



# Riksbankens roll i svensk ekonomi

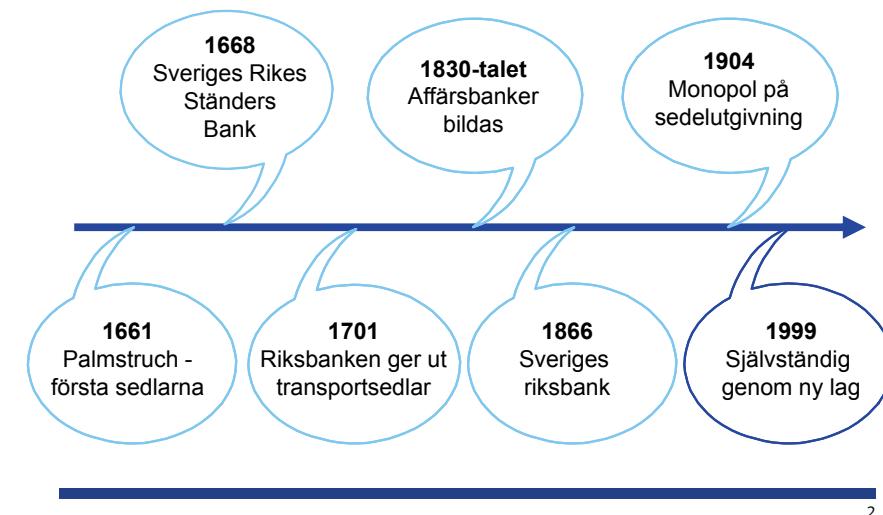
Handelshögskolan  
2013-02-21

Lars E.O. Svensson



1

# Världens äldsta centralbank



2



## Riksbankens uppgifter

- Riksbankslagen 1 kap. §2:  
Målet för Riksbankens verksamhet skall vara att upprätthålla **ett fast penningvärde**. Riksbanken skall också **främja ett säkert och effektivt betalningsväsende**.
- Regeringens proposition 1997/98:40 s. 1:  
Såsom myndighet under riksdagen bör Riksbanken därutöver, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och **hög sysselsättning**.

3



## Riksbankens uppgifter

- Penningpolitik:  
**Fast penningvärde**  
**Hög sysselsättning(!)**
- Finansiell stabilitet:  
**Främja ett säkert och effektivt betalningsväsende**

4

## Riksbankens direktion



RB chef, Stefan Ingves



1:e vice, Kerstin af Jochnick



Vice, Karolina Ekholm



Vice, Per Jansson



Vice, Lars E.O. Svensson



Vice, Barbro Wickman-Parak

5



## Riksbankens ledning

- Riksbanken myndighet under Riksdagen
- Riksbanksfullmäktige utser direktionen
- Direktionen beslutar i Riksbanken
- Riksbankschefen ordförande (ej chef) för direktionen
- Direktionsledamöter har individuellt ansvar
- Stor transparens: Penningpolitiska beslut, röster, reservationer, protokoll med namn

6

## Riksbankens ansvar

- Penningpolitik – ensamt ansvar
- Finansiell stabilitet – delat ansvar  
(Finansinspektionen, Riksgälden, Finansdepartementet)



7



## Penningpolitik

8

## Mål för penningpolitiken

- Upprätthålla fast penningvärde
  - Inflationsmål, 2 procent (per år) för KPI
  - Stabilisera inflationen kring 2 procent (ofullständig kontroll)

9

## Varför just 2 procent?

- Ger utrymme för pris- och lönejusteringar utan deflation
- Mindre risk för att reporäntan hamnar vid nollgränsen
- Vanligt inflationsmål för industriländer

10

## Mål för penningpolitiken

- ”Hög sysselsättning”
  - Högsta **hållbara** sysselsättning
  - ”...Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, även strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas flexibel inflationsmålpolitik.”  
(Penningpolitisk rapport, Penningpolitiken i Sverige)

11

## Mål för penningpolitiken

- Stabilisera sysselsättningen runt långsiktigt hållbar utvecklingsbana
- Stabilisera arbetslösheten runt långsiktigt hållbar nivå  
(vid behov korrigeras med arbetskraftsgapet, gapet mellan faktisk och potentiell arbetskraft)
- Notera att den långsiktigt hållbara nivån för arbetslösheten beror på arbetsmarknadens funktionssätt och strukturella förhållanden: Måste skattas empiriskt

12

## Flexibel inflationsmålpolitik (inte strikt)

- Stabilisera inflationen runt inflationsmålet
- Stabilisera arbetslösheten runt långsiktigt hållbar nivå
- Mer allmänt (oenighet): Stabilisera realekonomin (resursutnyttjandet) kring (långsiktigt) hållbar nivå
- Andra mått på resursutnyttjandet:  
Gap: arbetslöshet, sysselsättning, arbetade timmar, produktion
- Kvalitativ bedömning istället för kvantitativ?
- Men i praktiken krävs mätbara mål i ekonomisk politik för att det ska bli resultat:  
"What is measured gets done"



13

## Flexibel inflationsmålpolitik (inte strikt)

- Penningpolitiken verkar med födröjning på realekonomi och inflation
- Prognosstyrning (forecast targeting)
- Välj räntebana så att resulterande prognoser för inflation och arbetslöshet "ser bra ut" (bäst stabiliseras inflation och arbetslöshet), utgör "väl avvägd penningpolitik"



14

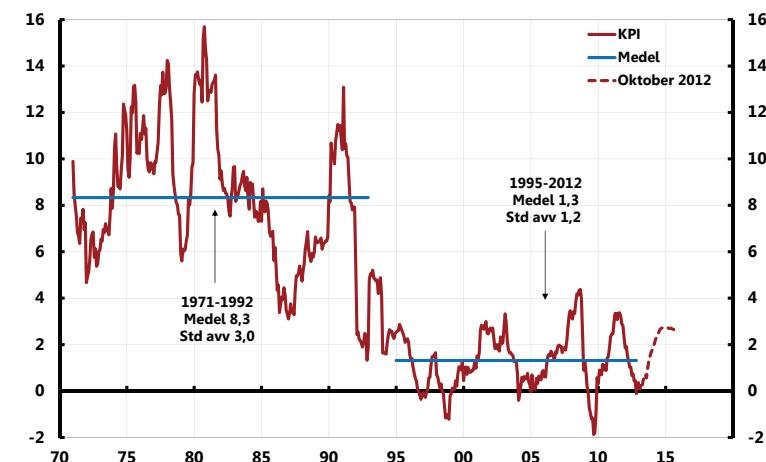
## Flexibel inflationsmålpolitik (inte strikt inflationsmålpolitik)

