

Riksbankens roll i svensk ekonomi

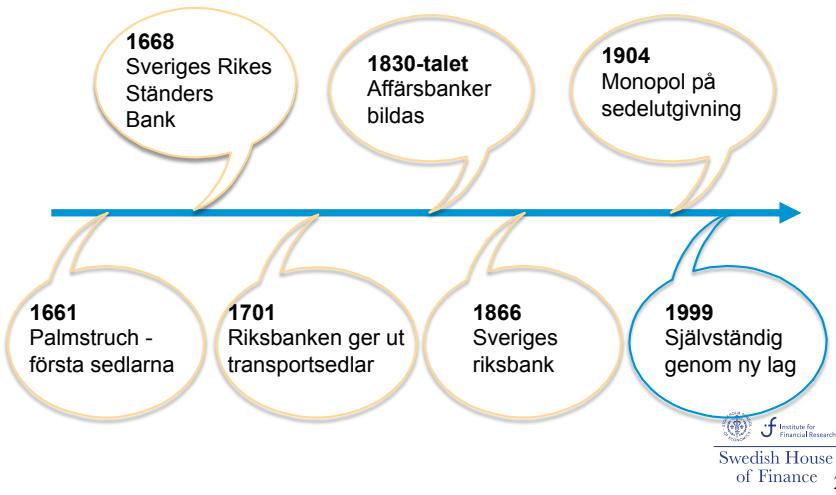
Lars E.O. Svensson

Web: larseosvensson.se
Ekonomistas.se

Stockholms universitet
2013-12-05

1

Världens äldsta centralbank



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**.

Riksbankens uppgifter

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

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

Mål för penningpolitiken

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

Riksbankens ansvar

- Penningpolitik – ensamt ansvar
- Finansiell stabilitet – delat ansvar
 - Finansinspektionen har huvudansvaret och instrumenten (utom "lending of last resort")
 - Riksbanken har ett delat ansvar med Finansinspektionen, Riksgälden och Finansdepartementet

Varför just 2 procent?

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

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.”

Flexibel inflationsmålpolitik (inte strikt)

- Stabilisera inflationen runt inflationsmålet
- Stabilisera arbetslösheten runt långsiktigt hållbar nivå
- Mer allmänt: Stabilisera realekonomin (resursutnyttjandet) kring (långsiktigt) hållbar nivå

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

Flexibel inflationsmålpolitik (inte strikt)

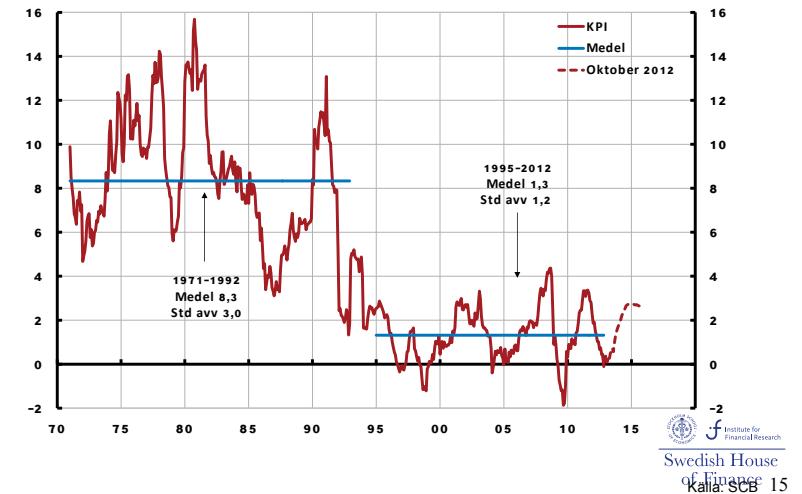
- Penningpolitiken verkar med födröjning på realekonomi och inflation
- Prognosstyrning (forecast targeting)
- Välj räntebana så att resulterande prognoser för inflation och arbetslöshet ”ser bra ut” (bäst stabiliseras inflation och arbetslöshet), utgör ”väl avvägd penningpolitik”

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

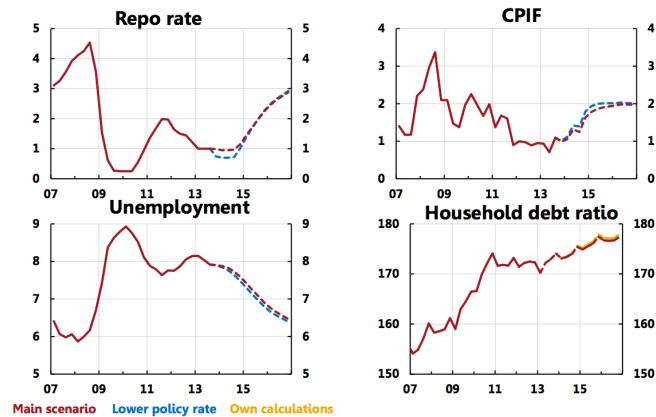
 Institute for
Financial Research
Swedish House
of Finance 13

Utfall för inflationen, KPI Årlig procentuell förändring



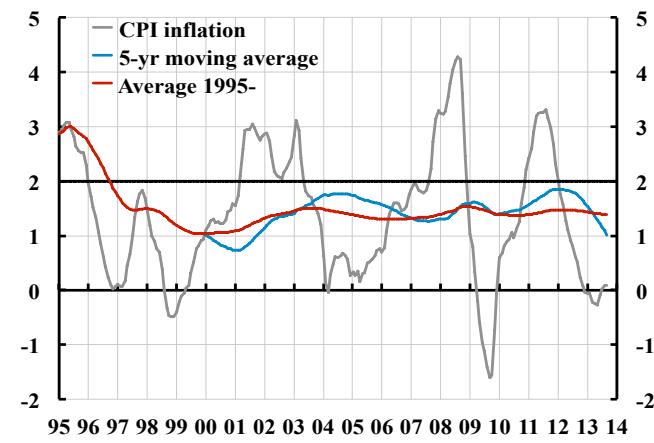
Effect on a lower policy rate on inflation, unemployment, and the debt ratio according to the Riksbank (Ekholm 2013)

Figure 2. More expansionary monetary policy

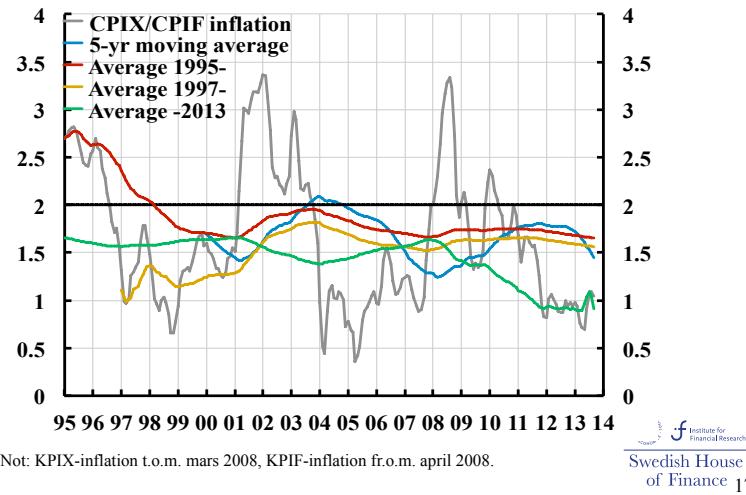


Source: Ekholm, Karolina (2013), "Why Swedish Monetary Policy Needs to Be More Expansionary," speech on November 15, 2013, www.riksbank.se.

