



# Penningpolitik och makrotillsyn i en globaliserad värld

Riksbankschef  
Stefan Ingves

Nationalekonomiska föreningen 28 maj, 2014

# Konsekvenser av finanskrisen

- Större ansträngningar måste göras för att undvika finansiella obalanser
  - Nytt politikområde – makrotillsyn – med fokus på systemrisk
  - Fokus här idag:
    - Samspel makrotillsyn och penningpolitik
    - Effekter av åtgärder för att minska finansiella obalanser
    - Internationellt samspel och beroende
-

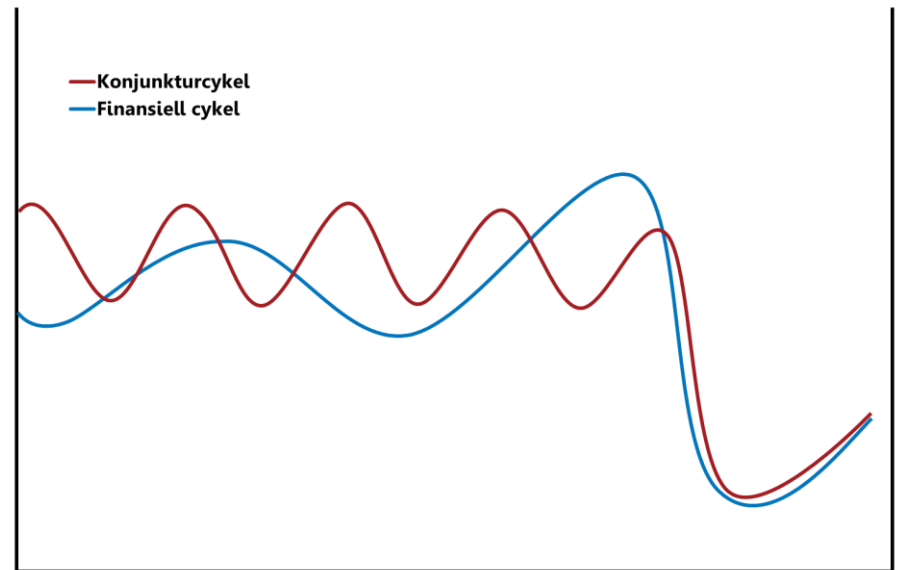
# Paralleller makrotillsyn – inflationens måls politik



- Ny politik ska sjösättas
    - Hur kommer den att fungera?
    - Begränsade praktiska erfarenheter (jfr. inflationens måls politik i början av 1990-talet)
    - "Learning by doing"
  - Stabilisering av cykler
    - Inflationens måls politik – konjunkturcykler och inflation
    - Makrotillsyn – finansiella cykler (tidsdimensionen)
      - Även tvärsnittsdimension (t.ex. länkar i det finansiella systemet vid given tidpunkt)
      - Här: fokus på tidsdimensionen
-

# Stabilisering av cykler

- Stora problem om finansiell cykel "spårar ur" ⇒ måste också stabiliseras!
- Grundtanke efter krisen:
  - Makrotillsyn – finansiell cykel
  - Penningpolitik – konjunkturcykel/inflation
- Men: Allt är inte löst! Pågående internationell diskussion



# Frågor kring makrotillsynen i den internationella debatten



- Bör makrotillsyn och penningpolitik bedrivas separat eller finns skäl att koordinera?
  - Behöver makrotillsynen stöd av penningpolitiken i vissa lägen?
-

# Penningpolitik och makrotillsyn – separat eller samordnat?



(A) Samordnat:  $E \sum_t^{\infty} \beta^t [(\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda_1 (y_t - y^*)^2 + \lambda_2 (f_t - f^*)^2]$

(B) Separat:  $E \sum_t^{\infty} \beta^t [(\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda_1 (y_t - y^*)^2]$

$E \sum_t^{\infty} \beta^t [\lambda_2 (f_t - f^*)^2]$   $f$ : finansiell cykel

- Alltid möjligt att välja (B)  $\Rightarrow$  Samordning minst lika bra som separation
- Men:
  - Andra kostnader med (A), t.ex. otydlig politik?
  - Oklart *hur stora* vinster i praktiken med samordning

# Penningpolitik och makrotillsyn – separat eller samordnat?

- Exempel på samordning: Storbritannien(?)
    - BoE både penningpolitik och makrotillsyn (uppdelat på MPC och FPC, men uttalad ambition att koordinera):

