (1995-)	CPI	1997-2011	2.0	0.0
UK	2.5 (1992-2003)	RPIX	1997-2003	2.4	- 0.1
	2 (2004-)	CPI	2004-2007	2.0	0.0
	2 (2004-)	CPI	2008-2011	3.4	1.4
Euro zone	(< 2) (1999-)	HICP	2000-2011	2.1	
USA	(≤ 2) (2000-)	core CPI	2000-2011	2.0	
		core PCE	2000-2011	1.9	

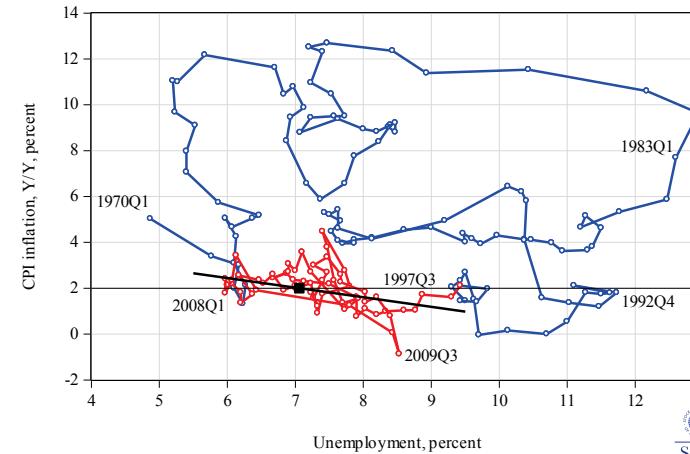
Inflationsförväntningarna nära målet, trots låg inflation 5-åriga glidande medelvärden



Inflation under målet får reala konsekvenser

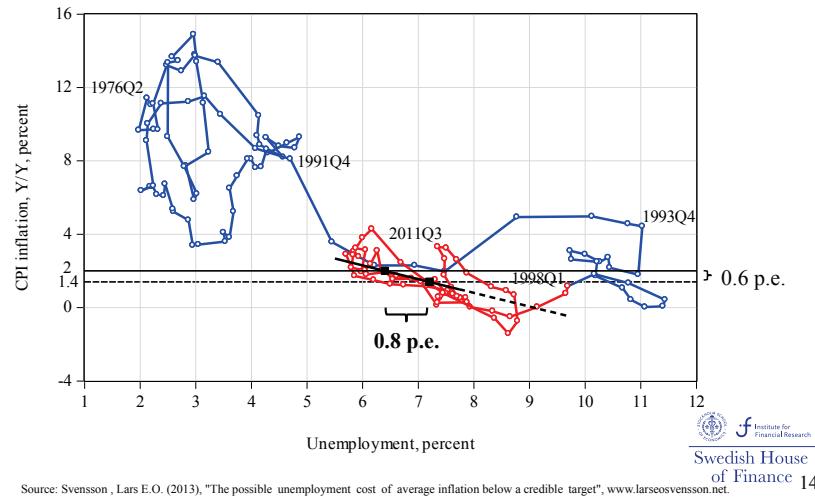
- Inflationsförväntningarna nära målet
- Lägre genomsnittlig inflation än förväntat får realekonomiska konsekvenser
- Högre arbetslöshet
- Högre *real*a skulder för hushållen ...
- ... och högre belåningsgrad samt lägre nettoförmögenhet och bruttosoliditet (nettoförmögenhet i förhållande till totala tillgångar) ...
- ... och högre skuldkvot

Canada, unemployment and CPI, Y/Y, 1970-2012 Average inflation on target 1997-2011, 2 %



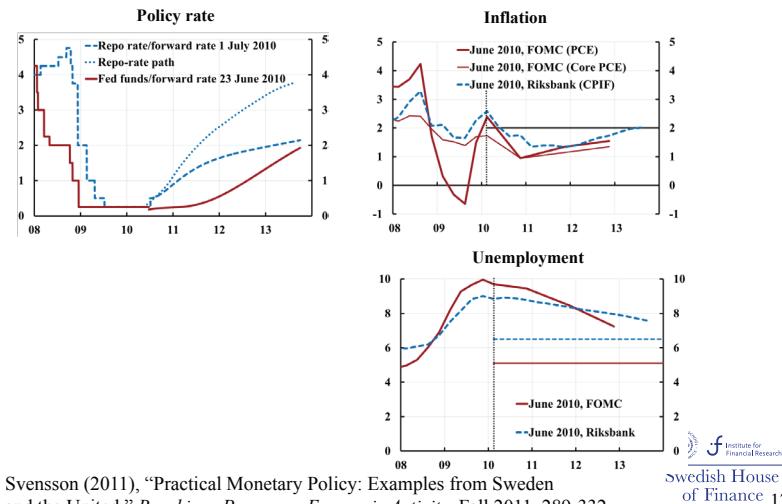
I genomsnitt 0,8 procentenheter högre arbetslöshet sedan 1997 (lutande långsiktig Phillipskurva)