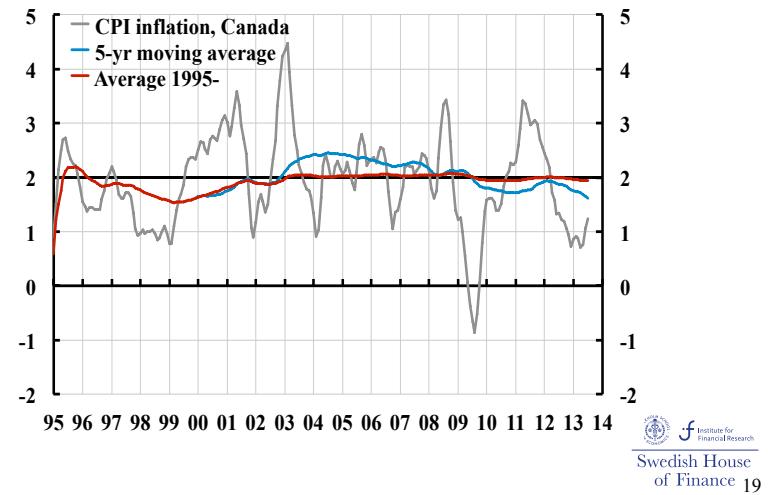
Måluppfyllelse: Genomsnittlig inflation betydligt under målet



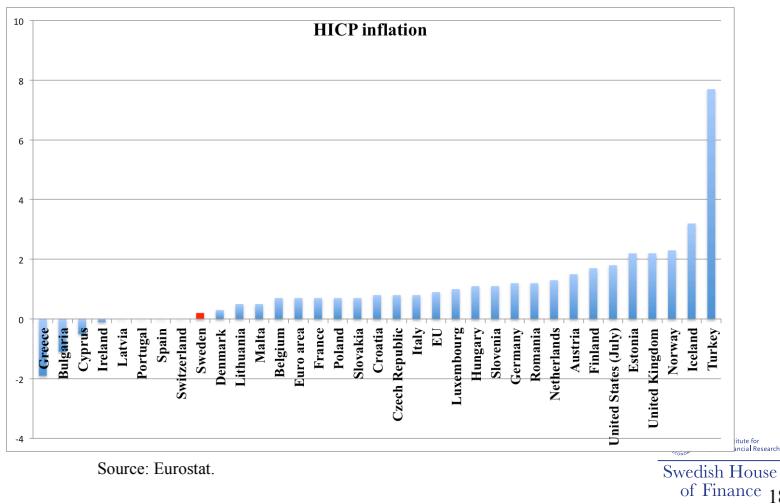
Genomsnittlig KPIX/KPIF-inflation också under målet



Genomsnittlig inflation i Kanada på målet



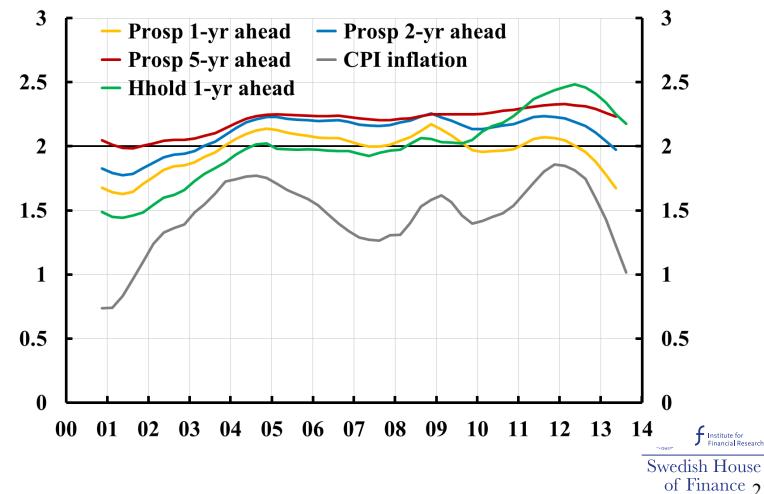
Låg inflation i Sverige nu (HIKP, oktober)



Average inflation in some countries: Sweden an outlier

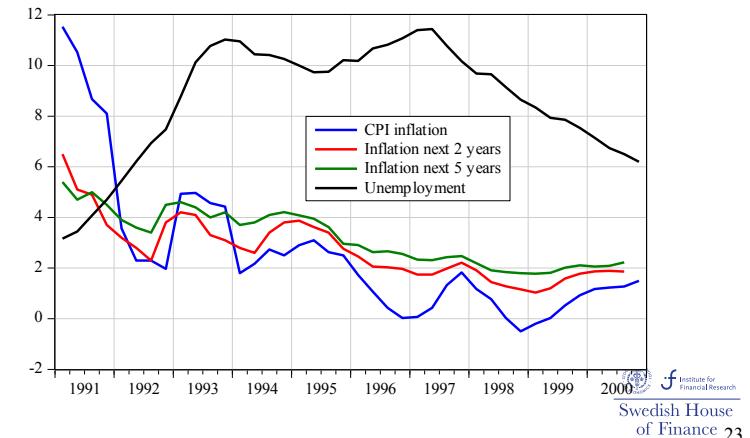
Country	Target	Index	Period	Average	Deviation
Sweden	2 (1995-)	CPI	1997-2011	1.4	- 0.6
	2 (1995-)	CPI	1997-2007	1.3	- 0.7
Australia	2-3 (1993-)	CPI	1997-2011	2.7	0.2
Canada	2 (1995-)	CPI	1997-2011	2.0	0.0
UK	2.5 (1992-2003)	RPIX	1997-2003	2.4	- 0.1
	2 (2004-)	CPI	2004-2007	2.0	0.0
	2 (2004-)	CPI	2008-2011	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



Swedish House
of Finance 21

Before 1996: High CPI inflation
expectations (Aragon)



