



Centralbankens mål och medel genom historien – perspektiv på dagens penningpolitik

Riksbankschef Stefan Ingves
Nationalekonomiska föreningen
6 maj 2015

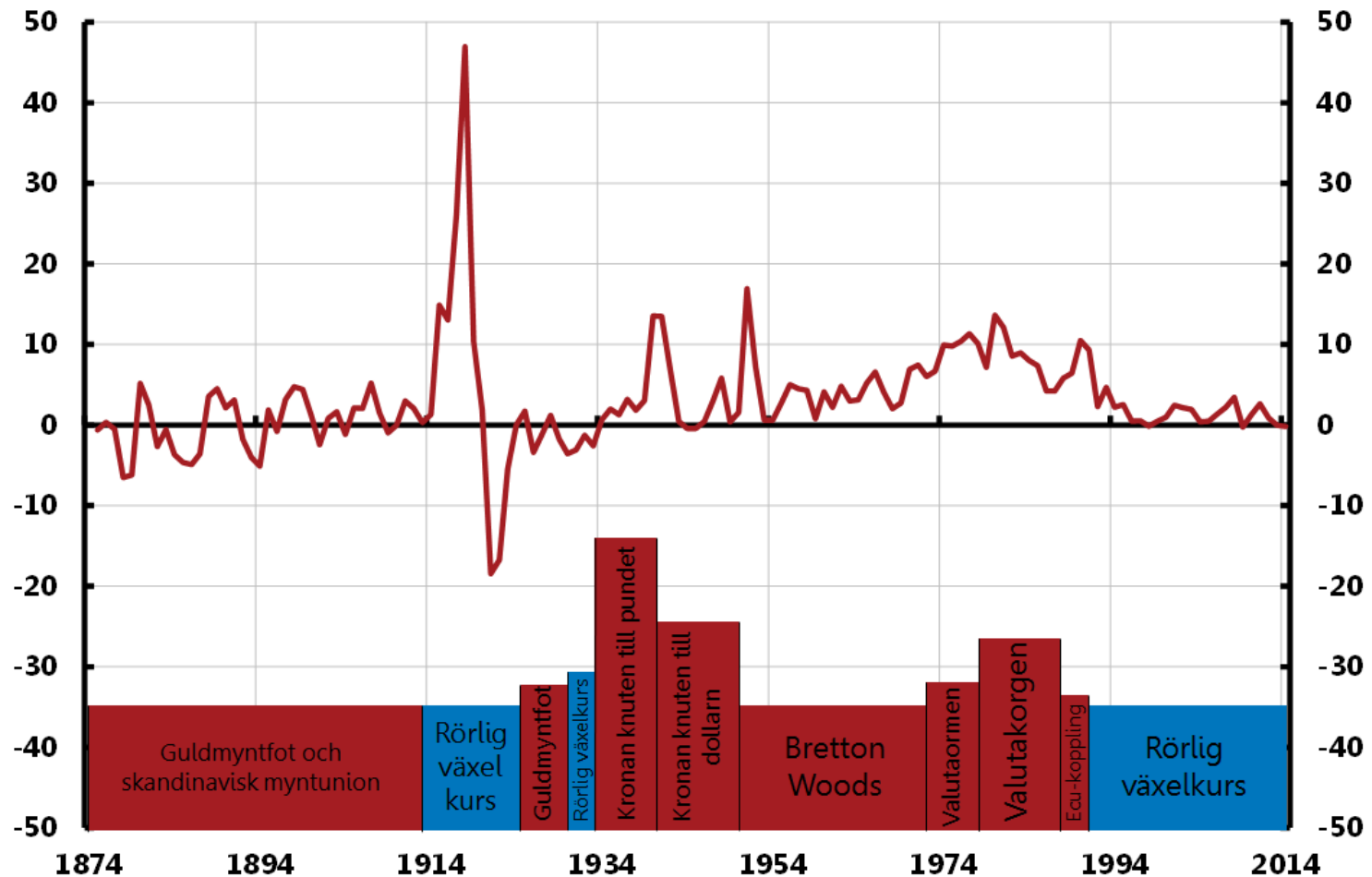
Dagens presentation

- Historiskt perspektiv på dagens penningpolitik
 - Målen och medlen för Riksbanken har påverkats av samhällsutvecklingen
 - Lärdomar av 1990-talskrisen
 - Lärdomar av den globala finankrisen
 - Penningpolitik i en liten öppen ekonomi
 - Den aktuella penningpolitiken
-

Historiskt perspektiv på dagens penningpolitik



Sveriges inflation och valutaregimer



Anm. Diagrammet visar årlig KPI-inflation i procent, och fyrkanternas bredd motsvarar tidsperioden för respektive valutaregim.