Arbetslöshet och KPI-inflation 1976-2012, långsiktig Phillipskurva 1997-2012



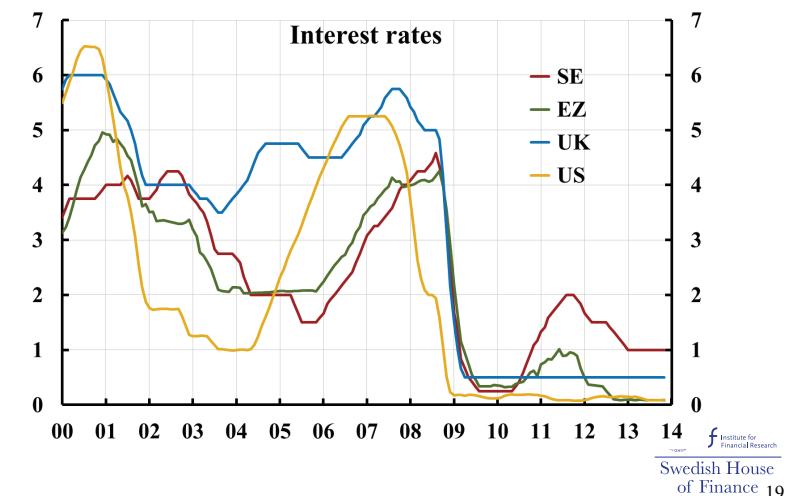
Penningpolitisk åtstramning från sommaren 2010

Fed and Riksbank, June/July 2010 Similar forecasts, very different policies



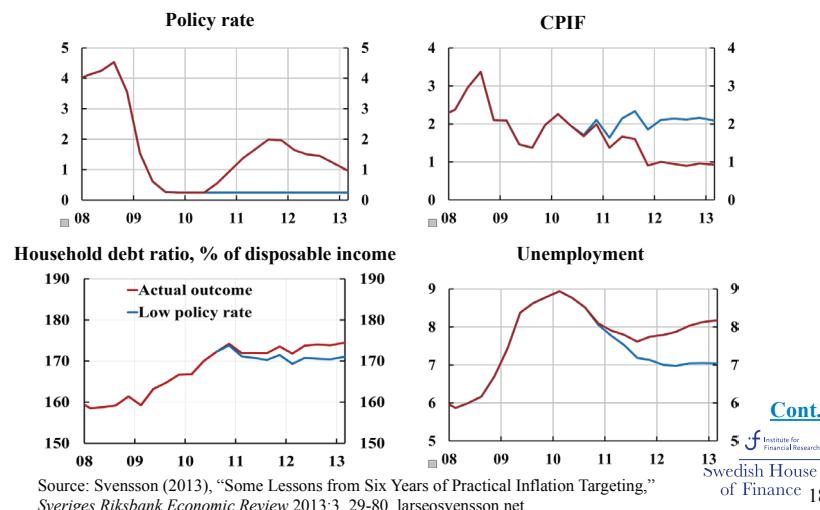
Svensson (2011), "Practical Monetary Policy: Examples from Sweden and the United," *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2011, 289-332.