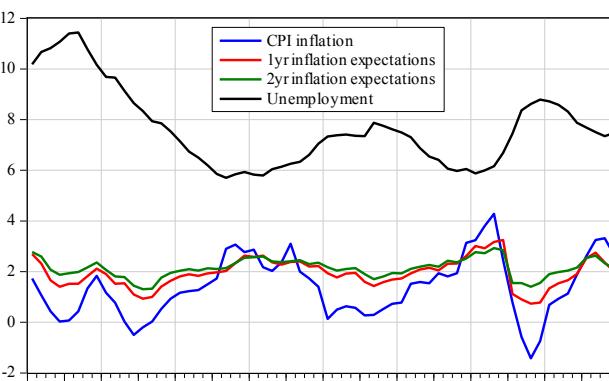
Swedish House
of Finance 23

Inflation under målet får reala konsekvenser

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

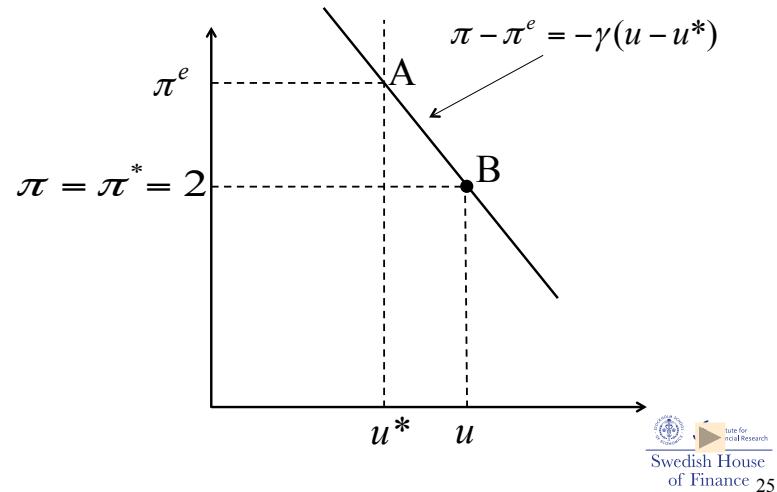
Swedish House
of Finance 22

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

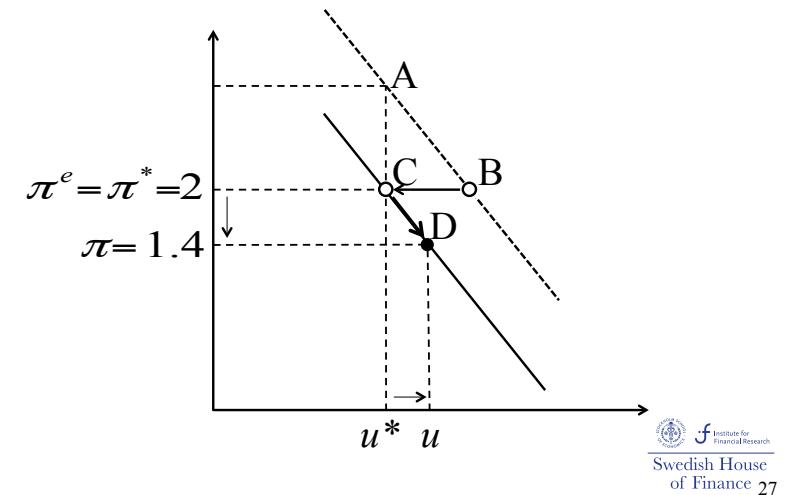


Swedish House
of Finance 24

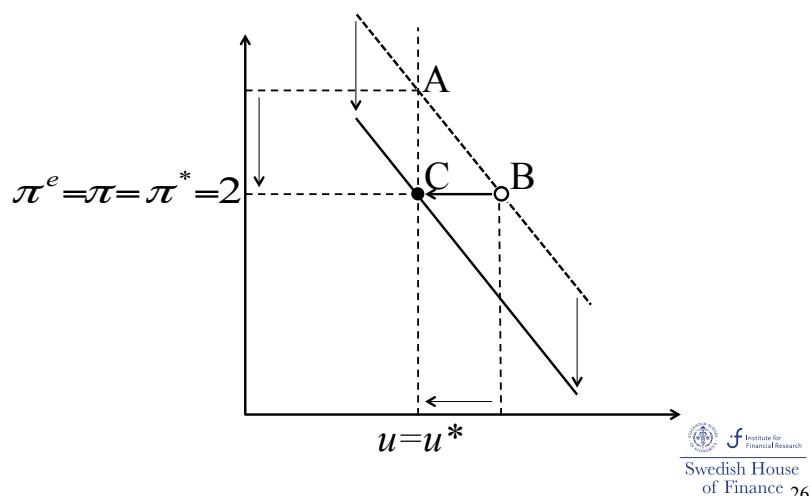
First few years: Inflation target not credible, tight monetary policy, and high unemployment



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

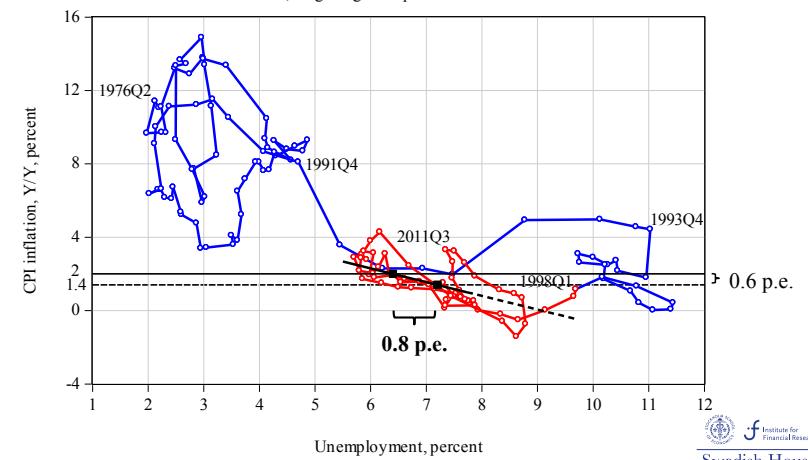


Inflation target gradually becomes credible



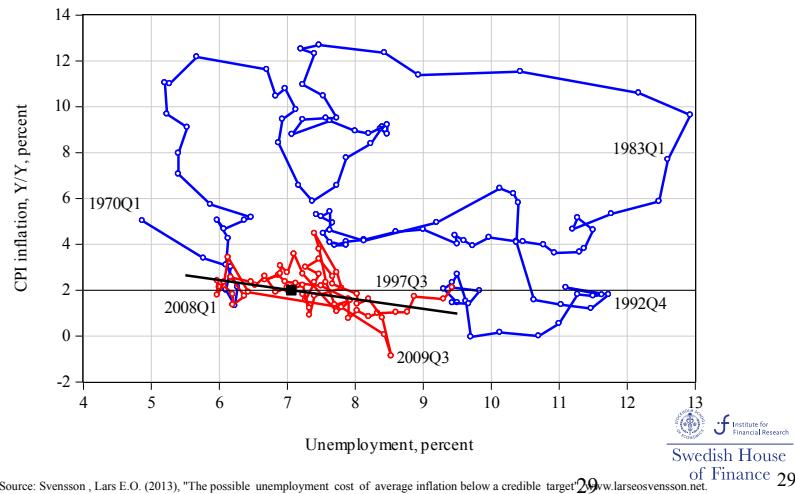
I genomsnitt 0,8 procentenheter högre arbetslöshet sedan 1997 (lutande långsiktig Phillipskurva)

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

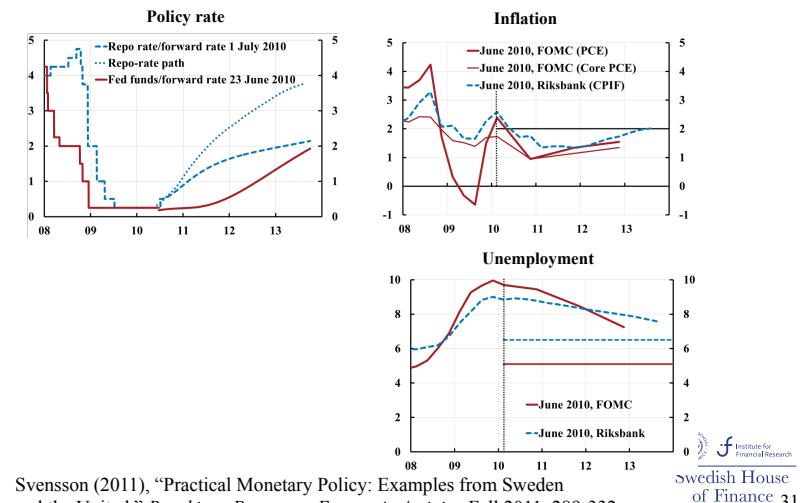


Source: Svensson , Lars E.O. (2013), "The possible unemployment cost of average inflation below a credible target", www.larseosvensson.net.