- Högre räntebana (mer åtstramande penningpolitik)
  - Lägre inflationsprognos
  - Högre arbetslösretsprognos
- Lägre räntebana (mer expansiv penningpolitik)
  - Högre inflationsprognos
  - Lägre arbetslösretsprognos
- Väl avvägd penningpolitik: Lämplig kompromiss mellan stabilisering av inflation och arbetslöshet
- Effektiv penningpolitik: Ej möjligt stabilisera inflationen mer utan att stabilisera arbetslösheten mindre, och vice versa



15

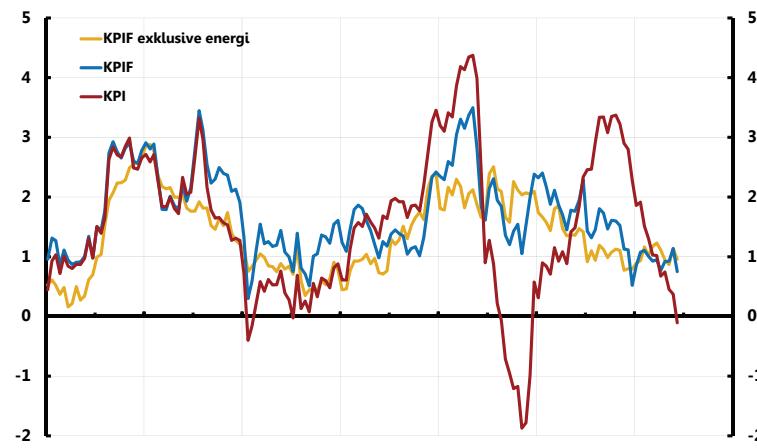
## Utfall för inflationen, KPI Årlig procentuell förändring



Källa: SöS

## KPI, KPIF och KPIF exklusive energi

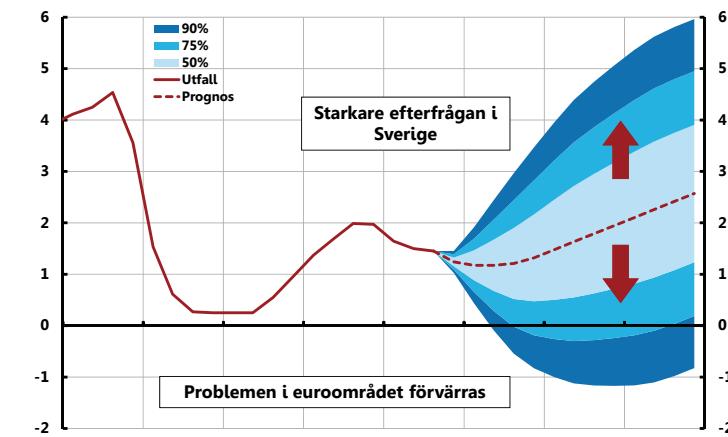
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källa: SCB

## Prognos, inte ett löfte



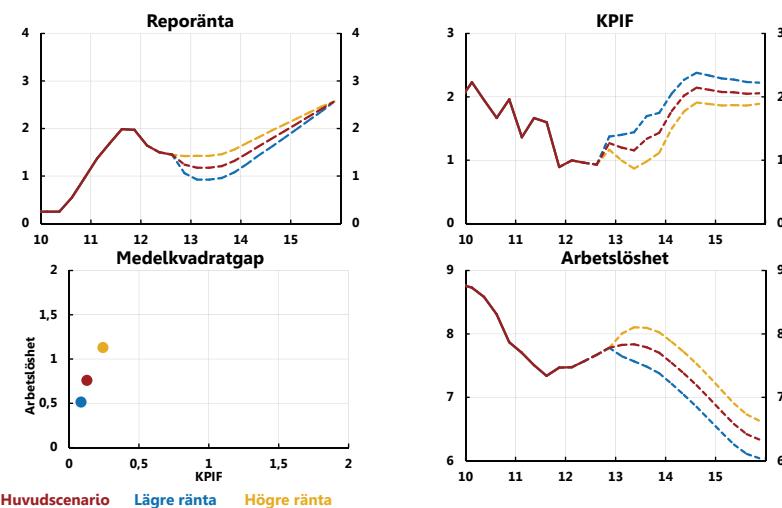
Anm. Reporänta, procent, kvartalsmedelvärden. Prognos från PPR oktober.

Källa: Riksbanken

## Penningpolitiska alternativ, oktober 2012

Utländska styrräntor enligt huvudscenariot.