Styrräntor i Sverige, UK och USA; Eoninaräntan i euroområdet



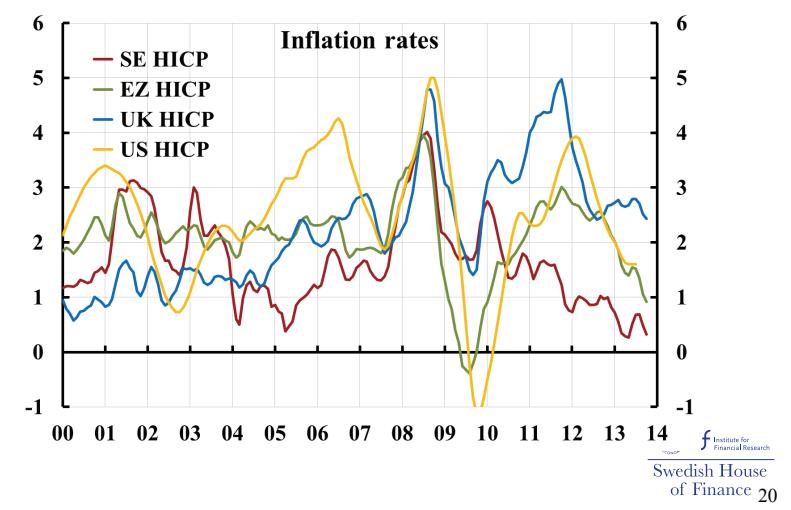
Swedish House of Finance 19

Räntehöjningar från juni/juli 2010 har medfört inflation under målet, högre arbetslöshet och högre skuldkvot



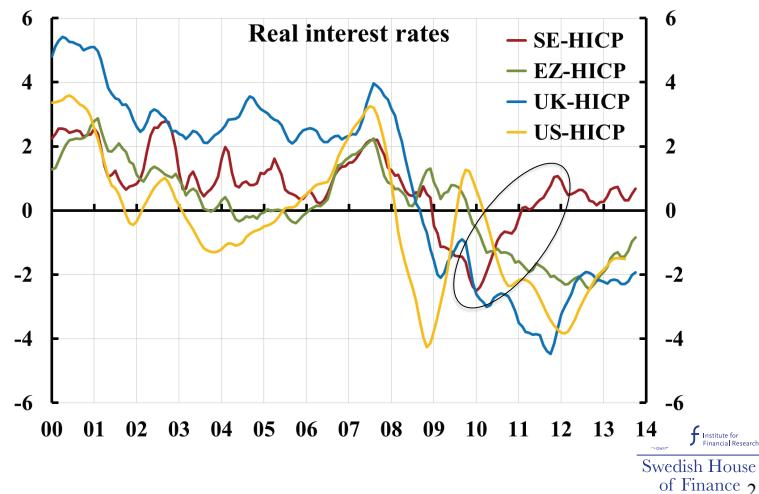
Source: Svensson (2013), "Some Lessons from Six Years of Practical Inflation Targeting," *Sveriges Riksbanks Economic Review* 2013:3, 29-80, larseosvensson.net.