Källor: SCB och Riksbanken

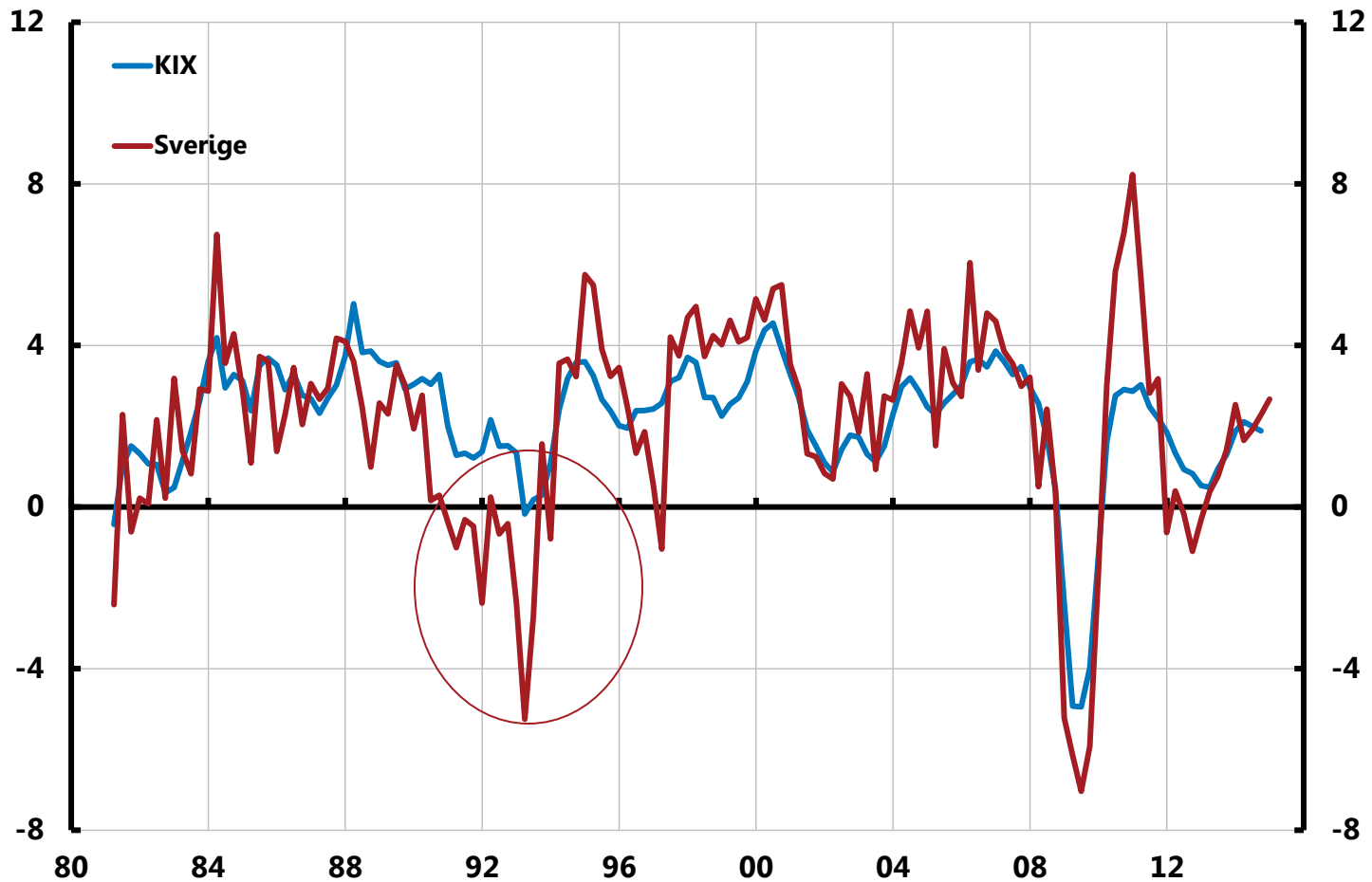
1990-talskrisen: "Omvärlden var ganska OK, men Sverige var inte OK"



- Inflationen för hög i förhållande till omvärlden under lång tid
 - Avreglering av kreditmarken i kombination med alltför expansiv politik
 - Finanskris, valutakris och statsfinansiell kris
 - Åtskilliga "hemläxor", inte minst för penningpolitiken
-

BNP-tillväxt i Sverige och omvärlden

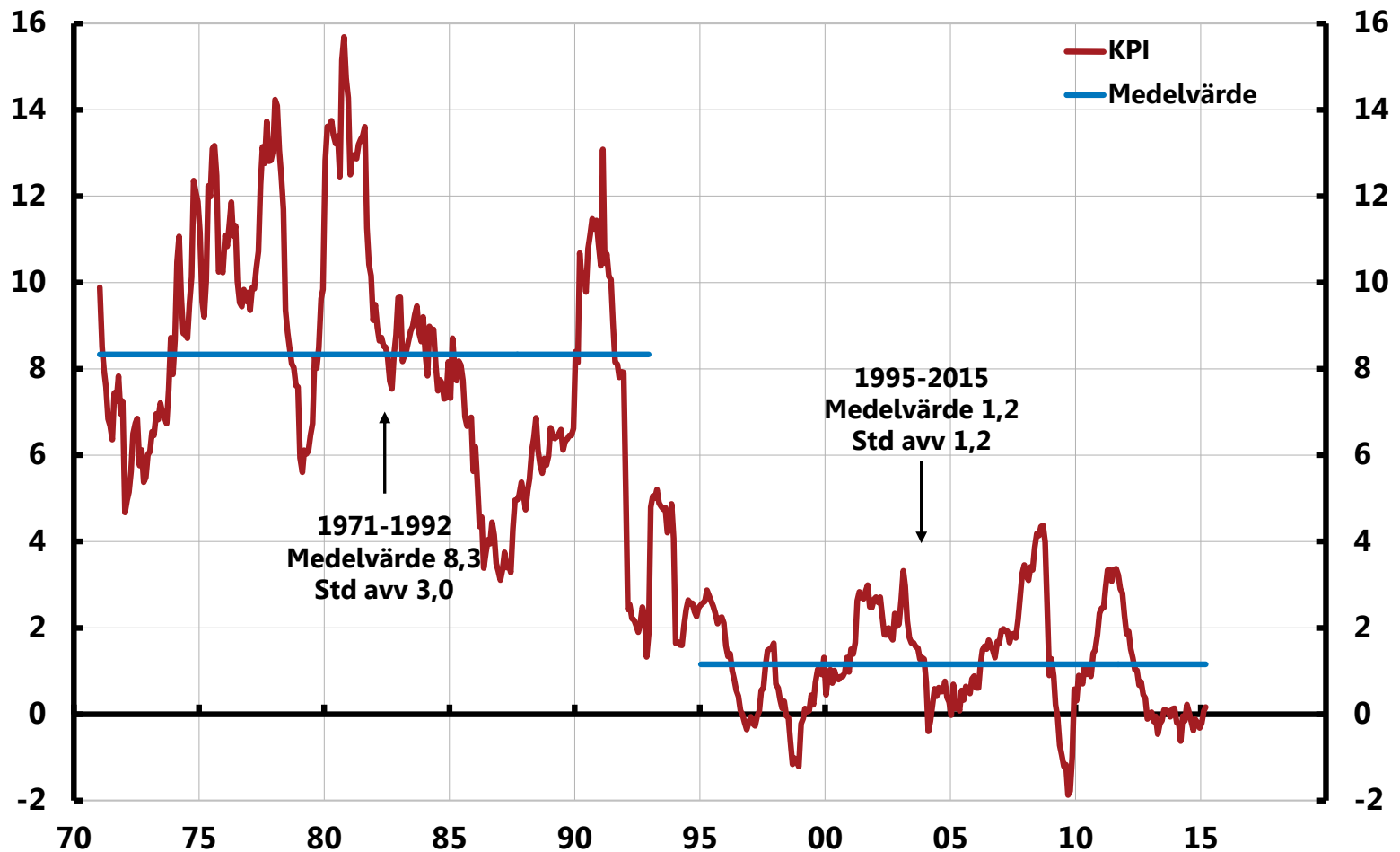
Årlig procentuell förändring



Efter 1990-talskrisen

- Viktig lärdom – ökat inslag av "normtänkande" och vikten av trovärdighet för det nominella ankaret
 - Inflationsmål och självständig Riksbank
 - Lång period av ekonomisk stabilitet efter inflationsmålets införande
 - "The great moderation"
 - En övertro på centralbankers förmåga till finjustering
 - Avsaknad av finansiella marknader och friktioner i modellanalysen
-