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

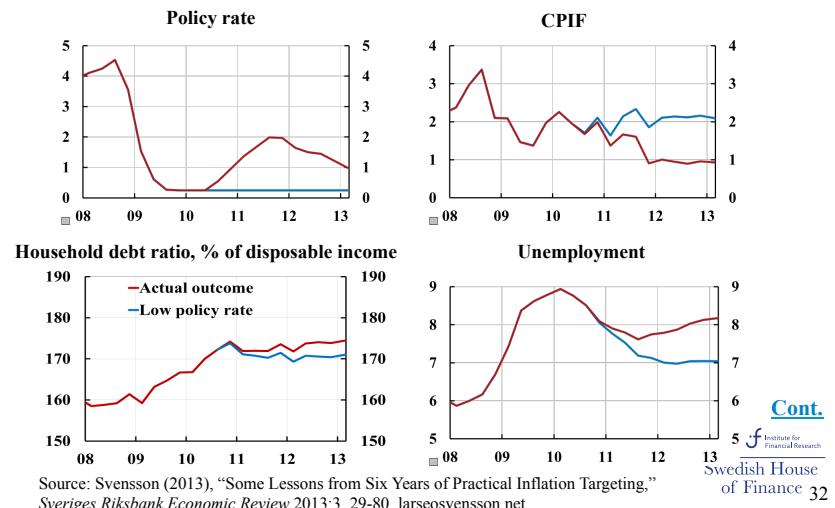


Fed and Riksbank, June/July 2010 Similar forecasts, very different policies

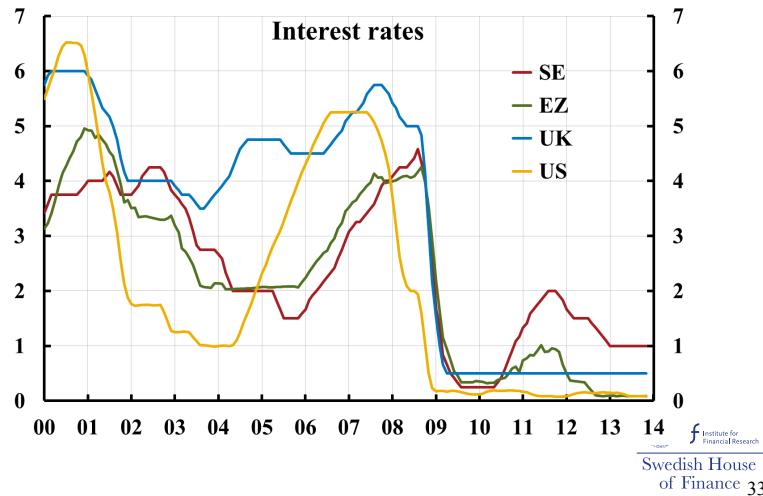


Penningpolitisk åtstramning från sommaren 2010

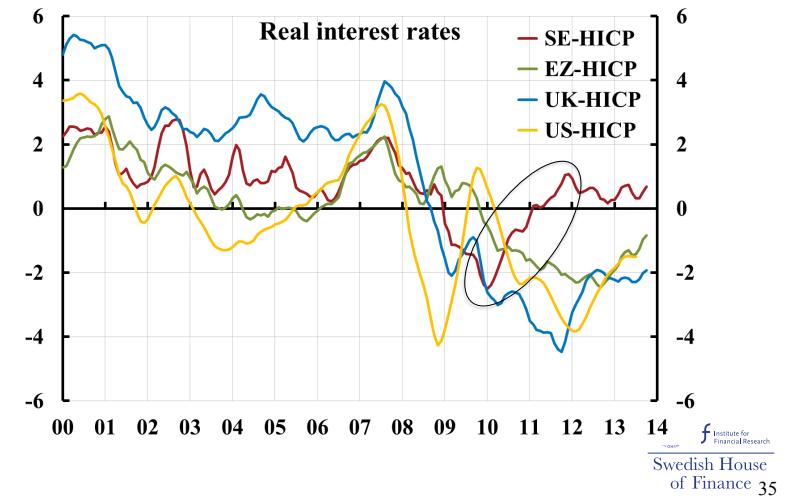
Räntehöjningar från juni/juli 2010 har medfört inflation under målet, högre arbetslöshet och högre skuldkvot



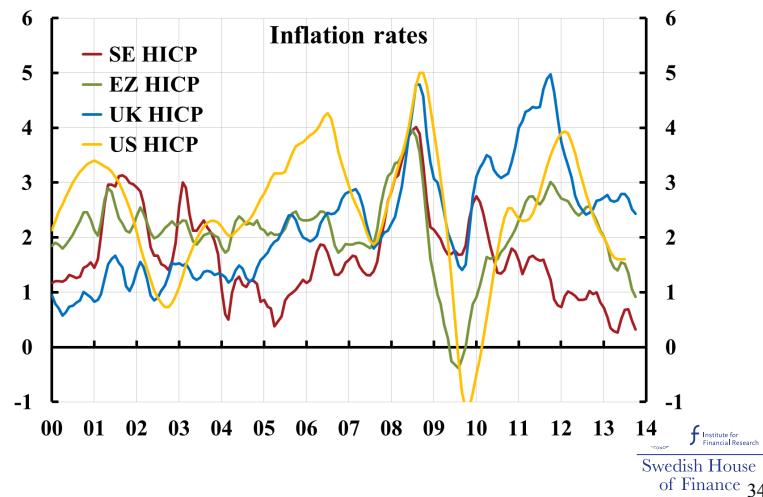
Styrräntor i Sverige, UK och USA; Eoninaräntan i euroområdet



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



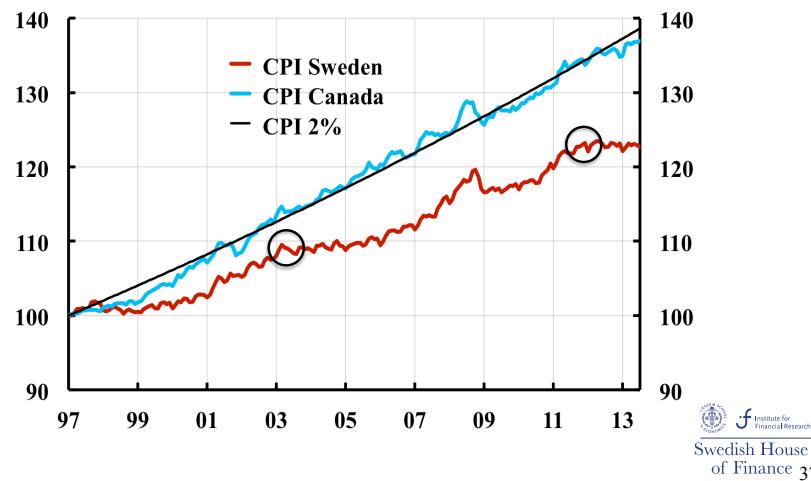
HICP-inflation i Sverige, euroområdet, UK och USA