“The Government intends that the frameworks for monetary policy and macro-prudential policy ... should be coordinated”
  - Sverige institutionellt närmare separation
    - Men finansiellt stabilitetsråd (FI, FiDep, RB, RGK)
    - Delat ansvar för finansiell stabilitet
  - Förmodligen viktigare att någon har ansvar och agerar än att det sker i perfekt samordning!
-

# Behöver penningpolitiken hjälpa till?

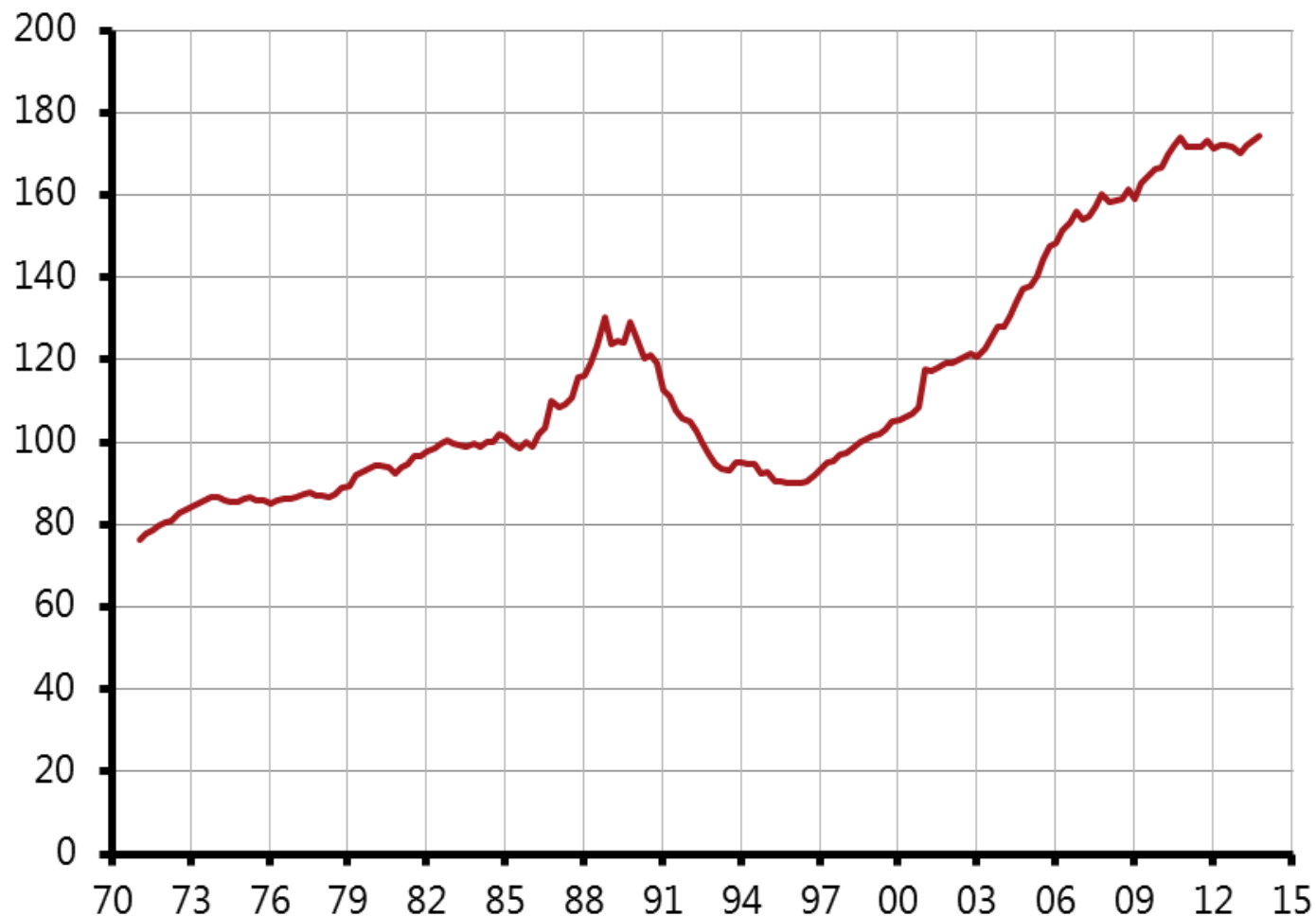
- Ja, menar många
  - Motiv 1: Makrotillsynsåtgärder kan kringgås
    - Penningpolitiken "kryper in i alla sprickor" (Stein)
  - Motiv 2: Större risk för "inaction bias" inom makrotillsyn
    - Åtgärder upplevs som mer dramatiska
    - Tillsynsmyndigheter mindre oberoende
  - Motiv 3: Penningpolitiken kan *orsaka* problem
    - Låg ränta länge: felaktiga förväntningar och ökat risktagande
-