HIKP-inflation i Sverige, euroområdet, UK och USA

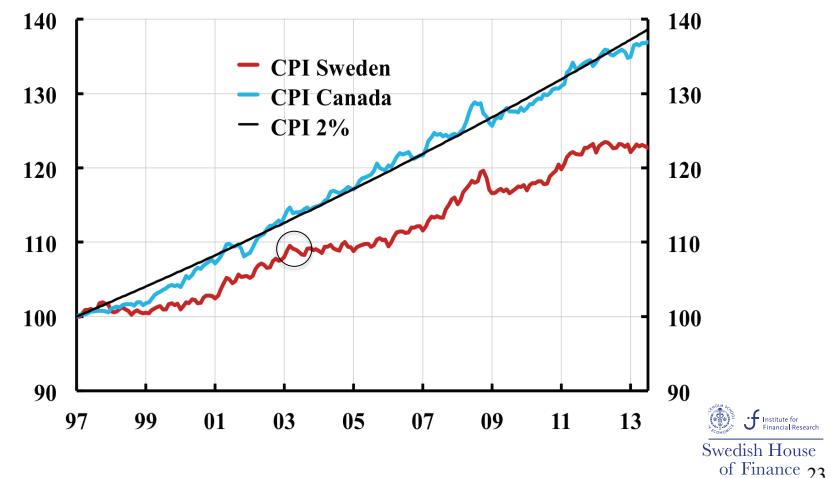


Swedish House of Finance 20

Real styrränta i Sverige, UK och USA, real Eoniaränta i euroområdet



Långsiktiga effekter på reala skulder: Prisnivån blir lägre än förväntat



Kort och långsiktiga effekter på skulderna

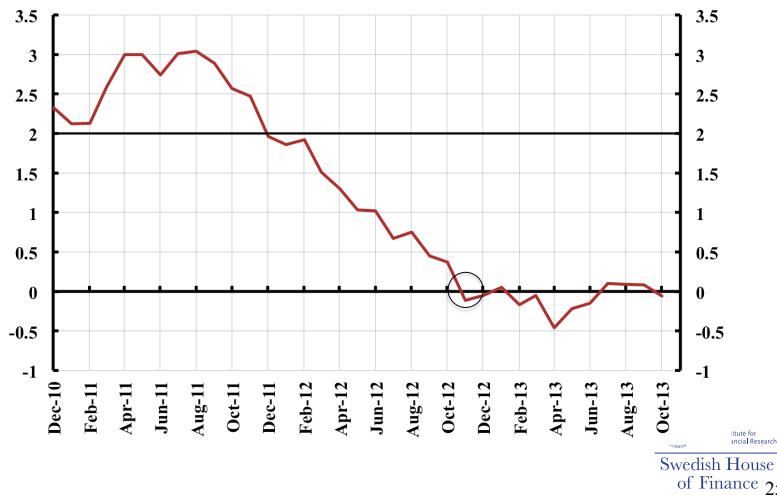
- Reala skulder är en kvot:
Nominella skulder/Prisnivå
- Skuldkvoten:
Nominella skulder/Nominell disponibel inkomst
- Belåningsgraden:
Nominell skuld/Nominellt värde på bostaden
- Man (och Riksbanken!) får inte glömma nämnaren, och penningpolitikens effekt via den

Realvärdet idag av en given skuld blir större än förväntat; större ju tidigare skulden togs

Oväntad och önskad procentuell ökning av reala värdet i september 2013,
beroende på när skulden togs



De senaste två åren: Noll-inflation



Senaste 2 åren

Jämfört med om inflationen varit 2%:

- Reala värdet av en given skuld 4% högre
- Reala värdet av bostäderna inte högre, kanske lägre
- Högre belåningsgrad, lägre nettoförmögenhet, lägre bruttosoliditet, svagare balansräkning
- Real disponibel inkomst 4% högre? Knappast
- Högre skuldkvot
- Lägre inflation *ökar* reala skulder, belåningsgrad, skuldkvot och eventuella risker
- För låg inflation (liksom för hög) leder till oönskade förmögenhetsomfördelningar

Senaste 2 åren

- Inflationen 0%, borde varit 2%
- Jämfört med om inflationen varit 2%:
 - Prisnivån 4% lägre
 - Realvärdet på en given skuld 4% högre
 - För varje lånad miljon, kapitalförlust 40 000 kr
 - Bolån 2 300 mdr kr; 4% är ca 90 mdr
 - *Negativ* tvångsamortering!
 - En konsumentskyddsfråga

"Leaning against the wind" kontraproduktivt

- Riksbanken tror att dess stramare penningpolitik begränsar hushållens skuldsättning
- Men för låg inflation *ökar* reala skulder, belåningsgrad och skuldkvot, *försägar* hushållens balansräkning, och *ökar* därmed eventuella risker
- "Leaning against the wind" är kontraproduktivt och gör eventuella problem värre

Hur bör penningpolitik och finansiell stabilitet koordineras?

- Vem ska bedöma om penningpolitiken hotar den finansiella stabiliteten?
- Gör som i Storbritannien

Hur bör penningpolitik och finansiell stabilitet koordineras?

- *Finansinspektionen bedömer* om penningpolitiken medför hot, t.ex. i Stabilitetsrådet
- *Riksbanken beslutar* om denna bedömning ska påverka penningpolitikens inriktning
- Inget problem med instruktionsförbudet
- I frånvaro av en varning från FI, ska Riksbanken inte åsidosätta inflationsmålet och den allmänna ekonomiska politikens mål om full sysselsättning

Penningpolitik och finansiell stabilitet i Storbritannien

- Monetary Policy Committee (MPC):
“Forward guidance” – Inte höja räntan så länge arbetslösheten överstiger 7%
- Upphör om (“knockout”):
“the Financial Policy Committee (**FPC**) **judges** that the stance of monetary policy poses a significant threat to financial stability that cannot be contained by the substantial range of mitigating policy actions available to the FPC, ...”
- Det är FPC som avgör om det finns ett hot mot den finansiella stabiliteten, inte MPC