Långsiktigt hållbar arbetslöshet 6,25 %

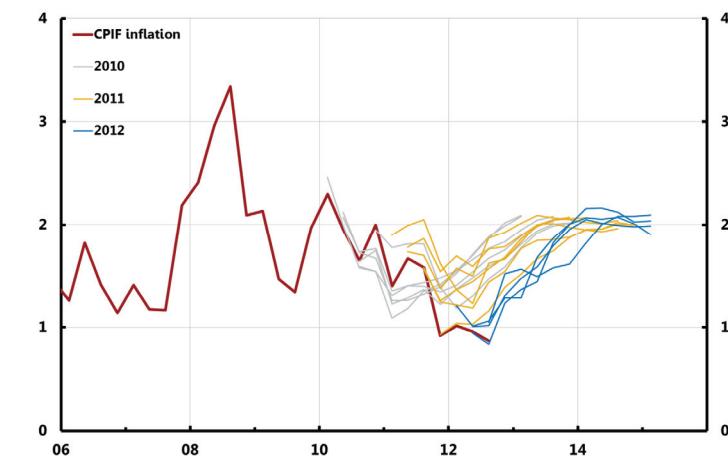


19

## KPIF-inflation, utfall och prognoser för 2010-2012: Prognoserna systematisk överskattning



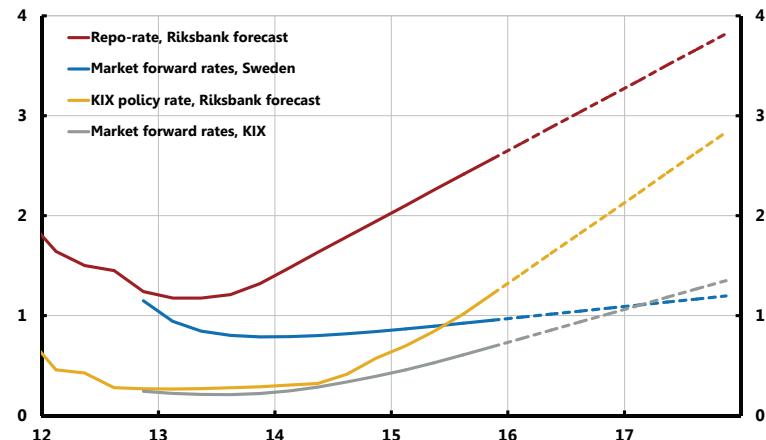
Procent



Källor: Nationella källor, Reuters Ecowin, Riksbanken och egna beräkningar 20

## Repo-rate path, forward rates and forecast for KIX-weighted policy rate, October 2012

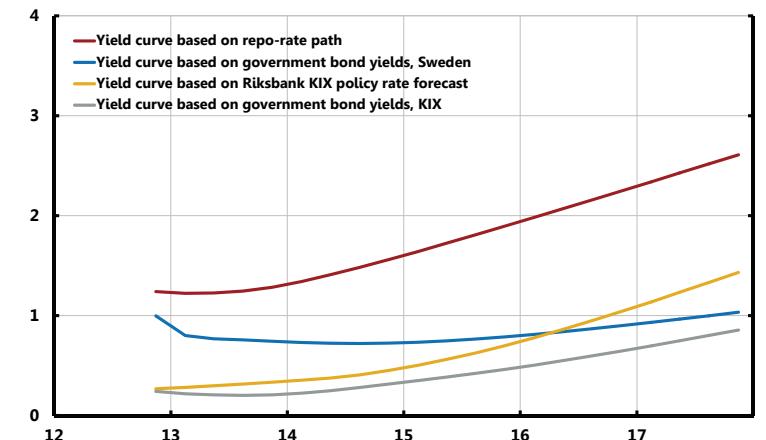
Per cent. Forward rates from 18 October



Sources: National sources, Reuters EcoWin, the Riksbank and own calculations<sup>23</sup>

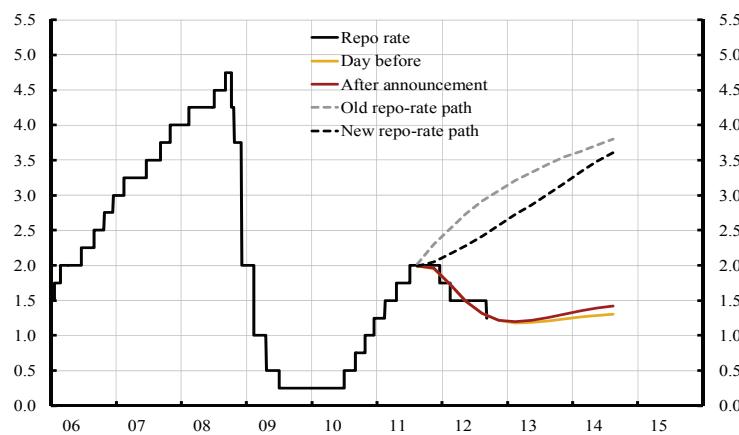
## Yield curves, October 2012

Per cent. Government bond rates from 16 October



Sources: National sources, Reuters EcoWin, the Riksbank and own calculations<sup>24</sup>

## 2. Repo rate, repo-rate path and market expectations September 2011

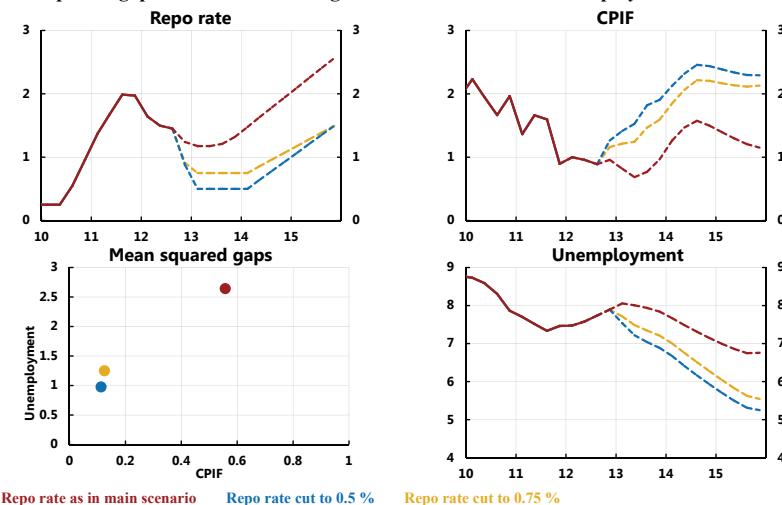


23

## Monetary policy alternatives, October 2012

Policy rates abroad according to implied forward rates.

Mean squared gaps calculated with long-run sustainable rate of unemployment 5.5 %



24

## Penningpolitik och skulder: Tre påståenden (Svensson nov 2012)

1. Nivån på hushållens skulder medför tillräckligt stora risker för att behöva åtgärdas
2. En högre styrränta kan märkbart minska dessa risker och den minskade risken är värd den lägre inflation och högre arbetslöshet som uppstår:  
"Försäkringspremien" i form av lägre inflation och högre arbetslöshet är värd att betala
3. Det finns inget bättre tillgängligt instrument, med större eller samma effekt på riskerna och mindre effekt på inflation och arbetslöshet



25

## Påstående 2: Styrräntan kan minska riskerna och försäkringspremien i termer av lägre inflation och högre arbetslöshet är värd att betala

- Hushållens skuldsättning och bostadspriser är korrelerade – skulder är huvudsakligen bolån
- Vilken effekt har penningpolitiken på bostadspriser?
- Omfattande forskning, olika ansatser, teoretiska och empiriska, data från många länder
- Typiskt resultat (nyckeltal): **1 p.e.** högre styrränta under 4 kvartal än annars leder till inom 2-3 år till
  - **2 %** lägre bostadpriser och skulder än annars
  - **1 %** lägre BNP och disponibel inkomst än annars
  - **1 %** lägre skuldkvot (skuld/disponibel inkomst) än annars (från 172 till 170 % av disponibel inkomst)
  - **0.5 p.e.** högre arbetslöshet (25 000 jobb)
- **Ingen** effekt på lång sikt (vid låg och stabil inflation)



26

## Påstående 2: Styrräntan kan minska riskerna och försäkringspremien i termer av lägre inflation och högre arbetslöshet är värd att betala



- Claussen, Jonsson och Lagerwall 2011 (Riksbankens utredning om riskerna på den svenska bostadsmarknaden)
  - Svenska data: **10 %** lägre bostadspriser än annars kräver **6 %** lägre BNP och **3 p.e.** högre arbetslöshet (med Okun-koefficient på 2)
- Assenmoscher-Wesche and Gerlach 2010 (Economic Policy)
  - Data från 18 länder: **10 %** lägre bostadpriser än annars kräver **4 %** lägre BNP and **2 p.e.** högre arbetslöshet (Okun-koefficient 2)
- Jämförbart med BNP-fall 90-talskrisen och krisen 2008-2009:
  - 1990q3-1993q1: **5 %**
  - 2007q4-2009q1: **7,5 %**
- "Bra försäkring"? Premien ungefär lika stor som skadan!