# Behöver penningpolitiken hjälpa till?

- Viktigt: pågående internationell diskussion!
    - Begränsat avtryck i svensk debatt
    - Här hemma: "Makrotillsynen fixar allt, penningpolitiken behöver inte användas"
  - Men: Inte ens makrotillsyn *och* penningpolitik räcker förmodligen i längden
    - Samarbete mellan fler politikområden krävs – bostadspolitik, finanspolitik
-

# Hushållens skulder som andel av disponibel inkomst

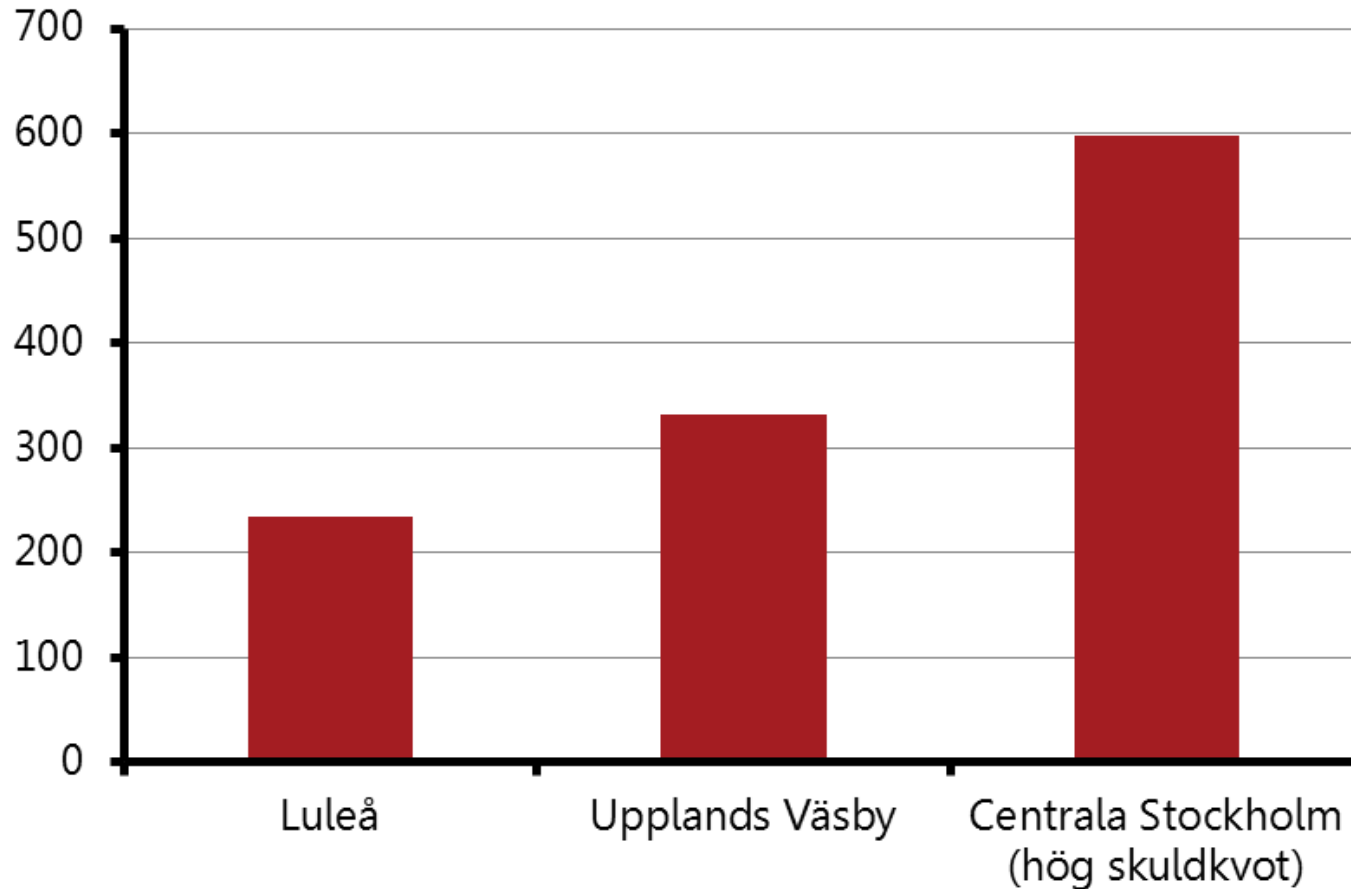


# Låt oss konkretisera – några räkneexempel

## Hushållen

	Luleå	Upplands Väsby	Centrala Stockholm (hög skuldkvot)
Disponibel inkomst (kr månad)	39 000	44 000	55 000
Total skuld (kr)	1 100 000	1 750 000	3 950 000
Skuldkvot (%)	235	331	598

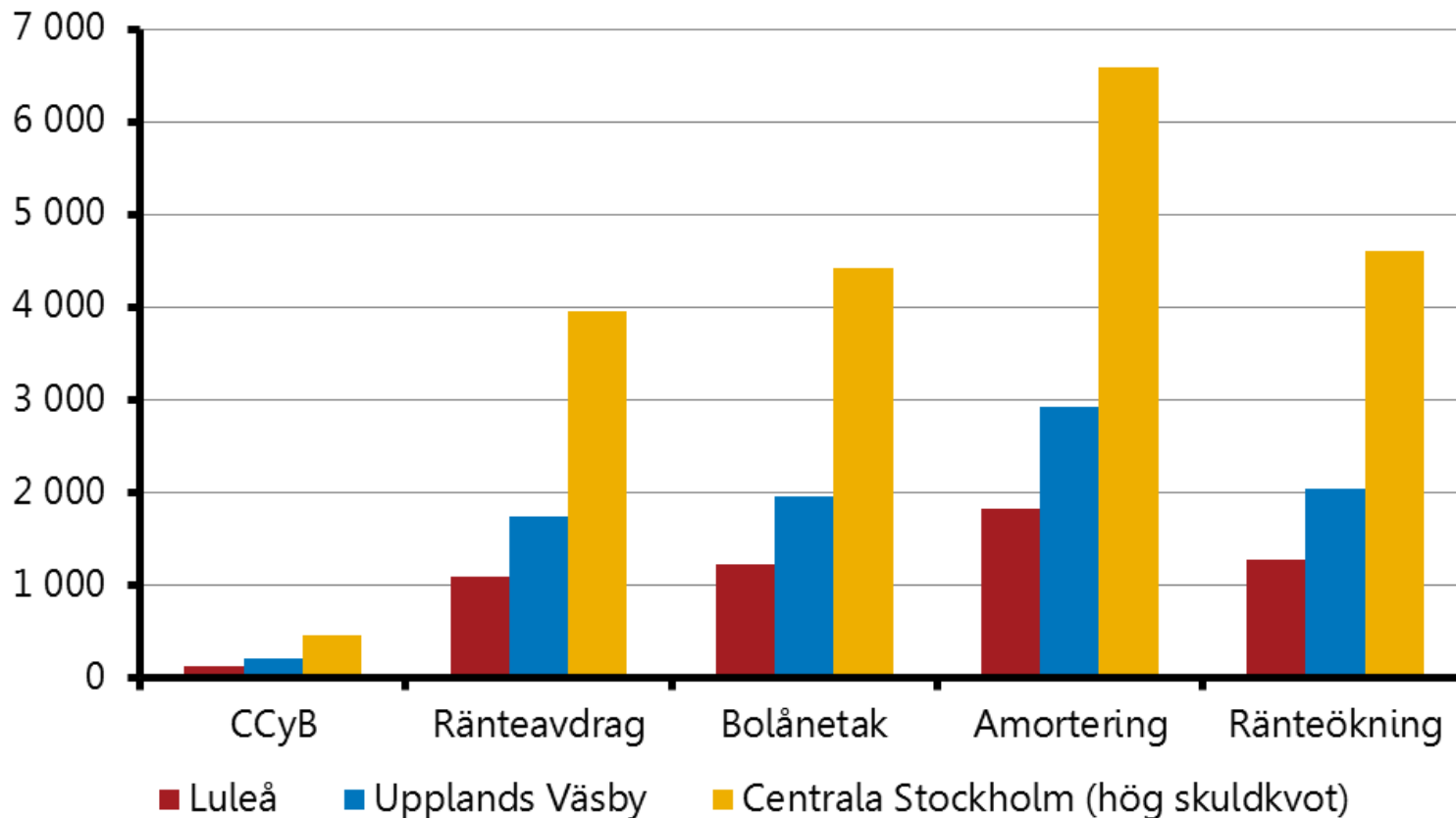
# Hushållens skulder som andel av disponibel inkomst