Slutsatser

- Åsidosätt inte inflationsmålet:
Håll inflationen i genomsnitt på målet
- Lägre inflation än trovärdigt mål ger långsiktiga reala effekter:
Högre arbetslöshet och högre reala skulder
- Penningpolitiken i Sverige stram (inte expansiv), i synnerhet jämfört med omvärlden
- De senaste 2 åren har den låga inflationen lett till en betydande förmögenhetsomfördelning
- ”Leaning against the wind” är kontraproduktivt
- Finansinspektionen bör avgöra om penningpolitiken hotar den finansiella stabiliteten eller inte
- Utvärderingen och den demokratiska kontrollen av Riksbanken och dess politik bör skärpas – Riksbanken ska inte utan vidare kunna åsidosätta de mål som Riksdagen fastställt

Extrabilder

Swedish 5-year real interest rate, strong negative trend Percent

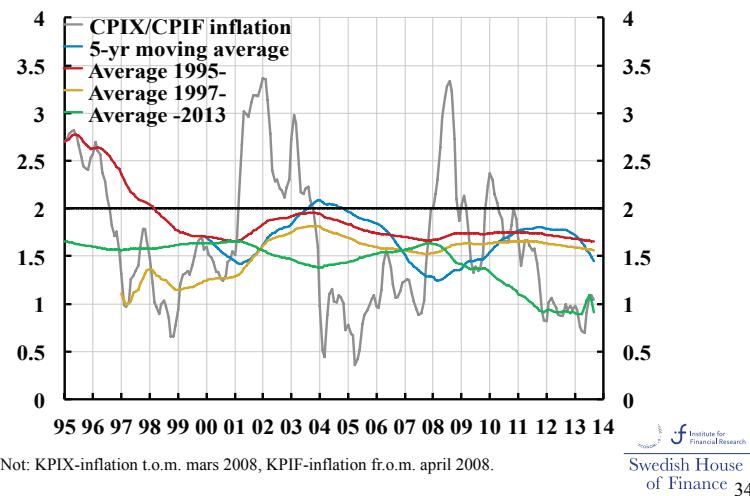


Institute for
Financial Research
Swedish House
of Finance 35

Sources: The Swedish National Debt Office and the Riksbank

Institute for
Financial Research
Swedish House
of Finance 33

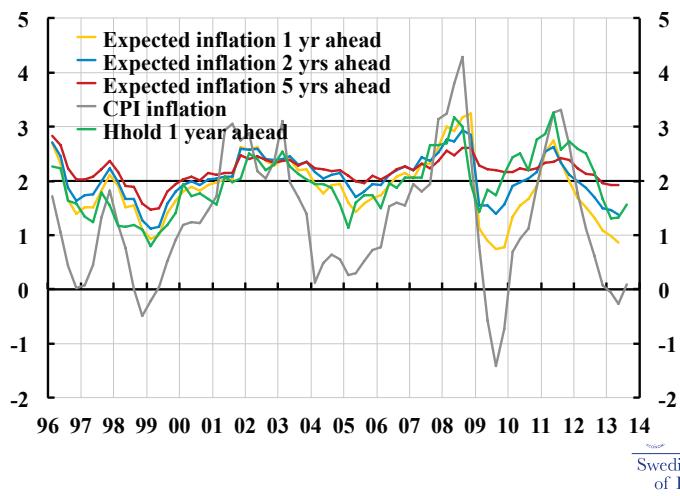
Genomsnittlig KPIX/KPIF-inflation också under målet



Not: KPIX-inflation t.o.m. mars 2008, KPIF-inflation fr.o.m. april 2008.