27

## Påstående 2: Styrräntan kan minska riskerna och försäkringspremien i termer av lägre inflation och högre arbetslöshet är värd att betala



28

- Inte möjligt använda penningpolitiken och styrräntan för att påverka bostadspriser och skuldsättning utan att tydligt åsidosätta mandatet om prisstabilitet och högsta hållbara sysselsättning

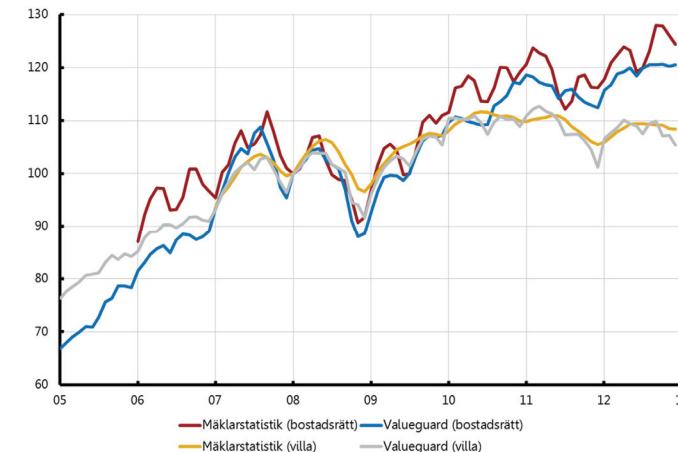
**Påstående 2: Styrräntan kan minska riskerna och försäkringspremien i termer av lägre inflation och högre arbetslöshet är värd att betala**



- Har penningpolitiken **långsiktiga** effekter på skuldsättning och bostadspriser?
- Englund (2011): Bostadspriser beror på lång real bolåneränta efter skatt och reala värdet av boendetjänster
- Reala värdet av boendetjänster proportionellt mot real disponibel inkomst
- Penningpolitik med konstant inflationsmål kan inte på längre sikt påverka realräntor efter skatt och real disponibel inkomst
- Reala bostadspriser är relativpriser – penningpolitiken kan på sikt påverka nominella prisnivån men inte relativpriser
- **Sammantaget: Påstående 2 håller inte**

29

**Priser på småhus och bostadsrätter**  
Index, januari 2008 = 100



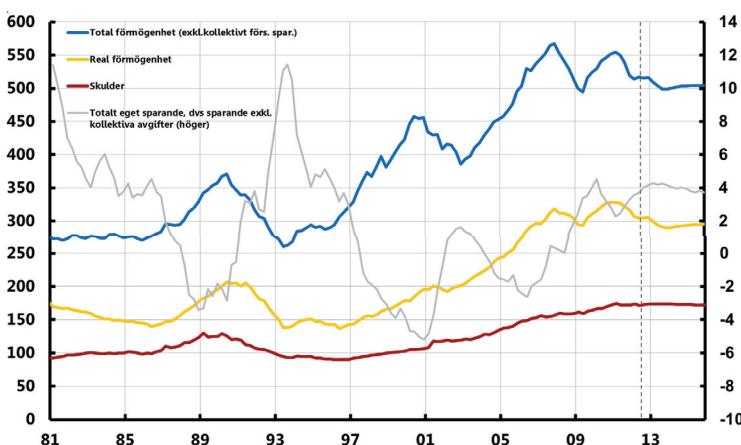
Källor: Mäklarstatistik och Valueguard 30

**Swedish 5-year zero-coupon real rate**



Källor: Riksbanken och Riksgäldskontoret 31

**Hushållens skulder, totala och reala förmögenhet samt totalt sparande (exkl. kollektivt sparande)**

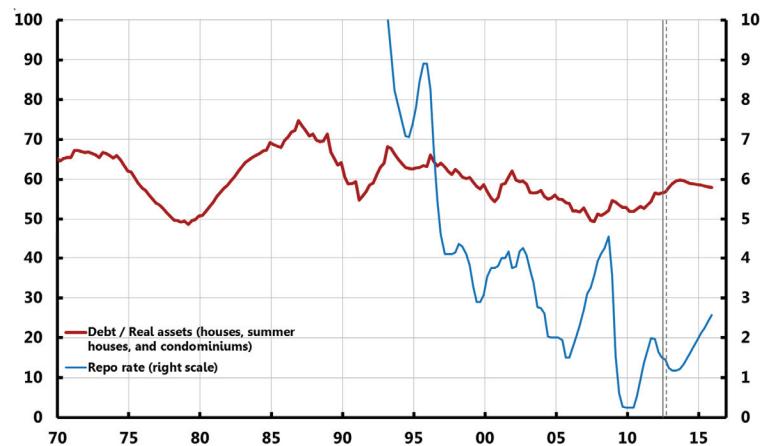


32

## Household debt/real assets and repo rate:

No negative correlation

Percent

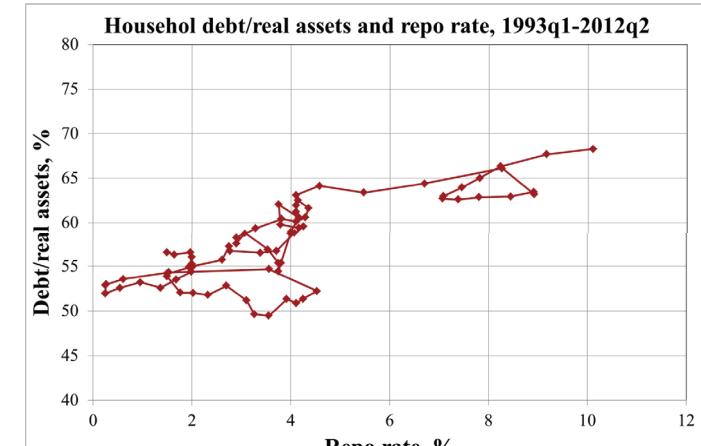


Sources: The Riksbank and Statistics Sweden 33

## Household debt/real assets and repo rate:

No negative correlation

Percent



Sources: The Riksbank and Statistics Sweden 34

## Påstående 3: Det saknas bättre instrument

- Finns bättre instrument, större effekt, mindre ”collateral damage”?
- Ja, bolånetak, avdragsregler, fastighetsskatt, kapitalkrav, riskvikter, ...
- Bolånetaket har effekt (Finansinspektionen 2012)
- Beläningsgraden för nya bolån faller för första gången sen 2002
- En uppgift för makrotillsynen
- **Påstående 3 håller inte**