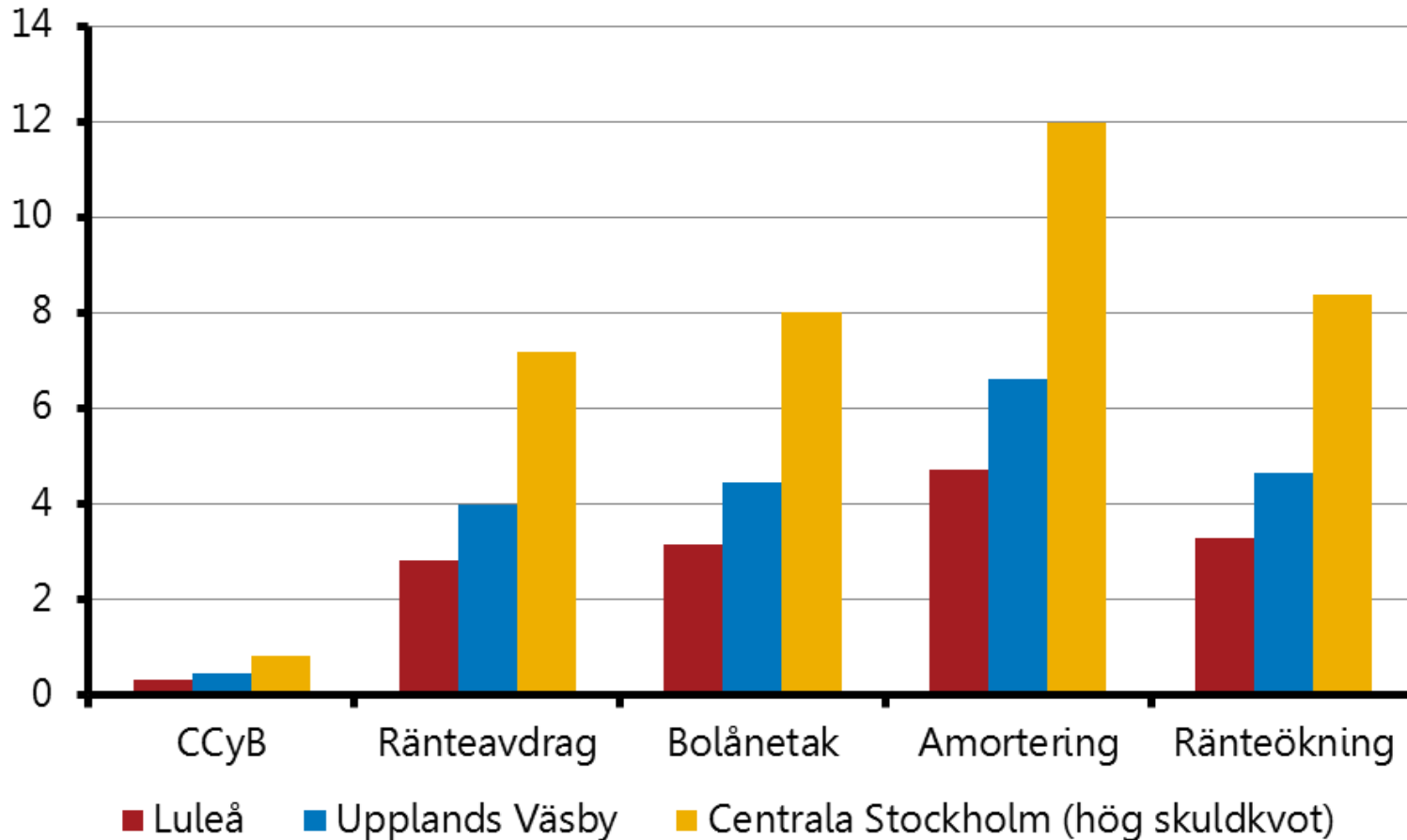
# Effekter av olika policyåtgärder

- Kontracyklisk kapitalbuffert (CCyB) på 2,5 procent
  - Avskaffat ränteavdrag
  - Sänkt bolånetak, från 85 procent till 75 procent
  - Amorteringskrav på 50 år (antagit amorteringsfritt i ursprungsläget)
  - Ränteökning på 2 procentenheter
-