Inflationsmålet har fungerat väl



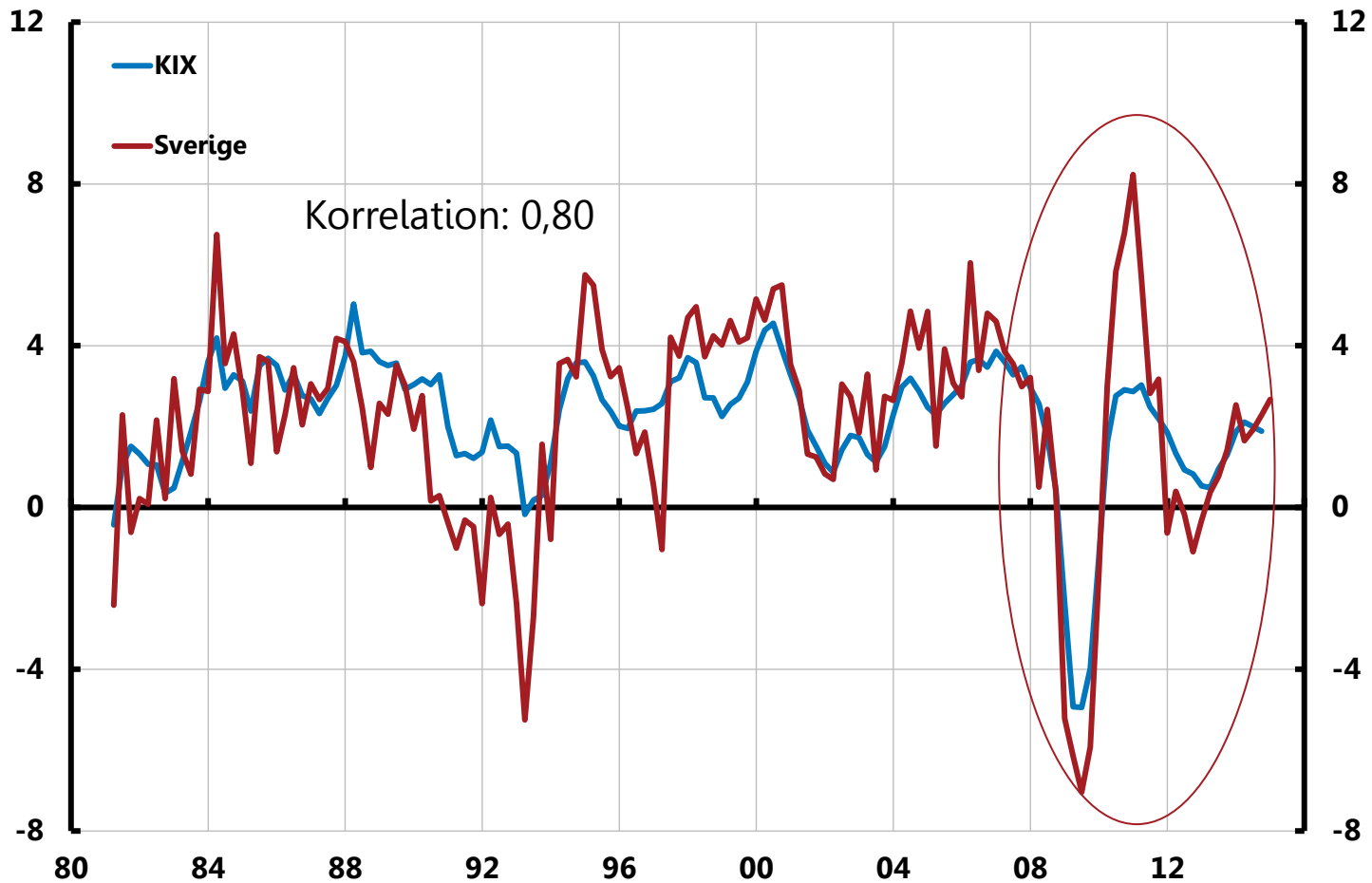
Finanskrisen: "Omvärlden var inte OK, men Sverige var OK"



- Den svenska ekonomin i bättre skick än många andra att hantera den globala finanskrisen
 - Mycket starka statsfinanser
 - Bankernas kreditförluster blev begränsade, med liten andel i Sverige
 - Men vi drabbades ändå – Sverige är en liten öppen ekonomi
 - Svag exportefterfrågan
 - Likviditetskris i bankerna under akuta fasen av krisen
-

BNP-tillväxt i Sverige och omvärlden

Årlig procentuell förändring



Efter finanskrisen

- Före krisen: "Jackson Hole consensus"
 - Penningpolitiken hanterar finansiella kriser när de uppstår
 - Efter krisen: omprövning
 - Finanskrisen illustrerar kostnaderna för att "städa upp efteråt"
 - Nytt politikområde – makrotillsyn
-

“Nygamla” utmaningar för makrotillsynen

- I viss mån rörelse tillbaka mot ett större inslag av regleringar av kreditmarknaden, som på 1950-1980-talet
 - Utmaningarna delvis desamma
 - På 1980-talet: Kombination av utlåningstak och negativ realränta skapade “grå” kreditmarknad
 - Motiv till avregleringarna
 - Idag: Makrotillsynen skapar en “skuggränta” i en sektor, som kan relateras till den penningpolitiskt satta styrräntan
 - Hur förhindrar man “läckage” till andra sektorer?
-