Kort och långsiktiga effekter på skuldena

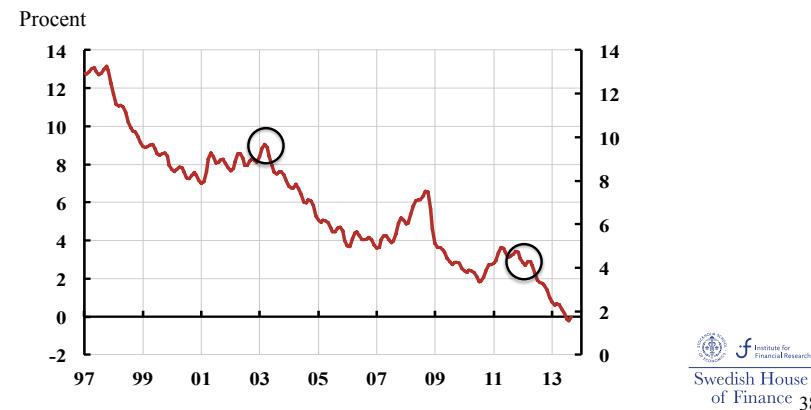
- Reala skulder är en kvot:
Nominella skulder/Prisnivå
- Skuldkvoten:
Nominella skulder/Nominell disponibel inkomst
- Belåningsgraden:
Nominell skuld/Nominellt värde på bostaden
- Man (och Riksbanken!) får inte glömma nämnaren, och penningpolitikens effekt via den
- Reala bostadspriser är ett relativpris: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

Långsiktiga effekter på reala skulder:
Prisnivån blir lägre än förväntat

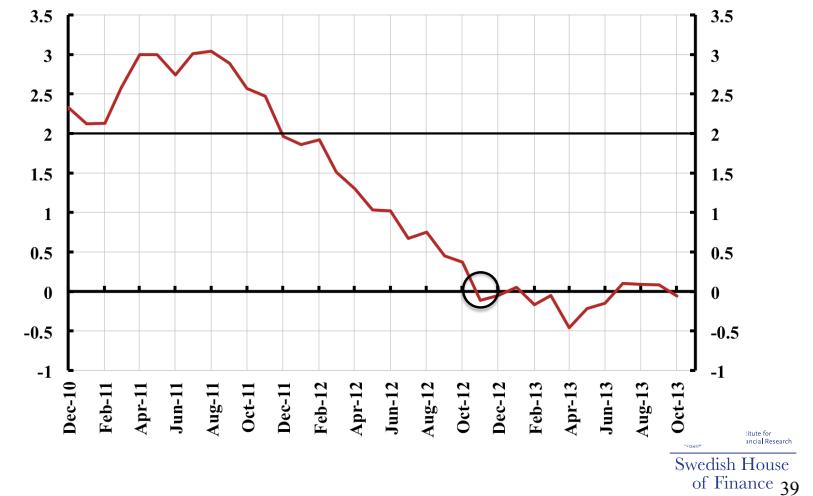


Realvärdet idag av en given skuld blir större än förväntat;
större ju tidigare skulden togs

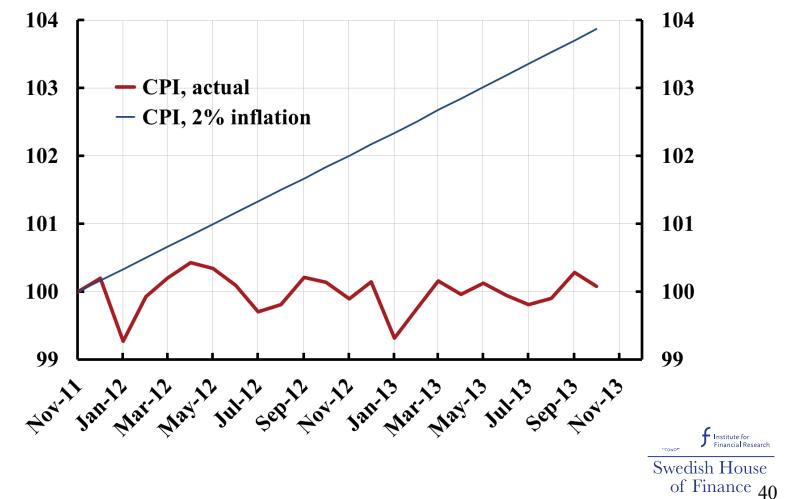
Oväntad och önskad procentuell ökning av reala värdet i september 2013,
beroende på när skulden togs



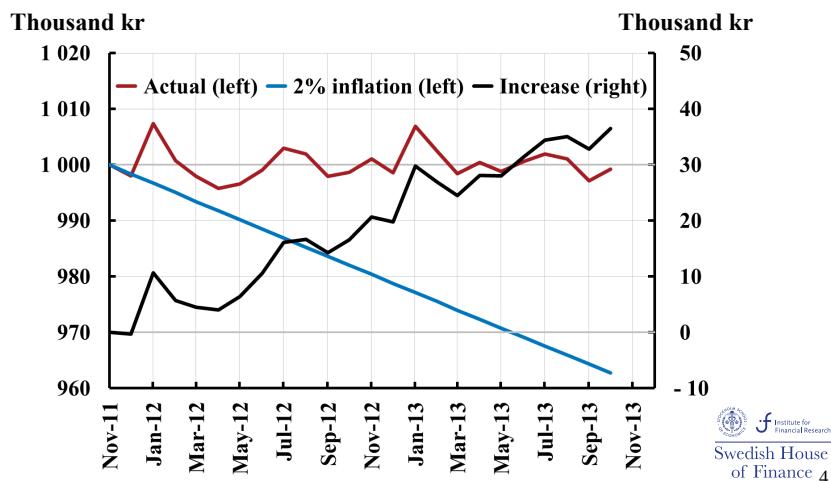
De senaste två åren: Noll-inflation



The last two years:
CPI: Actual, and if inflation had been 2 percent

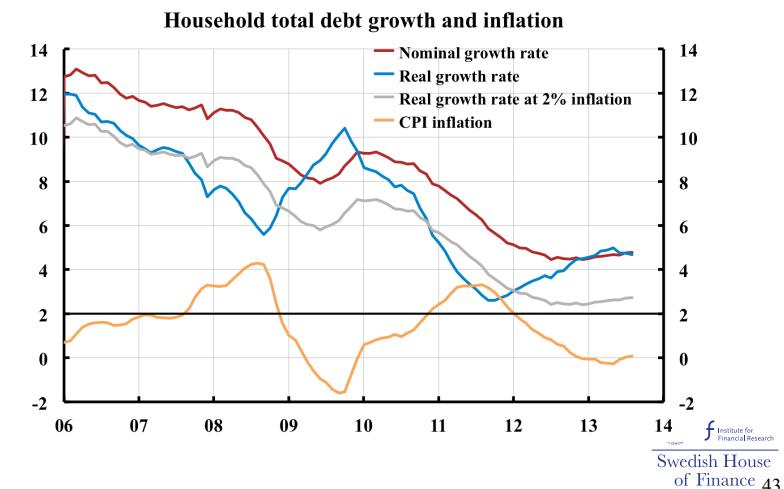


Lån 1 milj kr som togs i november 2011:
 Realt värde, faktiskt och med 2% inflation (vänster axel)
 Ökning jämfört med 2% inflation (höger axel)