# Utgiftsökningar av olika policyåtgärder



# Utgiftsökningar av olika policyåtgärder



# Några slutsatser av räkneövningarna

- Makrotillsynsåtgärder (och andra åtgärder) påverkar lånekostnader och incitament till skuldsättning
  - Vissa åtgärder mer effektiva än andra
    - Hitta balans
  - Det kommer att kosta att komma till rätta med problemet – ingen "free lunch"
  - Viktigt att agera skyndsamt!
    - Obalanser kan fortsätta byggas upp
    - Kan inte vänta på bättre läge
-



# Samarbete/samordning internationellt?

- Lång tradition av internationellt samarbete kring *finansiell stabilitet*
    - Baselkommittén, etc.
  - Mer intensivt efter krisen
  - Under senare tid: Krav från vissa håll på samordning även inom *penningpolitiken*
-

# Internationell penningpolitisk samordning?

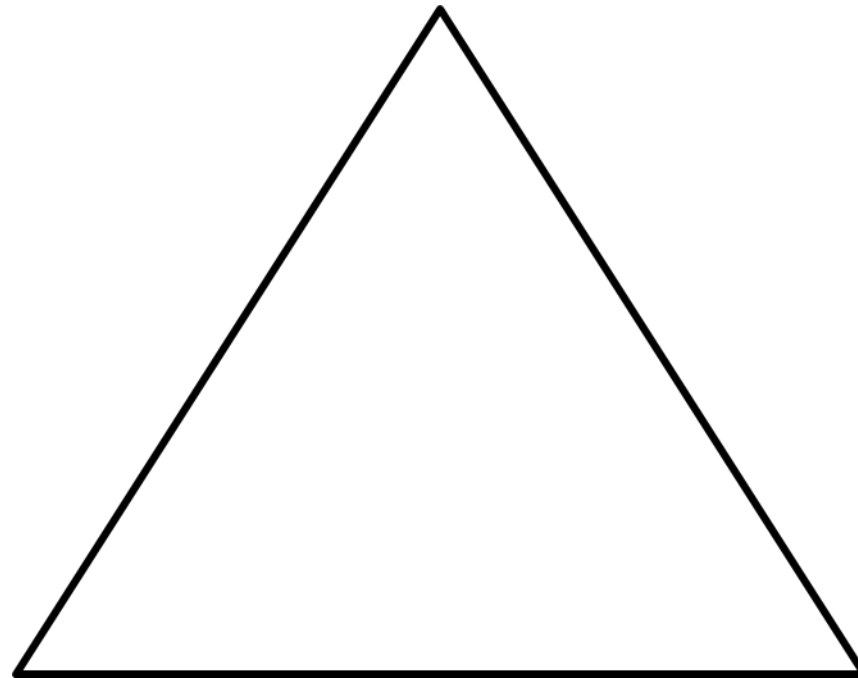


- Ovanligt efter Bretton Woods, även om undantag (t.ex. gemensam sänkning oktober 2008)
  - Fortgående integration av världens finansiella marknader
  - Penningpolitiken i stora länder en drivkraft till kapitalflöden
  - Svårare bedriva penningpolitik i mottagarländerna
    - Konsekvenser för ekonomisk stabilitet, finansiell stabilitet
  - Främst utvecklingsekonomier, men även andra
  - Skäl till penningpolitisk samordning?
-