35

## Påstående 1: Hushållens skulder medför tillräckligt stora risker för att behöva åtgärdas

- Genväg i argumentationen
  - Hänvisning till finanskrisen och utvecklingen i andra länder som varnande exempel, utan ordentlig analys och noggrann jämförelse
    - ”Den här gången (det här landet) är inte annorlunda”
- Istället bedömning av hushållens hela ekonomiska situation och hela balansräkning
  - Är hushållens skulder hållbara?
  - Är bostadspriserna hållbara?
  - Har hushållen tillräcklig motståndskraft mot störningar (höjda räntor, fall i bostadspriser, ökad arbetslöshet)?
  - Har bankerna tillräcklig motståndskraft mot störningar?



36

## Påstående 1: Hushållens skulder medför tillräckligt stora risker för att behöva åtgärdas

- Är bostadspriserna hållbara?
- Bostadspriserna förklaras av fundamenta (disponibla inkomster, trend mot lägre reala bolåneräntor, avskaffad förmögenhets- och fastighetsskatt, tak för kommunala fastighetsavgifter, liten nybyggnation) (Riksbankens utredning)
- Inga tecken på bubbla – inge övervärdering av bostäder
- Bostadsprisfall kräver fall i fundamenta (normalt långsamma)
- Bostadspriserna ej ökat sedan slutet 2010



37

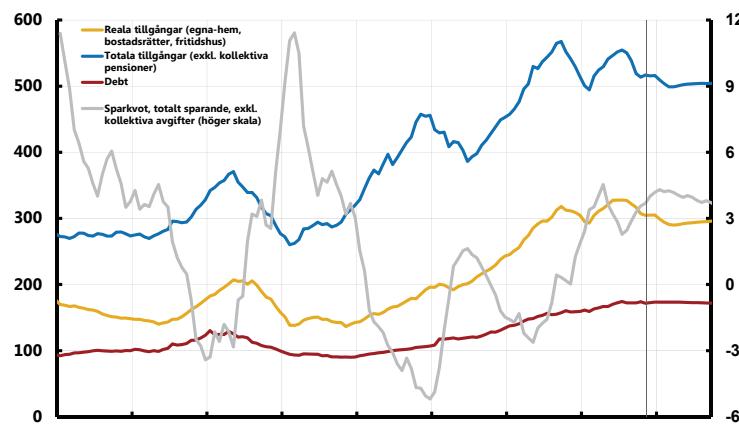
## Påstående 1: Hushållens skulder medför tillräckligt stora risker för att behöva åtgärdas

- Är hushållens skulder, 170 %, hållbara?
- Mycket starka balansräkningar
- Tillgångar: 510 %, 3 ggr skuldena



38

## Hushållens tillgångar (exkl. koll. pensioner), skulder och sparande, andel av disponibel inkomst Procent



39

Källor: SCB och Riksbanken

## Påstående 1: Hushållens skulder medför tillräckligt stora risker för att behöva åtgärdas

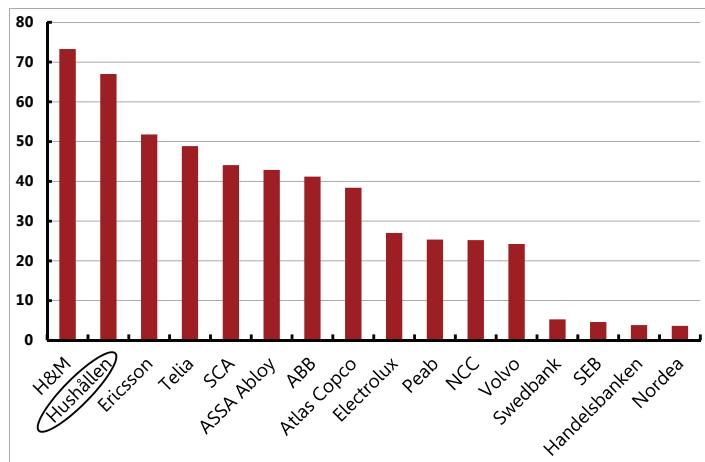
- Är hushållens skulder, 170 %, hållbara?
- Mycket starka balansräkningar
- Tillgångar: 510 %, 3 ggr skuldena
- Bruttosoliditet 67 %



40

## Soliditet för hushållen, några stora börsbolag och svenska banker

Procent

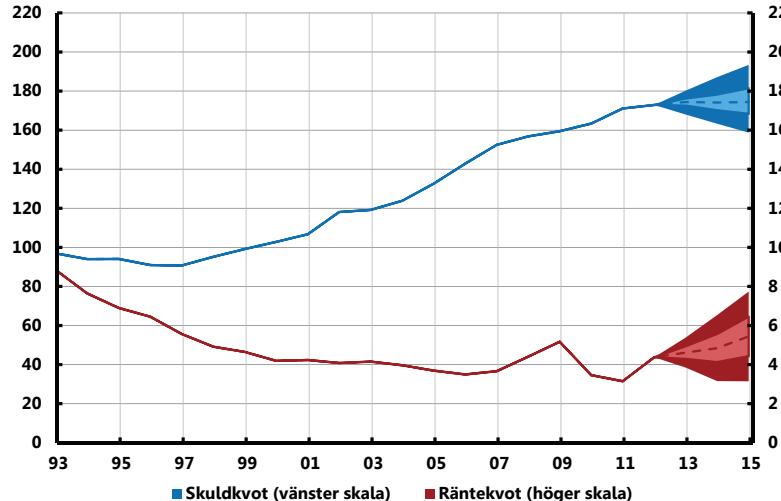


Källor: Dagens Industri (soliditeten 2011 för börsbolag och svenska banker) och Riksbanken (hushållens soliditet).