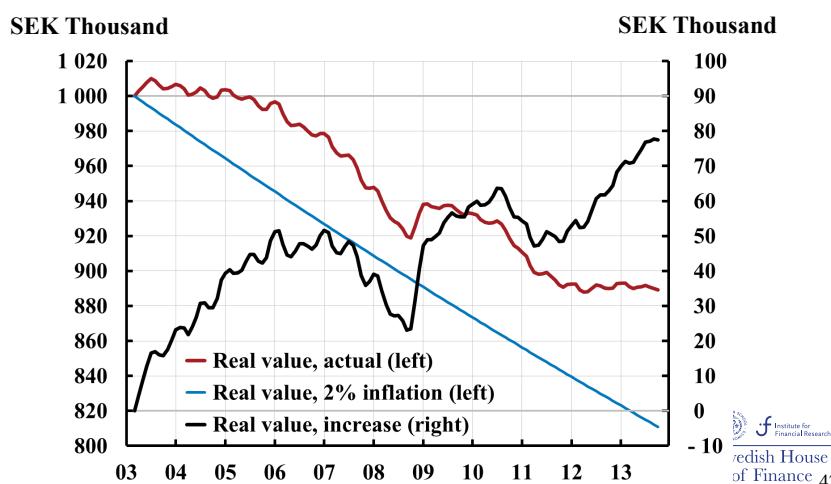
Institute for
Financial Research
Swedish House
of Finance 41

Skuldtillväxten: Real skuldtillväxt blir högre



Institute for
Financial Research
Swedish House
of Finance 43

SEK 1 million loan, taken out in March 2003:
 Real value of loan: Actual and for 2% inflation
 Increase in real value: Actual compared to 2% inflation



Institute for
Financial Research
Swedish House
of Finance 42

Senaste 2 åren

- Inflationen 0%, borde varit 2%
- Jämfört med om inflationen varit 2%:
 - Prisnivå 4% lägre
 - Realvärdet på en given skuld 4% högre
 - För varje lånat miljon, kapitalförlust ca 40 000 kr
 - Bolån 2 300 mdr kr; kapitalförlusten 4% är ca 90 mdr
 - Även en konsumentskyddsfråga (Finansinspektionen!)

Institute for
Financial Research
Swedish House
of Finance 44

Senaste 2 åren

Jämfört med om inflationen varit 2%:

- Reala värdet av en given skuld 4% högre
 - Reala värdet av bostäderna har ökat, men inte mer med noll-inflation än om med 2% inflation, kanske med mindre
 - Högre belåningsgrad, lägre nettoförmögenhet, lägre soliditet, svagare balansräkning, större sårbarhet
 - Högre skuldkvot
- *Lägre* inflation än förväntat leder till *högre* reala skulder och belåningsgrad och eventuella risker

Extrabilder

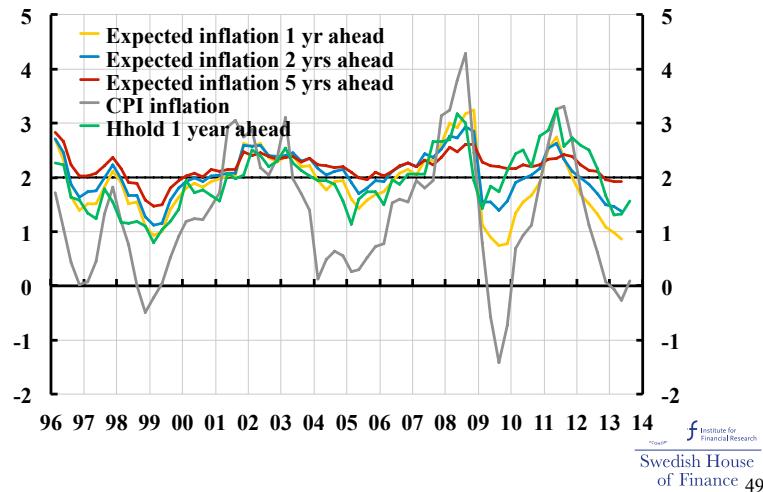
”Leaning against the wind” kontraproduktivt

- Riksbanken tror att dess stramare penningpolitik begränsar hushållens skuldsättning
- Men *lägre* inflation än förväntat *ökar* reala skulder och belåningsgrad, *försägar* hushållens balansräkning, och *ökar* därmed eventuella risker
- ”Leaning against the wind” är kontraproduktivt och gör eventuella problem värre
- Istället, uppfyll inflationsmålet: Håll KPI-inflationen på 2% i genomsnitt under en längre period
- Undvik högre arbetslöshet och högre reala skulder
- Låt Finansinspektionen och regeringen hantera eventuella problem med skuldsättningen och bostadspolitiken

Reasons for undershooting the target?

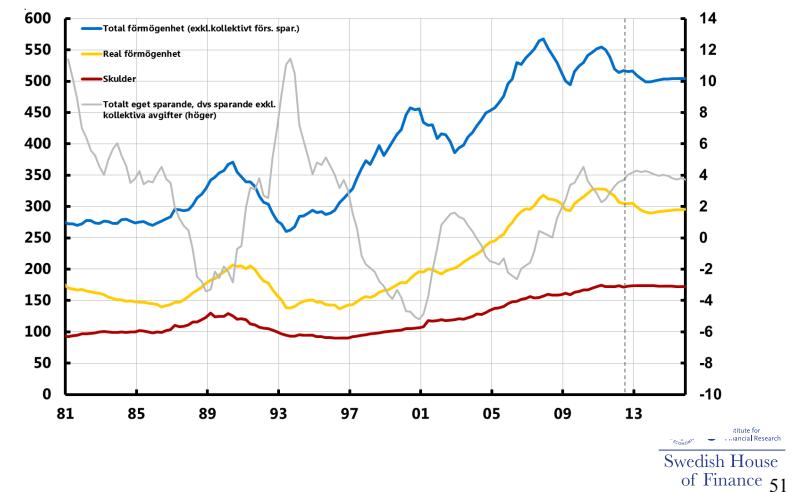
- Does not matter for average unemployment cost
- Asymmetric objective?
- Overestimated inflation pressure?
 - Overestimated long-run sustainable rate of unemployment? (Mirror image of Orphanides)
 - Overestimated imported inflation?
 - Underestimated productivity growth?
 - Tighter policy because of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

Inflationsförväntningar (Prospera), KPI-inflation och hushållens inflationsförväntningar