# “Trilemmat” i internationell ekonomi

Det går inte att samtidigt uppfylla alla tre villkor

Fast växelkurs



Fria kapitalflöden

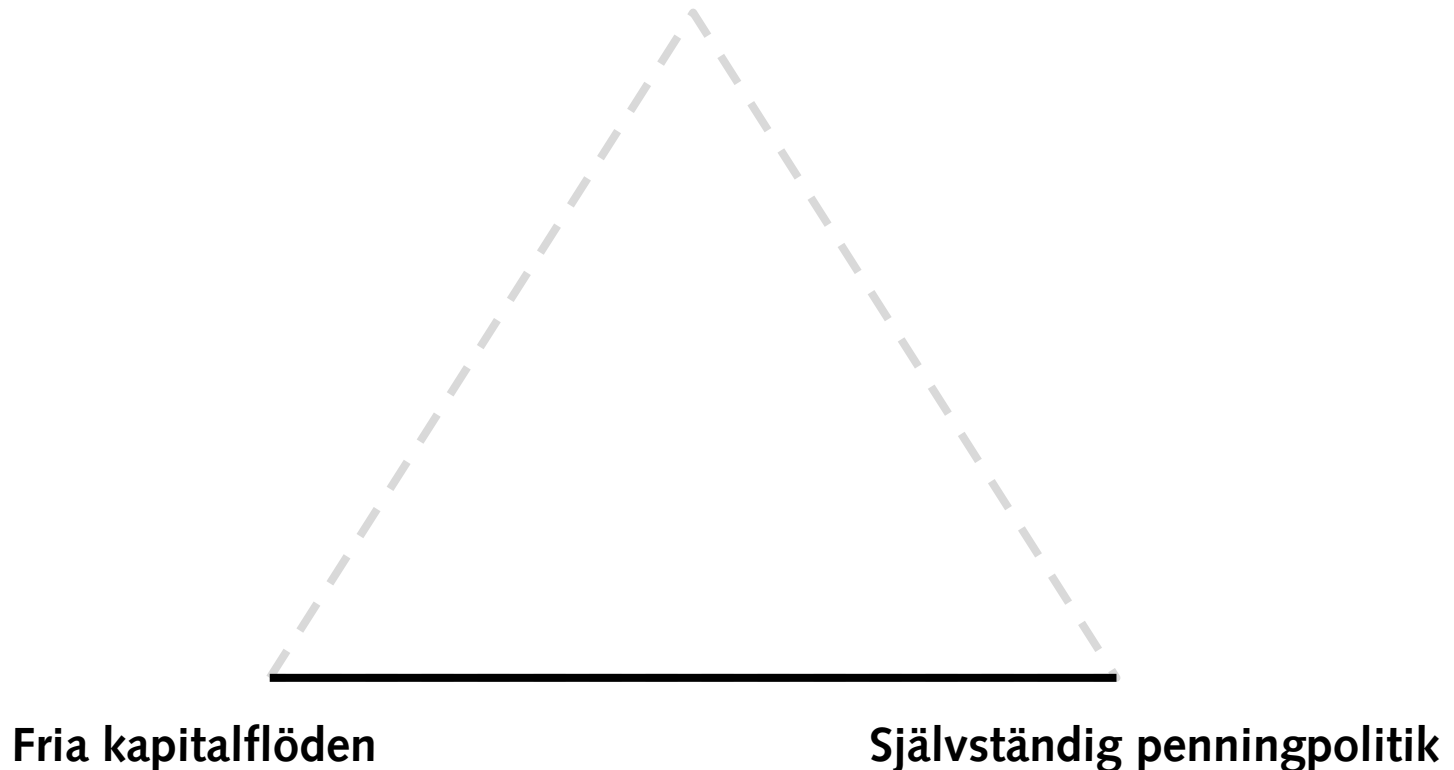
Självständig penningpolitik

# Egentligen ett "dilemma"?

Egen penningpolitik inte möjlig om fria kapitalflöden, oavsett växelkursregim

(Rey, 2013)

Fast växelkurs



# Penningpolitik i en integrerad värld

- Väl stark slutsats! Rörlig växelkurs ger alltså penningpolitisk autonomi
  - Men: Svårare anpassa monetära förhållanden till eget ekonomiskt läge
    - Långräntor bestämda på globala marknader
    - Kapitalflöden stor verkan på växelkurser
    - Global finanscykel driven av penningpolitik i stora länder (Rey, 2013)
-

# Hur hantera internationella spillover-effekter?

- Centralbanker samordnar sin politik?
    - Mindre sannolikt, Blanchards "Loch Ness-odjur"
      - Mål sätts nationellt
      - Svårt att komma överens om effekter
    - Men: Skäl att i *analysen* ta in mer av globala aspekter (jfr. finansiella faktorer efter krisen)
  
  - Nationell makrotillsyn? (global finansiell cykel)
    - Ja, men "learning by doing"
  
  - (Kapitalregleringar)
-

# Sammanfattning

- En mer komplicerad värld efter krisen
  - Ökad insikt om att penningpolitiken beroende av
    - Andra politikområden
    - Penningpolitiken i andra länder
  - Intressanta men öppna frågor
  - Men politik behöver bedrivas här och nu...
-