Finansiell stabilitet och prisstabilitet hänger ihop

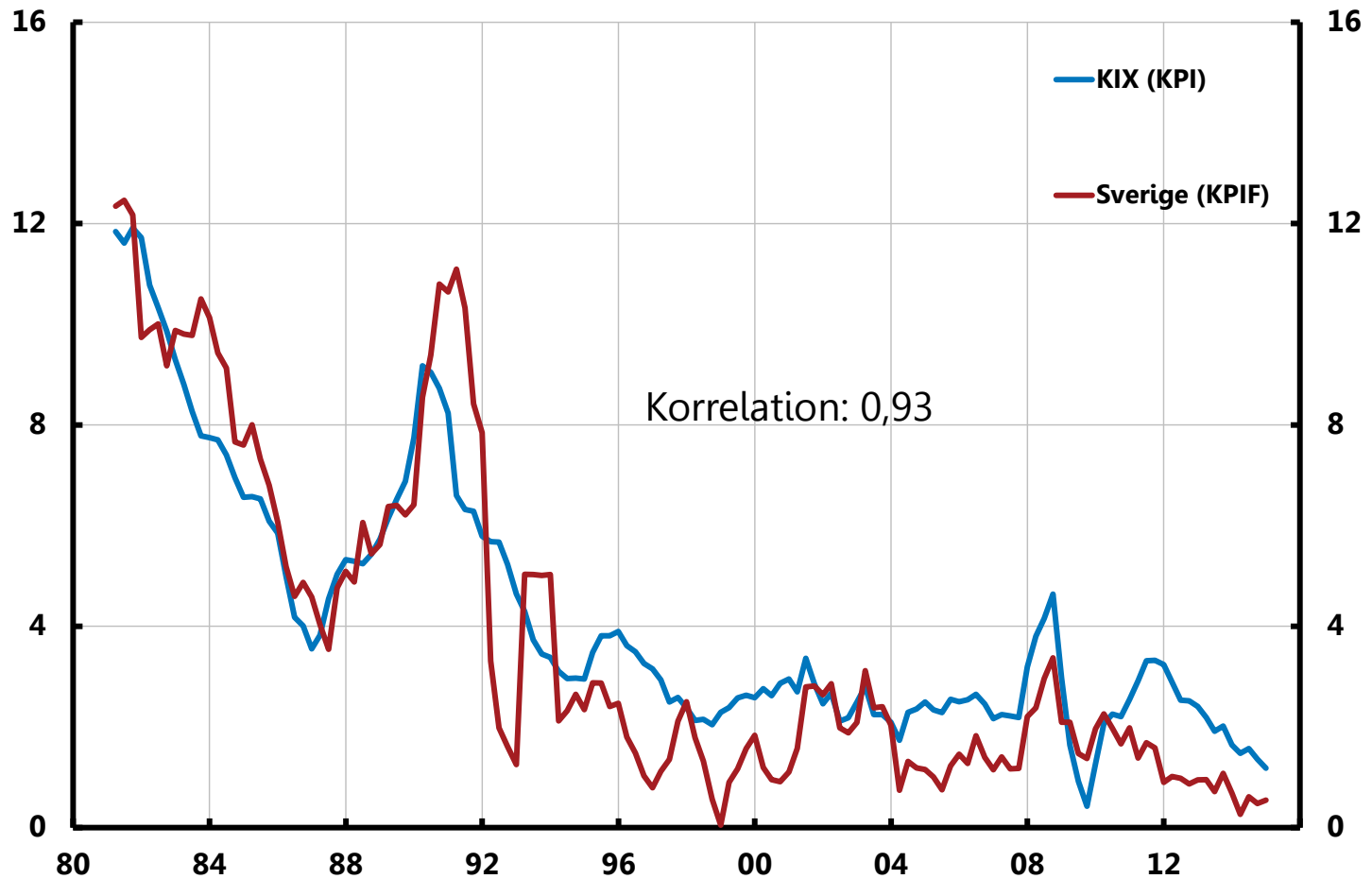


- Finansiella kriser leder till
 - svag ekonomisk utveckling och svårigheter att kontrollera inflationen
 - försvagning av den penningpolitiska transmissionsmekanismen
 - En centralbank kan aldrig "friskriva sig" från ansvar
 - Många verktyg för att hantera banker i kris
 - Räntan påverkar bostadspriser, krediter och risktagande
 - Men hänsyn till finansiell stabilitet i räntebesluten förutsätter
 - väl förankrade inflationsförväntningar
 - en inflation ganska nära målet
-