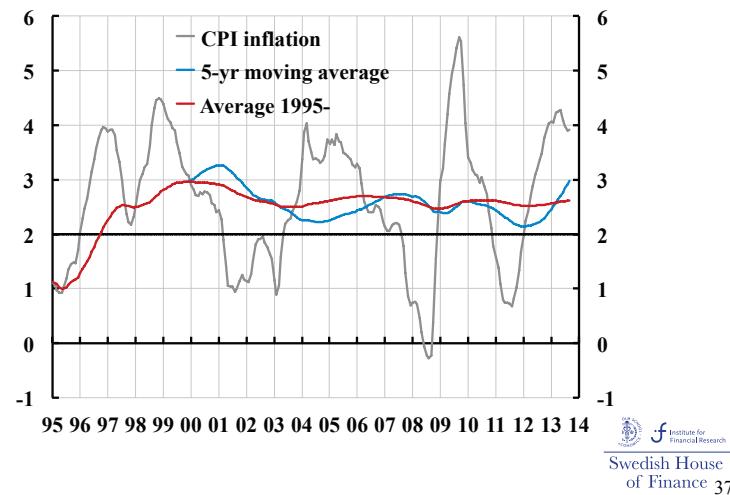
Institute for
Financial Research
Swedish House
of Finance 34

Inflationsförväntningar (Prospera), KPI-inflation och hushållens inflationsförväntningar

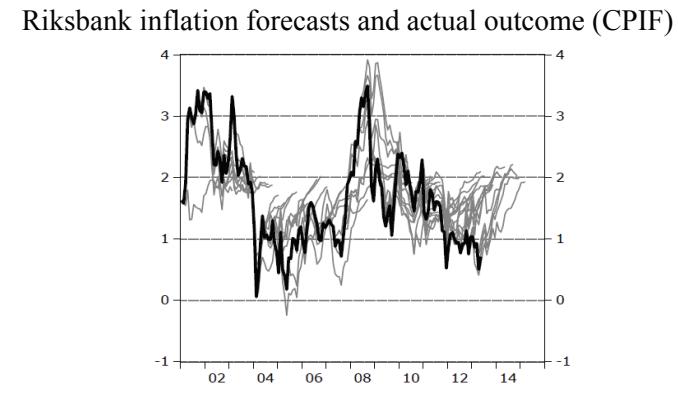


Institute for
Financial Research
Swedish House
of Finance 36

Hypotetiskt alternativt fall: Problem eller OK?