41

## Hushållens skulder och ränteutgifter efter skatt

Procent av disponibel inkomst



Källor: SCB och Riksbank

## Påstående 1: Hushållens skulder medför tillräckligt stora risker för att behöva åtgärdas



- Har bolåntagarna tillräcklig motståndskraft?
- Finansinspektionens bolånerapport 2012
- Sträng kreditprovning, höga räntor (i snitt närmare 8 %)
- Stränga stresstest: Antag 20 % arbetslöshet utan a-kassa och 40 % bostadsprisfall, endast 10 % av nya låntagare får beläningsgrad över 100 % och underskott i KALP-analys
- Nya låntagare minst motståndskraft, gamla låntagare mer motståndskraft
- Stresstest i realtid: Krisen 2008-2009 (prisfall 10-20%, hög arbetslöshet), Eurokrisen
- Större motståndskraft 2012 än 2010

43

## Påstående 1: Hushållens skulder medför tillräckligt stora risker för att behöva åtgärdas



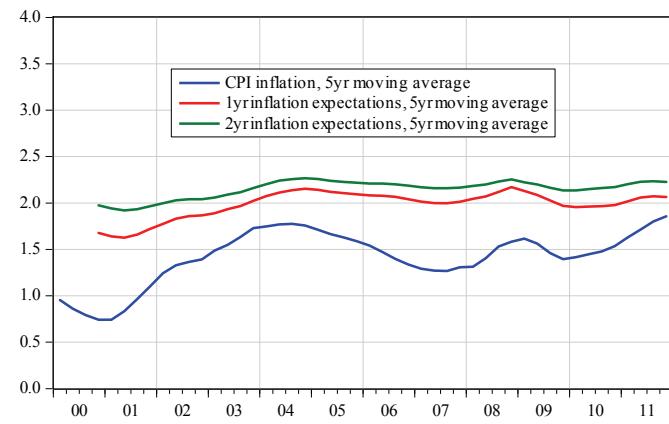
- Hushållens sparkot historiskt hög
- Ingen byggboom i Sverige (jfr andra länder)
- Ingen överhettad ekonomi i Sverige (ens i bygg- och bostadssektorn) (jfr andra länder)
- Bankerna är välkapitaliserade och har god motståndskraft (Riksbankens stabilitetsrapport)
- **Sammantaget: Påstående 1 inte självklart, tvärtom**
- Men spelar ingen roll för penningpolitiken, givet att påstående 2 och 3 inte håller

44

## Penningpolitik: Ett längre perspektiv

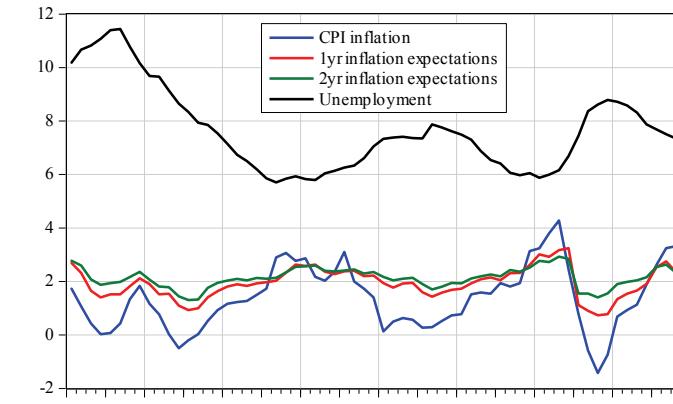
45

**5-year moving averages:**  
**CPI inflation expectations close to 2 %,**  
**CPI inflation below 2 %**



47

## CPI inflation, CPI inflation expectations (Prospera), and unemployment 1996-2011



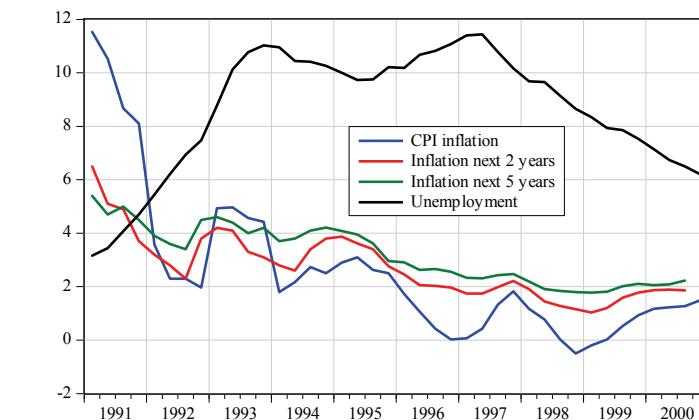
46

## Average inflation in some countries

Country	Target	Index	Period	Average	Deviation
Sweden	2 (1995-)	CPI	1997-2011	1.4	- 0.6
Australia	2-3 (1993-)	CPI	1996-2011	2.7	0.2
Canada	2 (1995-)	CPI	1996-2011	2.0	0.0
UK	2.5 (1992-2003) 2 (2004-) 2 (2004-)	RPIX CPI CPI	1996-2003 2004-2007 2008-2011	2.5 2.0 3.4	0.0 0.0 1.5
Euro zone	(<2) (1999-)	HICP	2000-2011	2.1	0.2
US	(2) (2000-)	core CPI core PCE	2000-2011	2.0 1.9	0.0 - 0.1