***Sverige är en liten öppen ekonomi –
penningpolitiken påverkas av omvärlden***

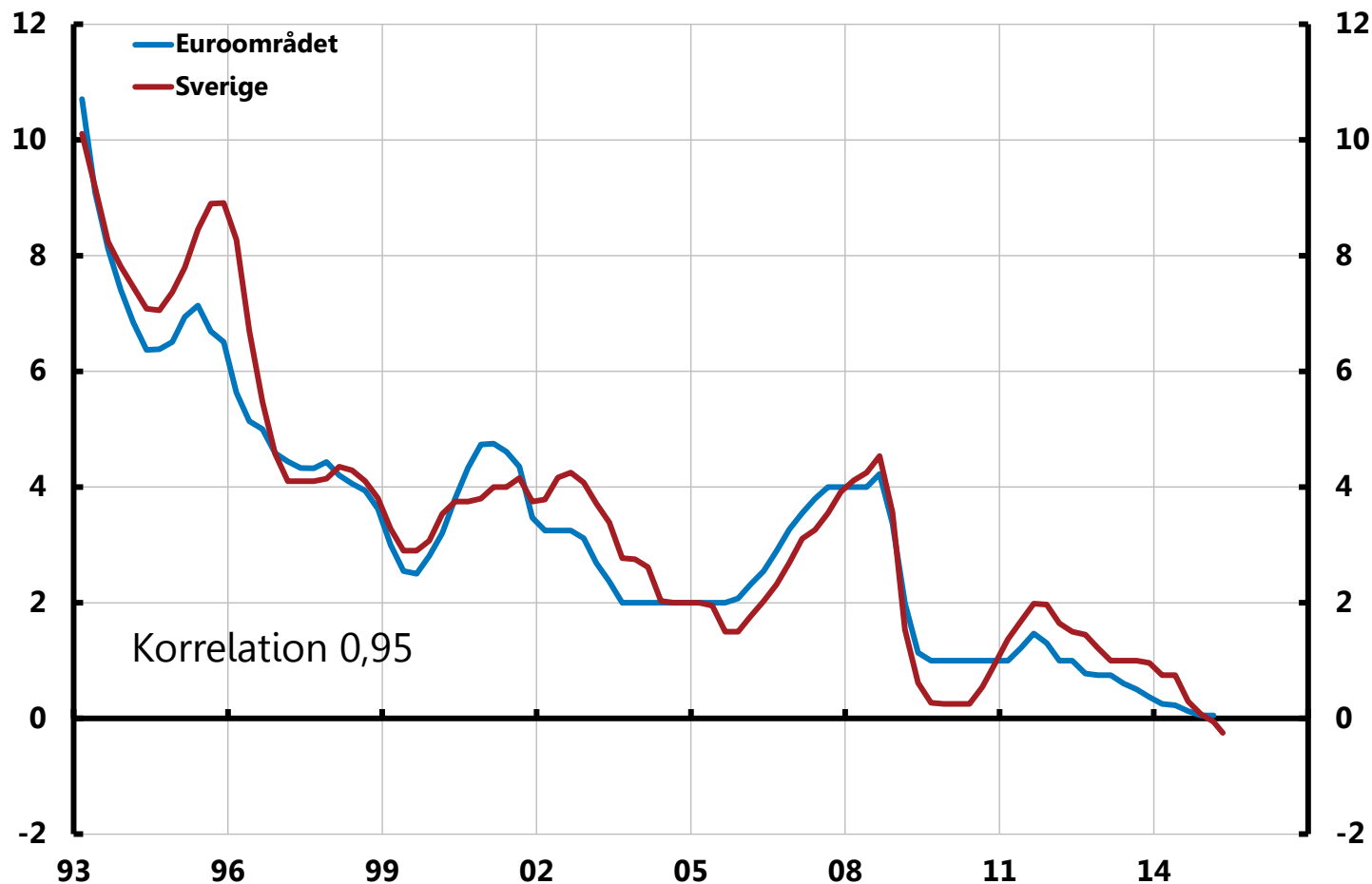
Inflation i Sverige och omvärlden

Årlig procentuell förändring



Styrränta i Sverige och euroområdet

Procent, kvartalsgenomsnitt



Källor: Euro Area Business Cycle Network (EABCN), Eurostat, Jacobson et al. (2002) och Riksbanken

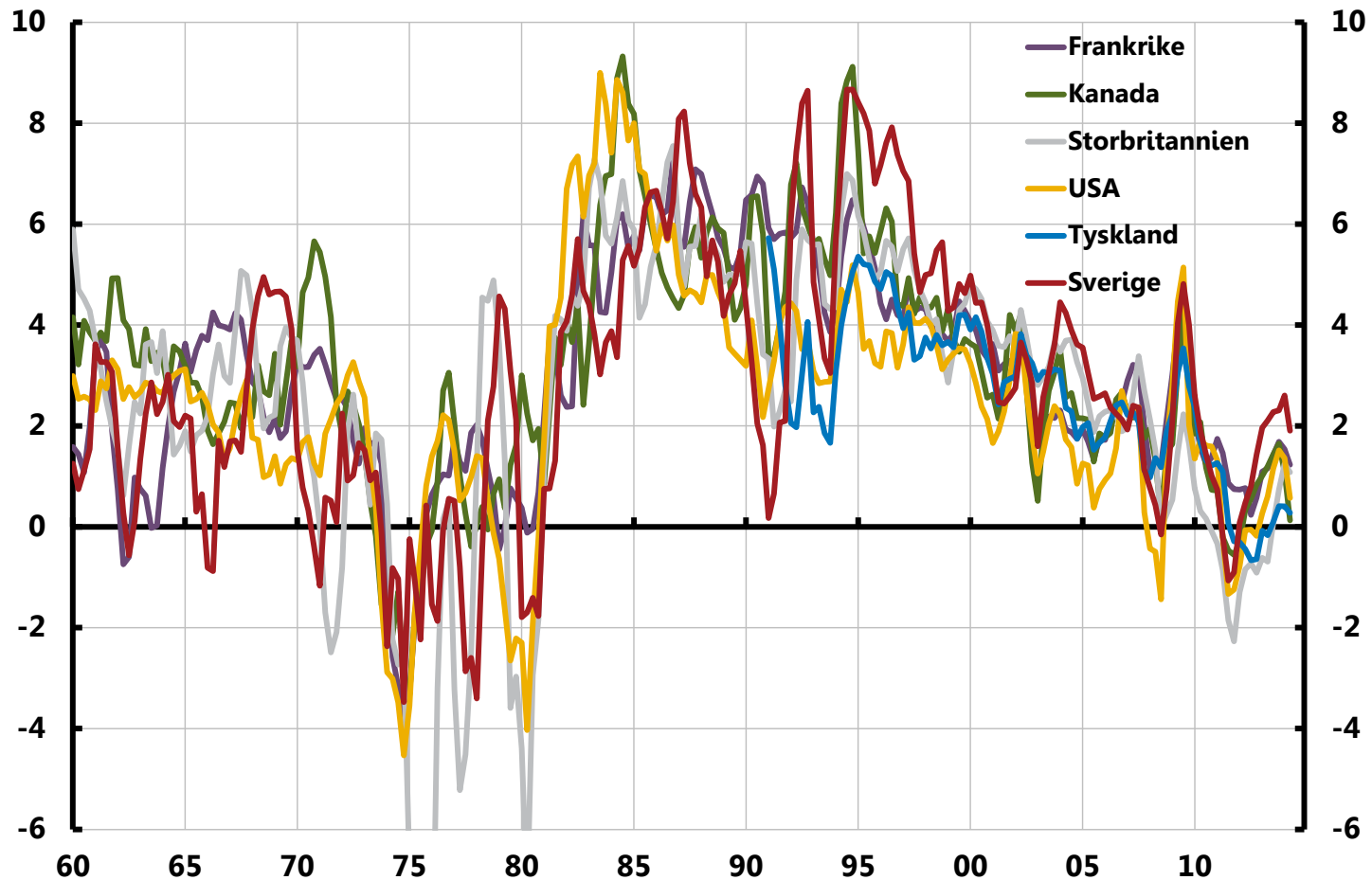
Anm. För Sverige används data fram till 1987Q2 från Jacobson, T., Jansson, P, Vredin, A. & Warne, A., "Identifying the Effects of Monetary Policy Shocks in an Open Economy," Working Paper, Sveriges riksbank, 2002. För euroområdet används data fram till 1999Q1 från Area-wide Model (AWM).

Omvärldens expansiva penningpolitik påverkar Sverige



- Kan illustreras med Mundell-Fleming-modellen
 - Vid oförändrad svensk penningpolitik har en lägre ränta i omvärlden en åtstramande effekt på Sveriges ekonomi
 - Förstärkt valuta \Rightarrow lägre nettoexport och BNP
 - Aktuellt exempel: ECB:s QE-program
 - Bra för Sverige på lång sikt
 - Men skapar apprecieringstryck på kronan på kort sikt
 - Dämpar inflationen i Sverige via lägre importpriser
-