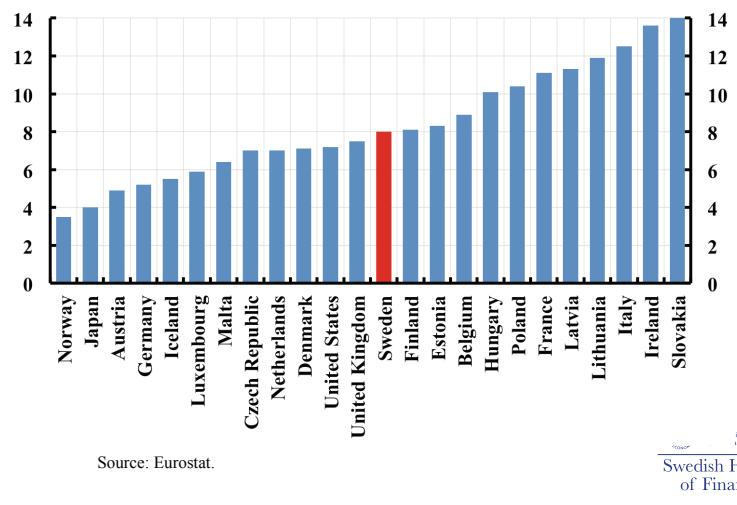


Riksbank inflation forecasts biased upwards



Institute for
Financial Research
Swedish House
of Finance 39

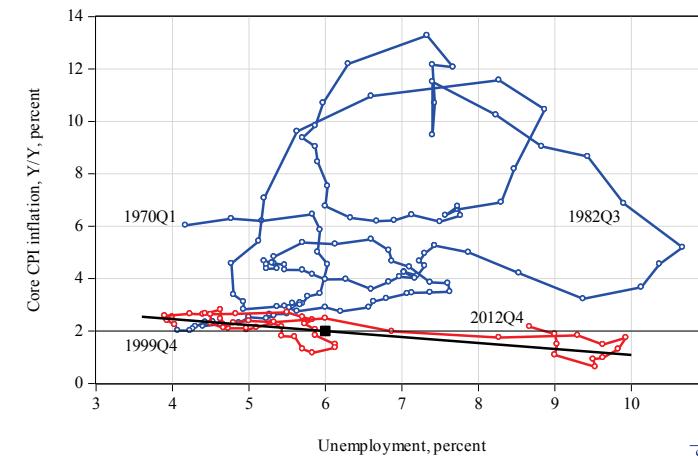
Hög arbetslöshet i Sverige



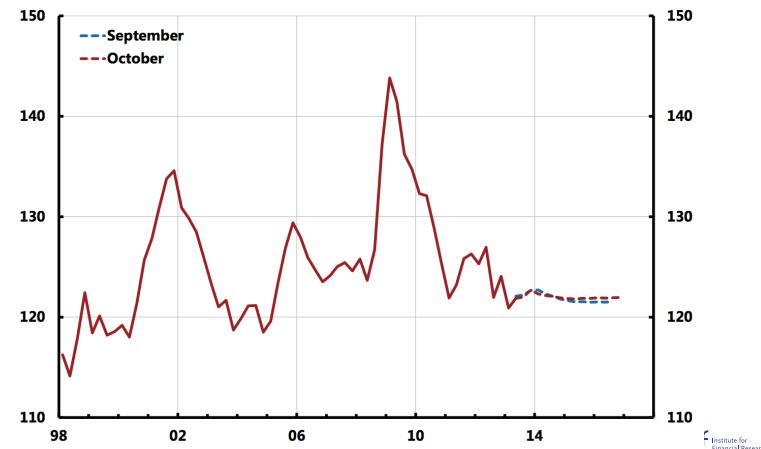
US, unemployment and core CPI, Y/Y, 1970-2012

Average inflation 2000-2011 2 %

Long-run Phillips curve 2000Q1-2011Q2

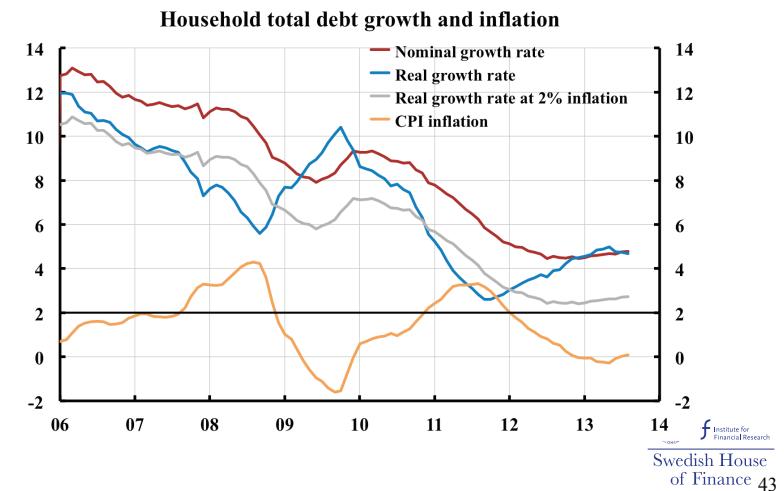


Real växelkurs, KIX

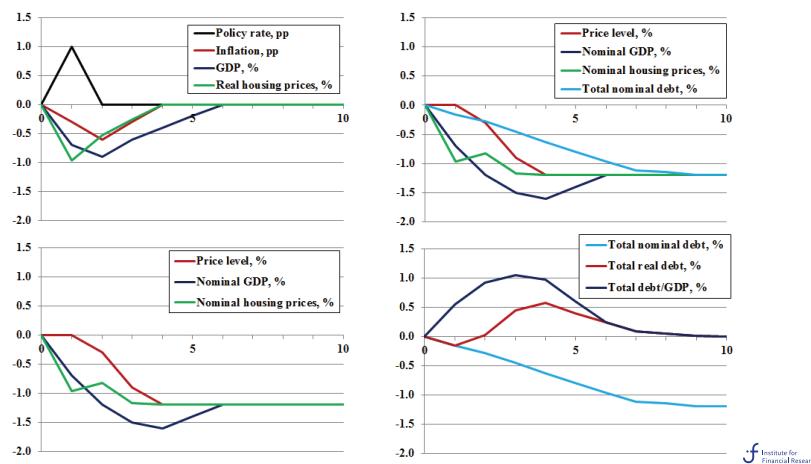


Swedish House of Finance 41

Skuldtillväxten



Impulse responses to 1 percentage point higher policy rate during year 1



Source: Svensson (2013), "Leaning against the wind leads to higher (not lower) household debt-to-GDP ratio," larseosvensson.se.

Swedish House of Finance 42