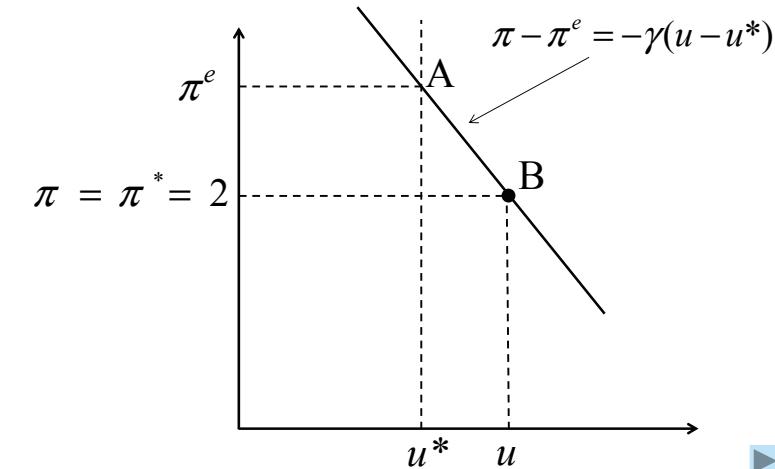
48

**Before 1996: High CPI inflation expectations  
(Aragon)**



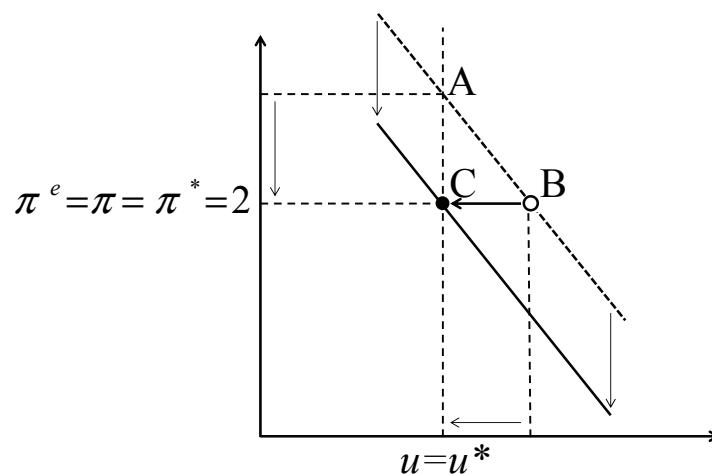
49

**First few years: Inflation target not credible, tight monetary policy, and high unemployment**



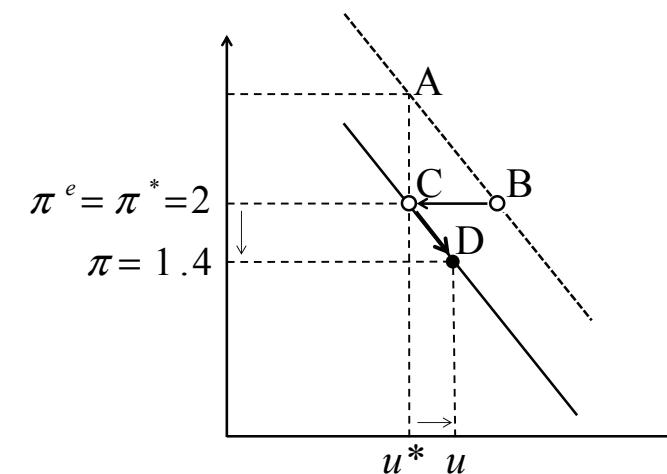
50

**Inflation target gradually becomes credible**



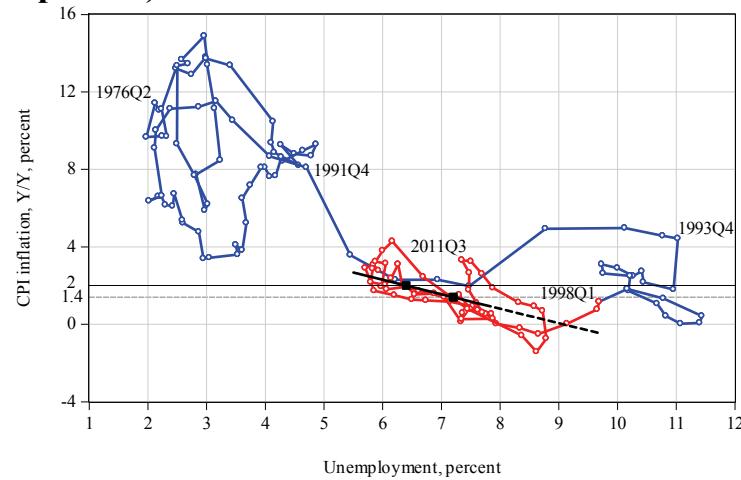
51

**From 1996: Inflation expectations stuck at 2 %,  
but monetary policy still tight:  
Inflation too low, and unemployment too high**



52

## CPI inflation and unemployment, 1976-2011, and benchmark long-run Phillips curve (slope 0.75)



53

## The unemployment cost of average inflation below a credible target

- 1997-2011 average CPI inflation 1.4 %
- Average inflation expectations about 2 %, at inflation target
- 0.6 p.p. lower inflation gives  $0.6/\gamma = 0.6/0.75 = 0.8$  p.p.  
higher unemployment on average during 1997-2011
- Details: “The possible unemployment cost of inflation below a credible target,” [www.larseosvensson.net](http://www.larseosvensson.net)



54

## Conclusions for the future?

- Swedish (Prospera) inflation expectations not rational
- “Near rational”?  
Stuck at 2 % for average inflation not too far from 2 %?
- Stable inflation expectations of 2 per cent good:  
Easier to stabilize unemployment without too much variation in inflation
- Important to hold average inflation close to 2 per cent
- Too low average inflation can entail large real economic costs
- Better with price-level targeting, average inflation targeting over a longer period?



55

## Reasons for undershooting the target?

- Does not matter for average unemployment cost
- Asymmetric objective?
- Overestimated inflation pressure?
  - Overestimated long-run sustainable rate of unemployment?  
(Mirror image of Orphanides)
  - Overestimated imported inflation?
  - Underestimated productivity growth?
  - Tighter policy because of household debt (since 2006, Giavazzi-Mishkin)?



56

## Finansiell stabilitet

57

## Riksbankens roll när det gäller finansiell stabilitet

- Finansiell stabilitet; Det finansiella systemet kan upprätthålla sina grundläggande funktioner och har motståndskraft mot störningar som hotar dessa funktioner.

58

## Riksbankens roll när det gäller finansiell stabilitet

- Arbetet omfattar flera olika delar:
  - Sedlar och mynt
  - RIX-systemet
  - Övergripande bild av systemet
    - Följer storbankerna
    - Undvika bankkriser
  - Hantera kriser om de uppstår
- Samarbetar med andra myndigheter
  - Finansinspektionen, Riksgälden

59

## I normala tider kommunikation...

- Stabilitetsrapport 2 ggr/år
  - Översikt
  - Stress tester
  - Rekommendationer (nov 2011)
    - Kapitalkrav minst 10 procent jan 2013, 12 procent jan 2015
    - Basel III liquidity coverage ratio 100 procent, plus separat i EUR och USD 100 procent
    - Minska strukturell likviditetsrisk, Net Stable Funding Ratio mot 100 procent

60



## I normala tider kommunikation...

- Tal
- Direkt kommunikation med banker och myndigheter
- Samverkansråd med Finansinspektionen

61



## I kristider...

- Kan ge obegränsad likviditet – normal eller nödkredit
- Kan låna ut i utländsk valuta via valutareserven
- Lån mot säkerheter till solida institut med likviditetsbehov
- Straffränta
- Riksbanken tar minimal förlustrisk

62



Läs gärna mer på [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)

[www.larseosvensson.net](http://www.larseosvensson.net)