Stor samvariation i internationella realräntor



Den aktuella penningpolitiken avspeglar tidigare lärdomar

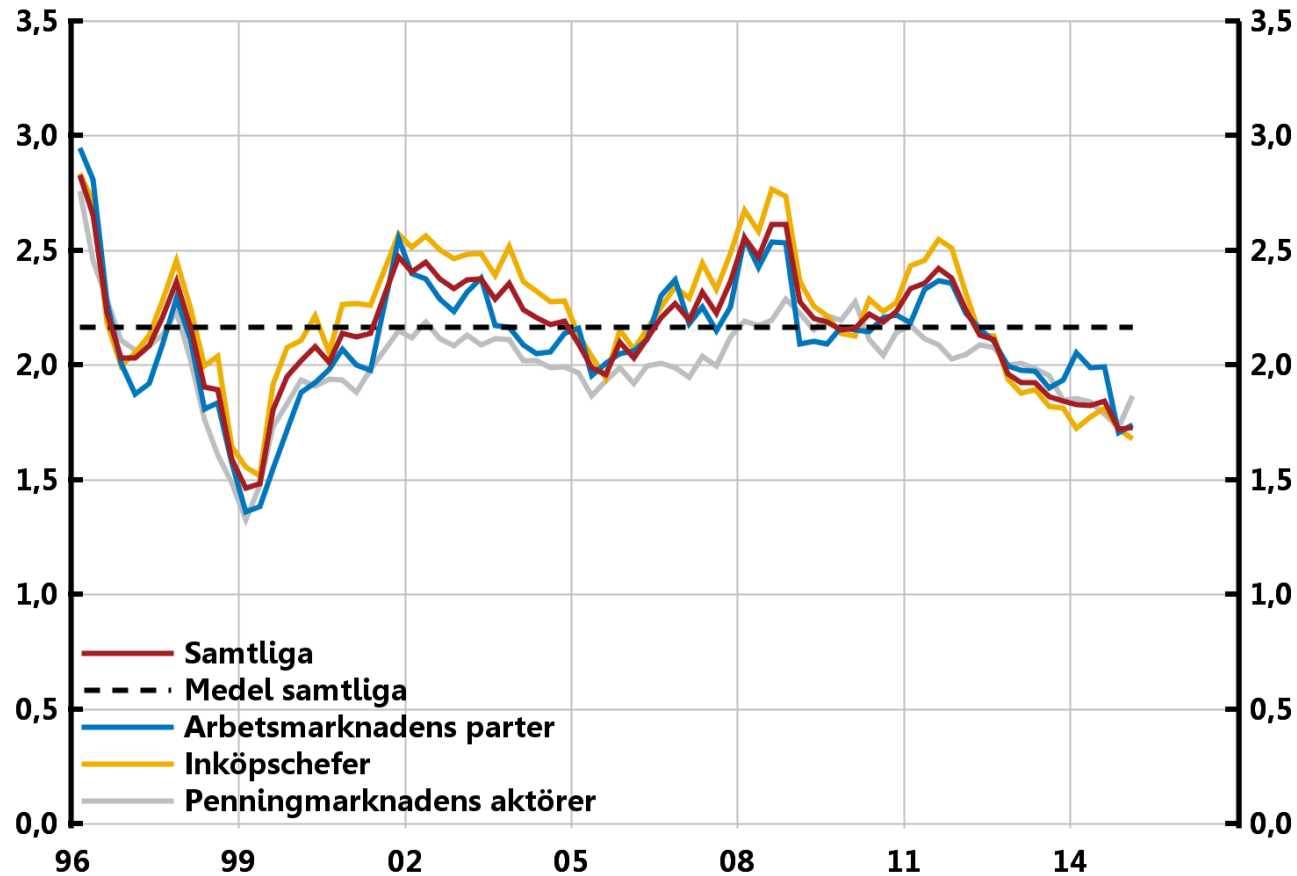


Lärdomar av historien

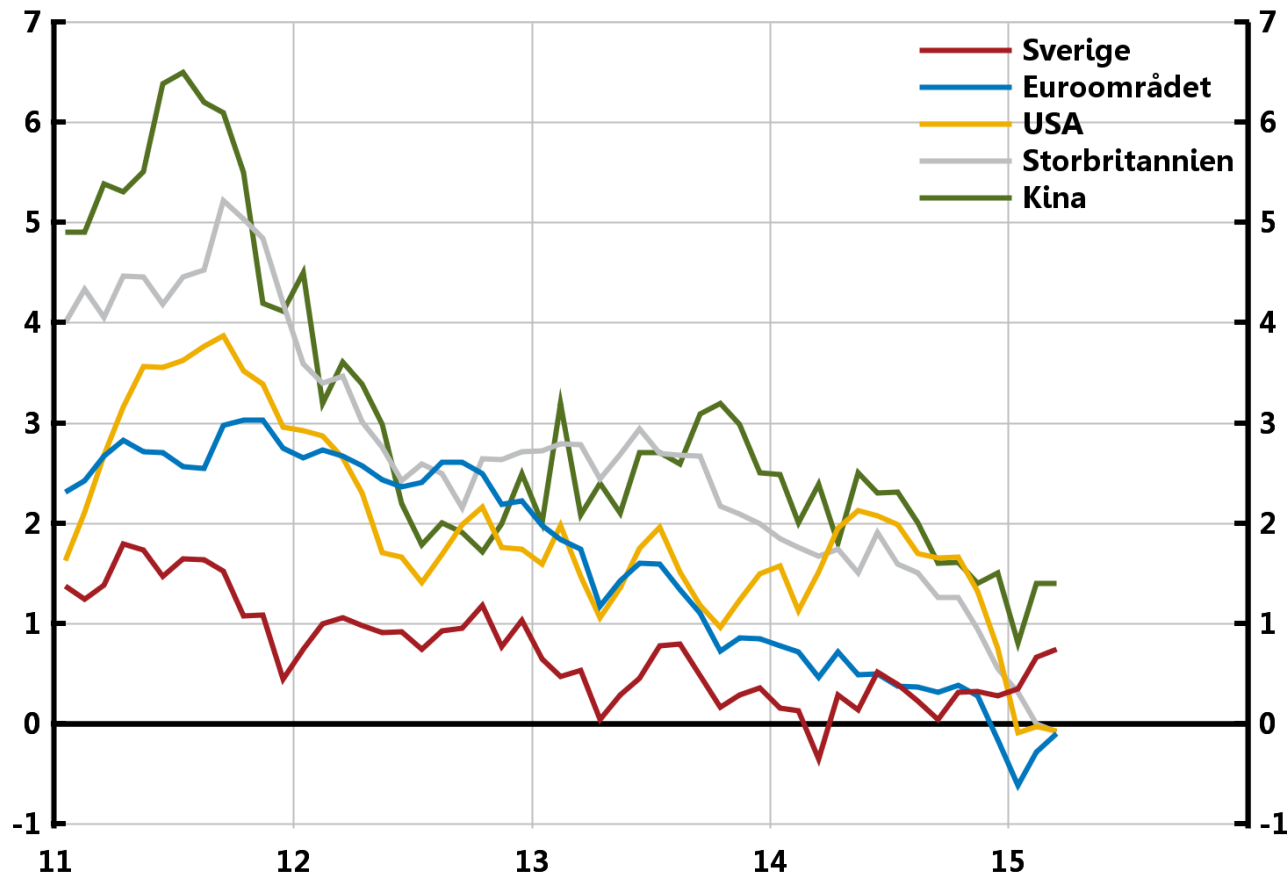
- Det nominella ankarets trovärdighet
- Betydelsen av finansiell stabilitet
- Omvärlden viktig för den svenska penningpolitiken