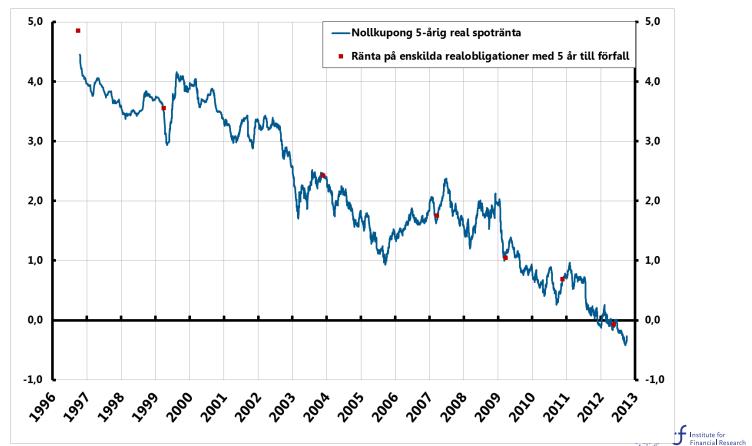
Swedish House
of Finance 49

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



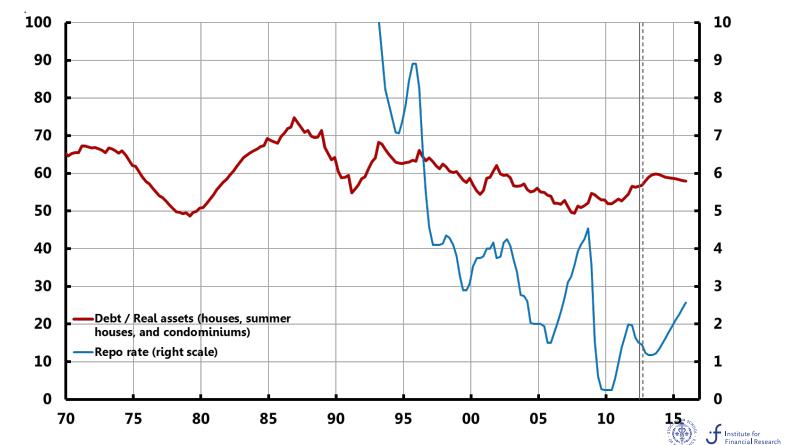
Swedish House
of Finance 51

Swedish 5-year zero-coupon real rate



Källor: Riksbanken och Riksgäldskontoret 50

Household debt/real assets and repo rate:
No negative correlation
Percent



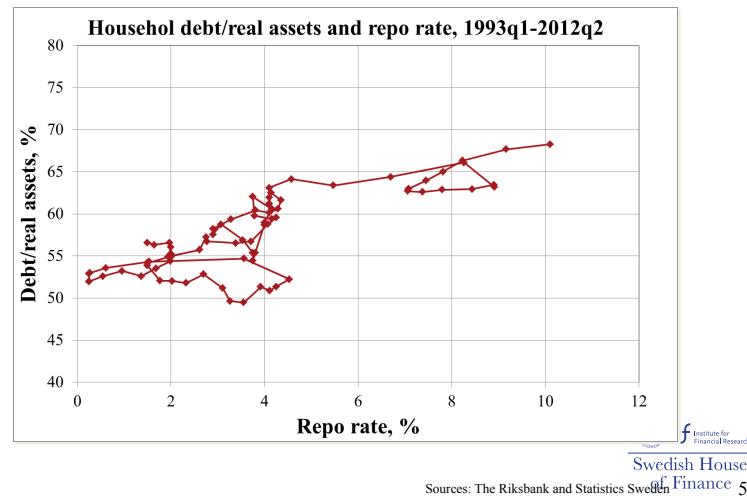
Sources: The Riksbank and Statistics Sweden 52

Household debt/real assets and repo rate:

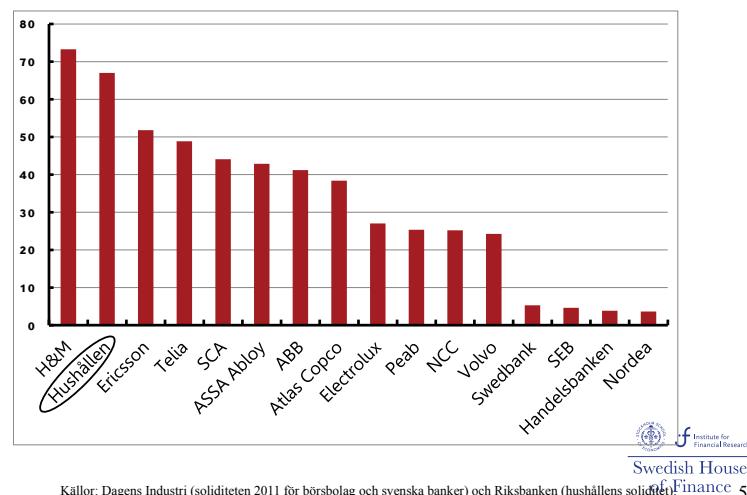
No negative correlation

Percent

Finansiell stabilitet



Soliditet för hushållen, några stora börsbolag och svenska banker
Procent



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.



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

I normala tider kommunikation...

- Tal
- Direkt kommunikation med banker och myndigheter
- Samverkansråd med Finansinspektionen
- Stabilitetsråd med finansmarknadsministern som ordförande och chefer för Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgälden som medlemmar

I normala tider kommunikation...

- Stabilitetsrapport 2 ggr/år
 - Översikt
 - Stresstester
 - 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

I kristider...

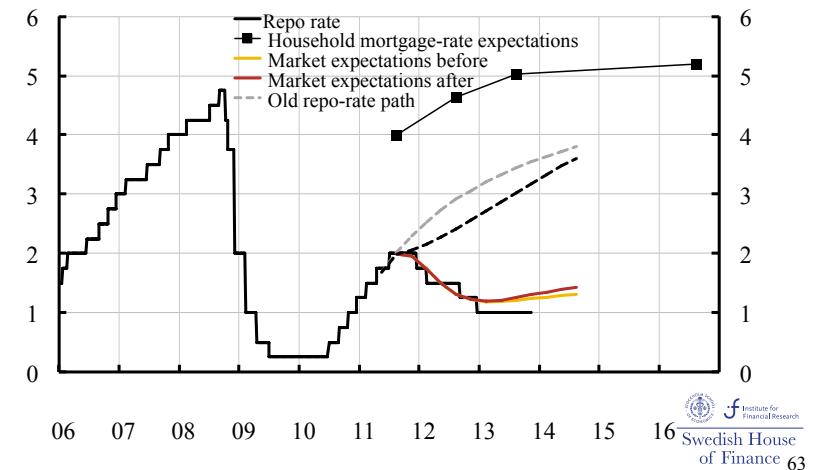
- Kan ge obegränsad likviditet – normal eller nödkredit
- Kan låna ut i utländsk valuta via valutareserven
- Lån mot säkerheter till solida institut med likviditetsbehov
- Straffränta
- Riksbanken tar minimal förlustrisk
- Stabilitetsrådet (med finansmarknadsministern som ordförande och chefer för Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgälden som medlemmar) koordinerar krishanteringen

Vad är problemet med hög inflation?