63



## Mer litteratur I

- Penningpolitiskt protokoll oktober, december 2012 (feb 2013)
- Svensson (2012), "Penningpolitik, skulder och arbetslöshet", tal SNS, 14 november
- Svensson (2012), "Penningpolitik och sysselsättning: Penningpolitiken alltför stram"
- Svensson (2013), "The possible unemployment cost of average inflation below a credible target"
- Allt ovan finns på [www.larseosvensson.net](http://www.larseosvensson.net)

64

## Mer litteratur II

- Finansinspektionen, Bolånerapport, mars 2012 (mars 2013)
- Claussen, Jonsson och Lagerwall (2011) i Riksbanken (2011)
- Englund (2011) (engelska versionen) i Riksbanken (2011)
- Kuttner, Kenneth N. (2012), "Low interest rates and housing bubbles: Still no smoking gun", [econ.williams.edu/people/knk1](http://econ.williams.edu/people/knk1)
- Riksbanken (2011), Utredning om riskerna på bostadsmarknaden

65

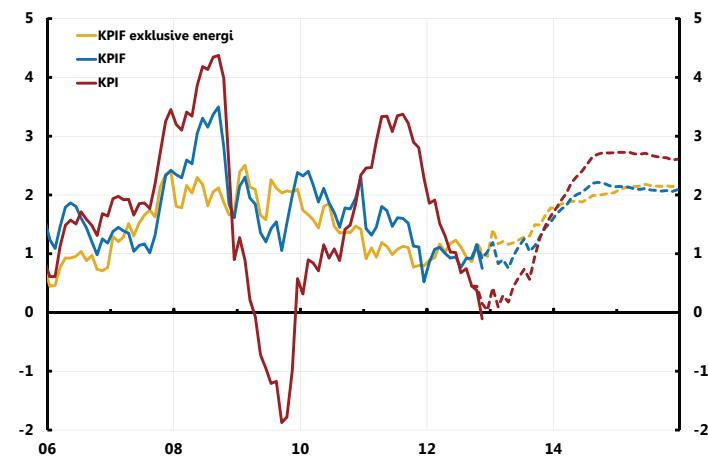


66

## Extrabilder

### KPI, KPIF och KPIF exklusive energi

Årlig procentuell förändring

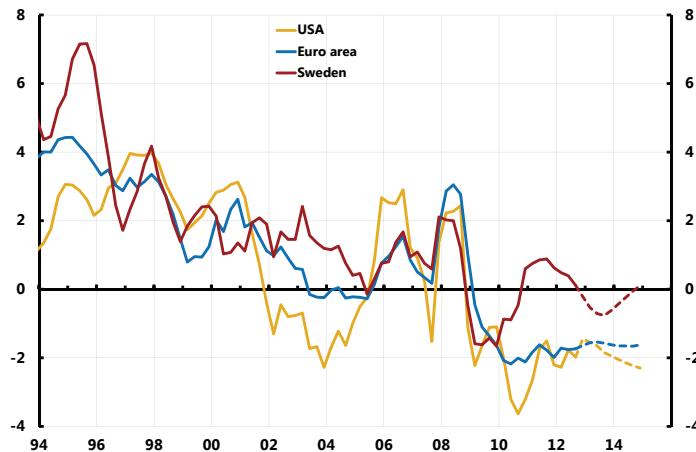


67

Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta. Prognos från PPR oktober.

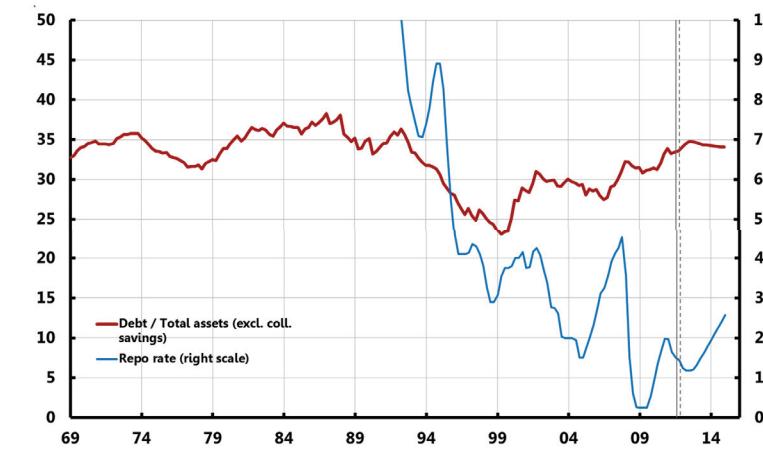
Källa: S<sup>6</sup>B

**Real 1-year policy rates  
for the US, Euro area, and Sweden**  
Percent



Sources: ECB, IMF, OECD, Statistics Sweden and the Riksbank 69

**Household debt over total assets (excl. coll.  
savings) and repo rate**  
Percent



Sources: The Riksbank and Statistics Sweden 70

**Vad är problemet med hög inflation?**

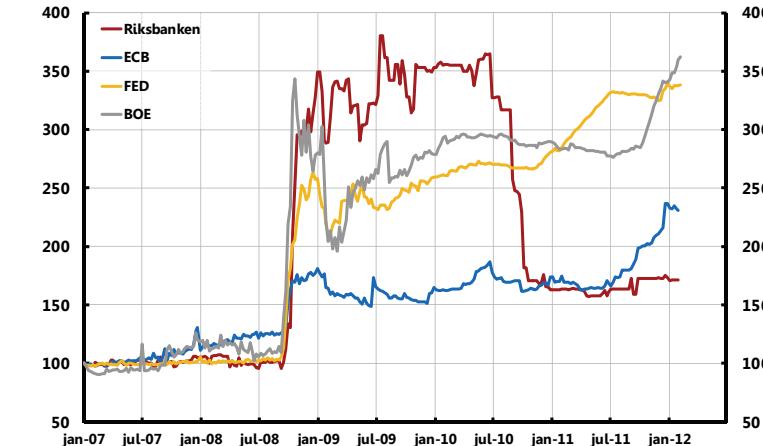
- Tendens att bita sig fast och till och med öka
- Hög inflation varierar mer än låg inflation
- Urholkar pengarnas värde
- Ökar osäkerheten
- Ger en omfördelning av inkomst och förmögenhet
- Lättare att hålla inflation nere än att pressa ner den  
- släpp inte upp den!



71

**Riksbankens och andra centralbankers  
stöd under krisen**

Balansomslutning, procent av BNP



Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Office for National Statistics, SCB samt respektive centralbank 72