Inflationsförväntningarna har fallit



Inflationen är låg i många länder

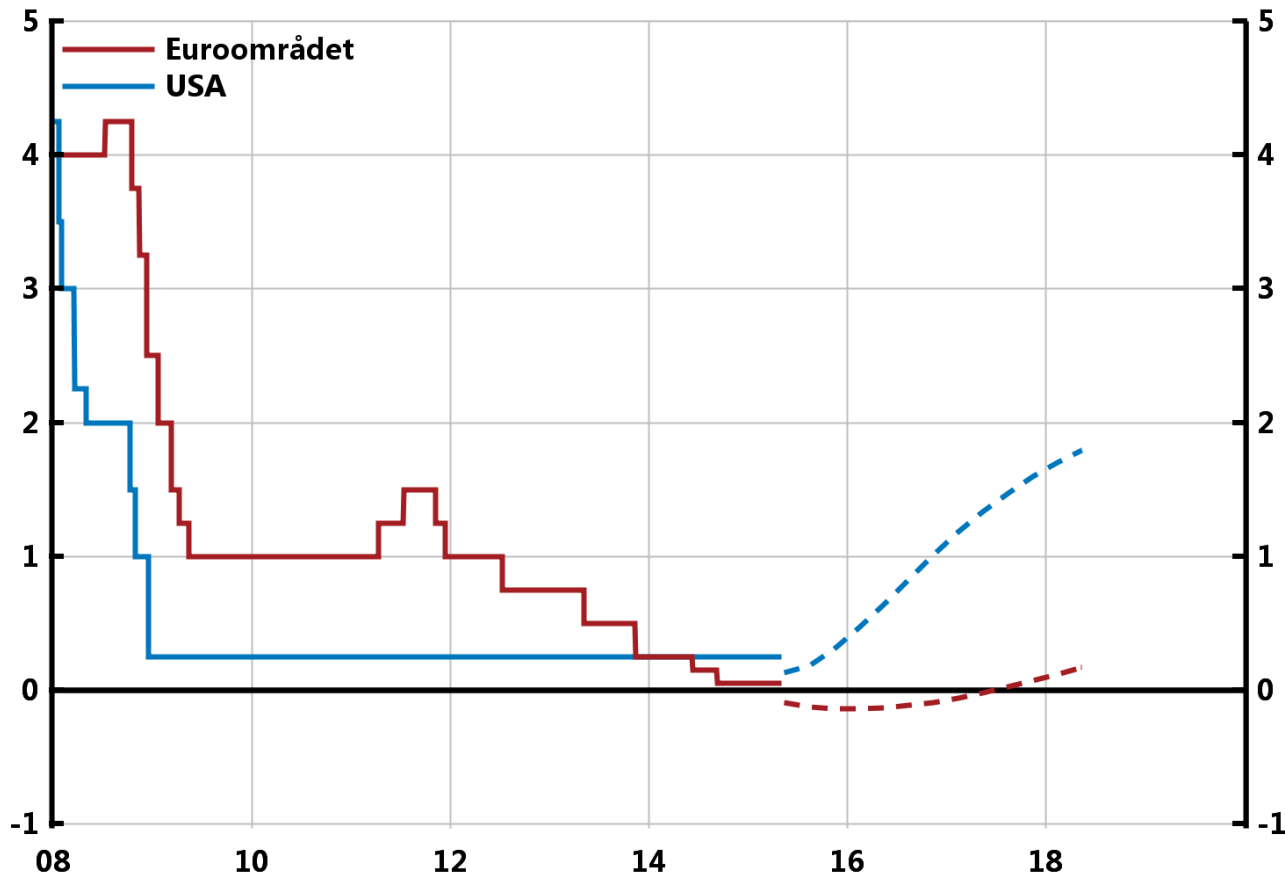


Anm. KPI-inflation. För Sverige och euroområdet avses inflationen mätt med HIKP.

Källor: Eurostat, Bureau of Labor Statistics, Office for National Statistics, State National Bureau of Statistics of China, SCB och Riksbanken