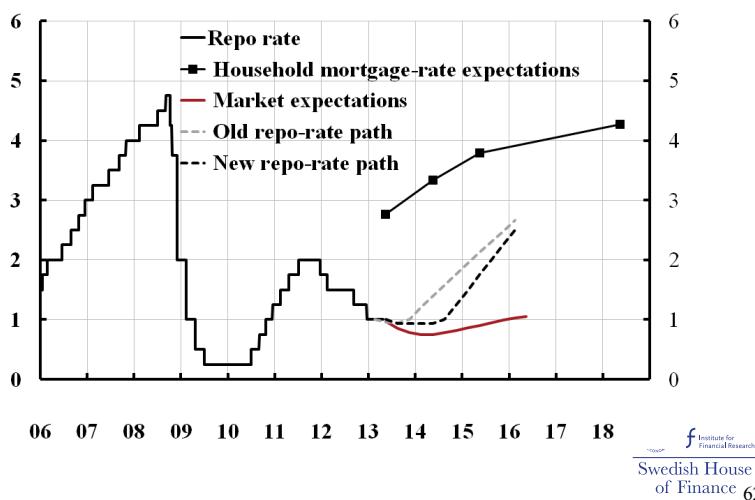
- Tendens att bita sig fast och till och med öka
- Hög inflation varierar mer än låg inflation
- Urholkar pengarnas värde
- Ökar osäkerheten
- Ger en omfördelning av inkomst och förmögenhet
- Lättare att hålla inflation nere än att pressa ner den
- släpp inte upp den!

61

Reporänta, räntebana, marknadsförväntningar och hushållens förväntningar om rörlig bolåneränta: Sep 2011

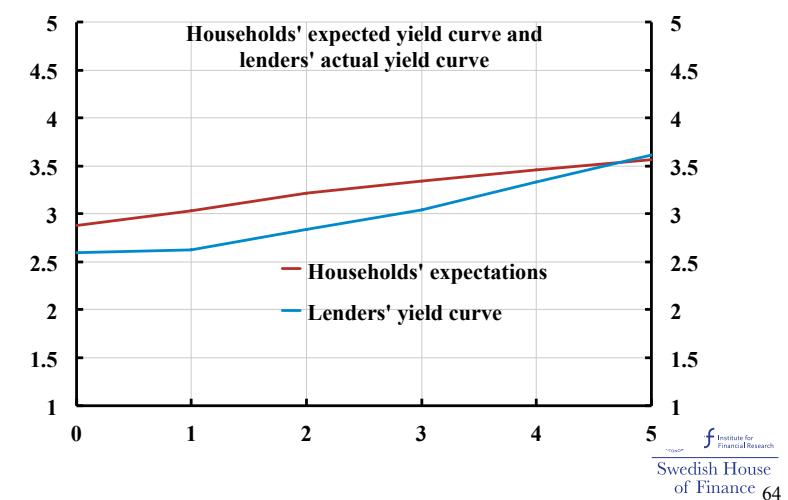


Reporänta, räntebana, marknadsförväntningar och hushållens förväntningar om rörlig bolåneränta: April 2013



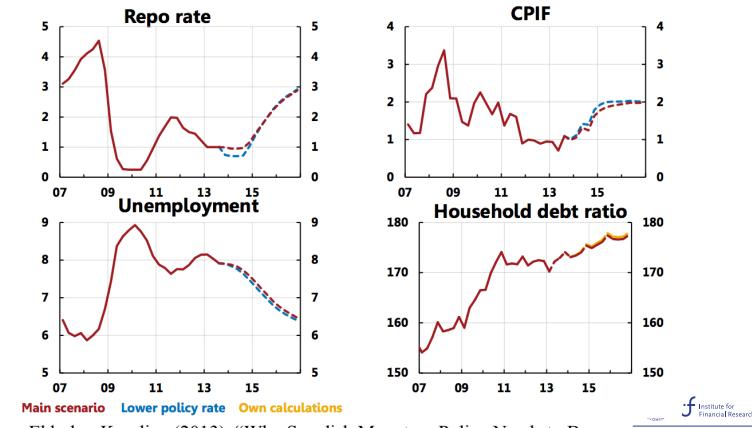
62

Households' expected mortgage yield curve and actual yield curve



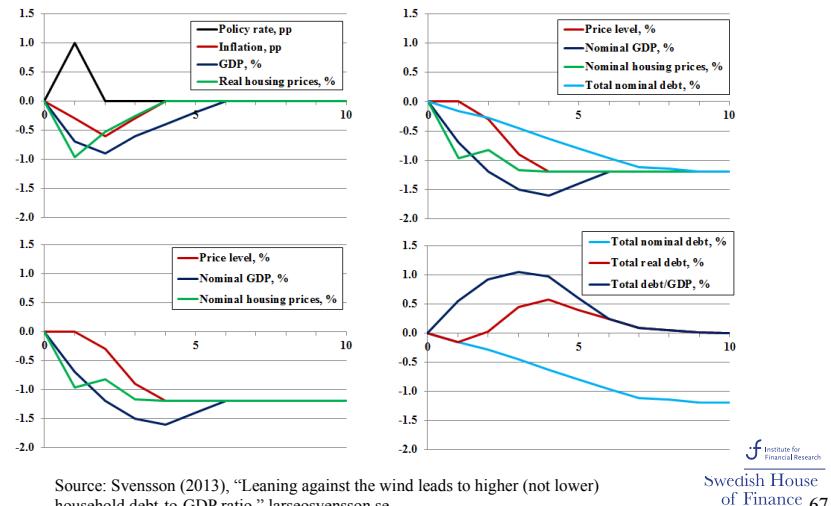
Effect on the debt ratio of a lower policy rate according to the Riksbank (Ekholm 2013): Very small – no effect on any risks

Figure 2. More expansionary monetary policy



Institute for
Financial Research
Swedish House
of Finance 65

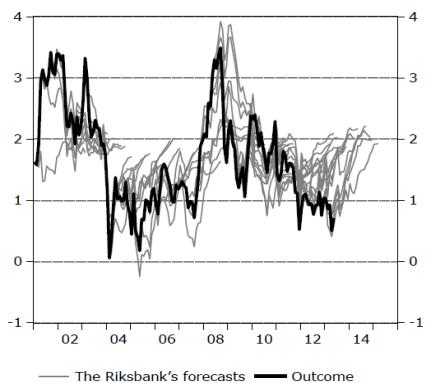
Impulse responses to 1 percentage point higher policy rate during year 1



Institute for
Financial Research
Swedish House
of Finance 67

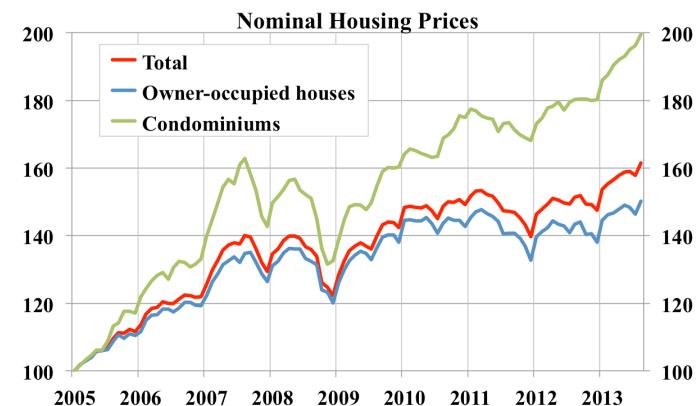
Riksbank inflation forecasts biased upwards

Riksbank inflation forecasts and actual outcome (CPIF)



Source: National Institute of Economic Research (2013)

Institute for
Financial Research
Swedish House
of Finance 66



Institute for
Financial Research
Swedish House
of Finance 68