Expansiv penningpolitik i omvärlden

Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning, procent

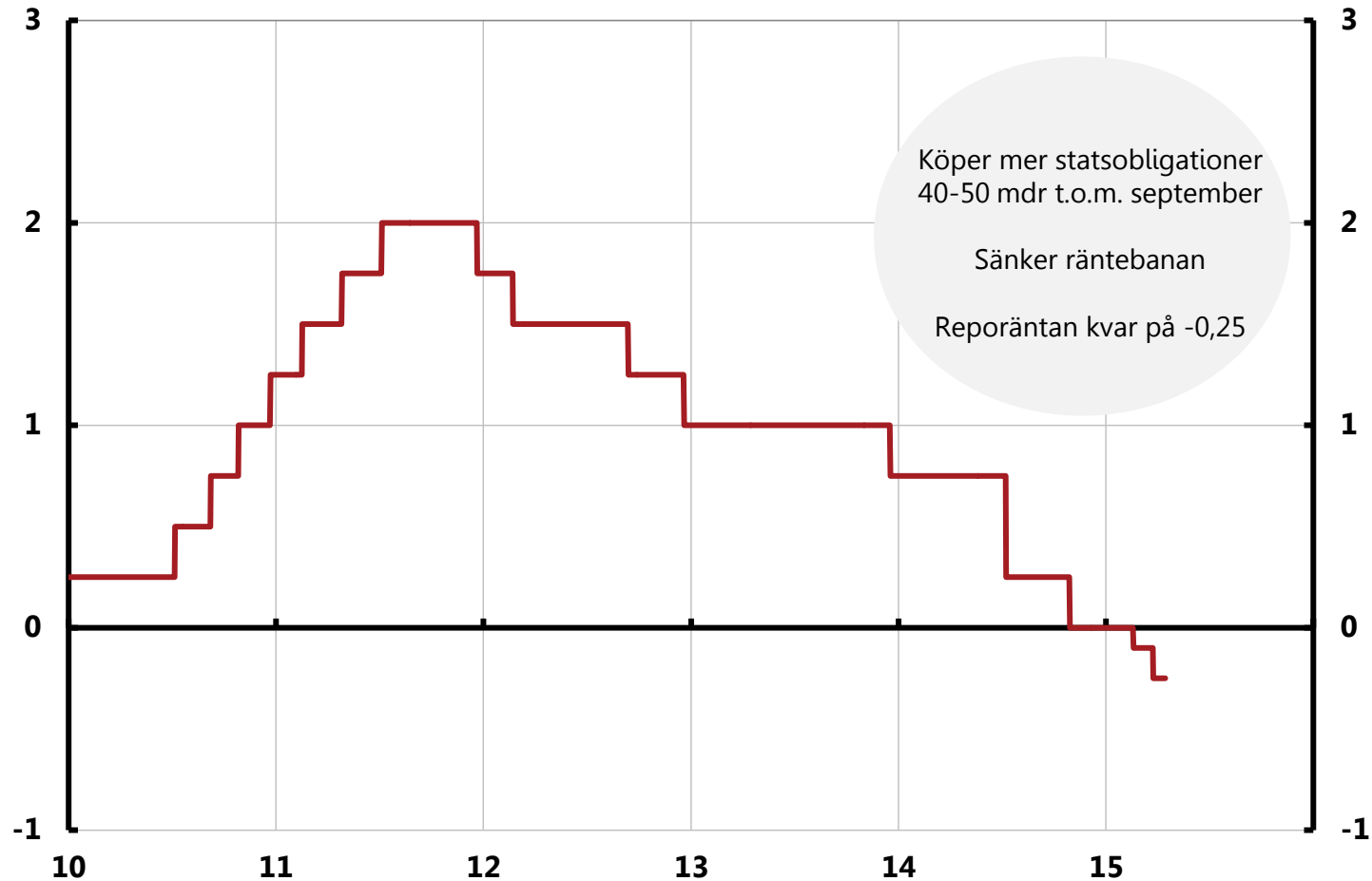


Anm. Terminräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar den officiella styrräntan.

Källor: Macrobond
och Riksbanken

Negativ reporänta för att inflationen ska stiga mot målet

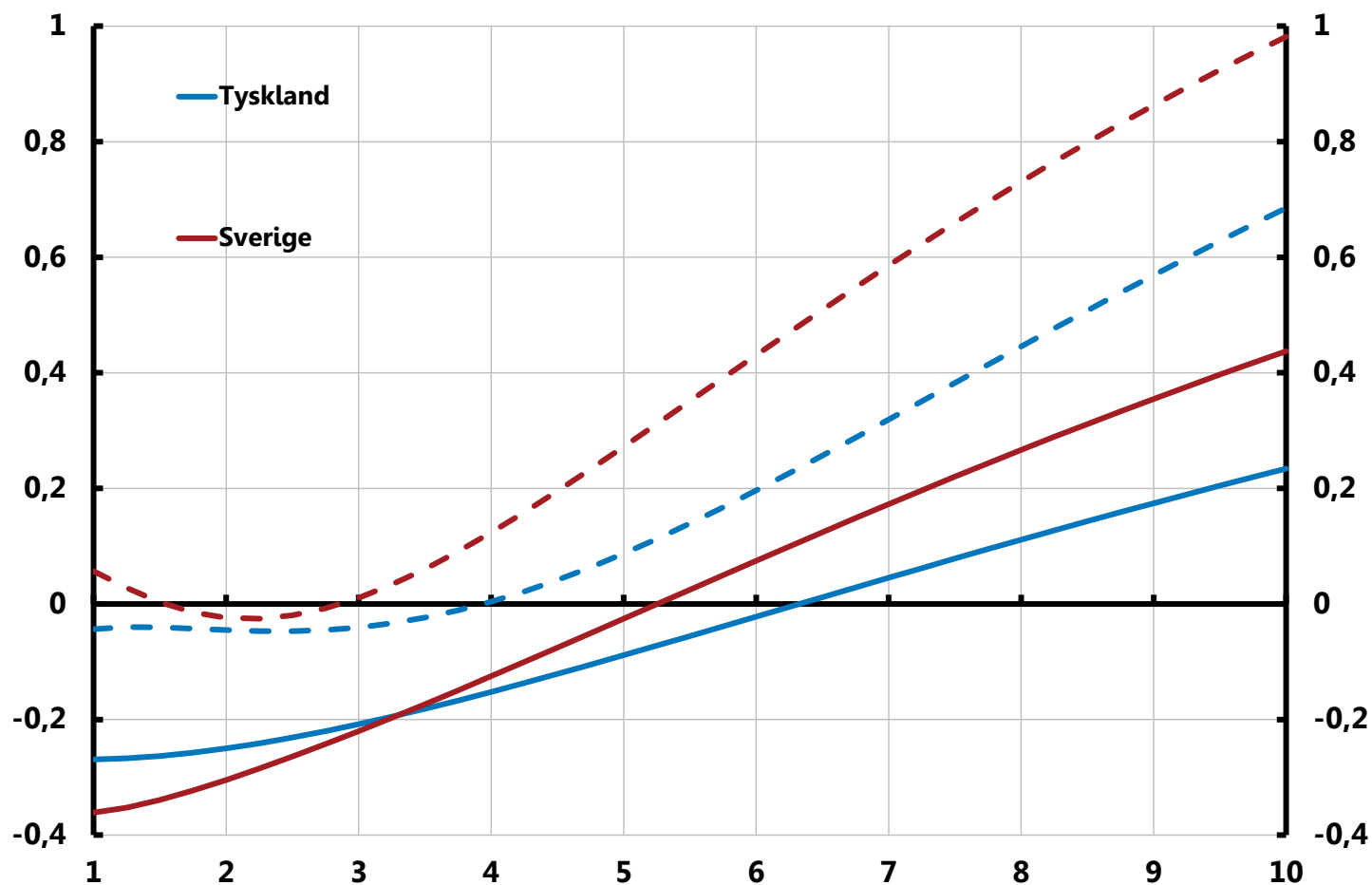
Reporänta, procent



Kompletterande penningpolitiska åtgärder verkar via olika kanaler

- Sänker det allmänna ränteläget
 - Direkt effekt på längre statsobligationsräntor
 - Via portföljval även effekt på mer riskfyllda tillgångar
- Ökar mängden pengar i ekonomin
 - Ökar förmögenheten hos de som äger tillgångarna ovan
 - Mer likviditet hos bankerna kan leda till ökad utlåning

Köp av statspapper påverkar avkastningskurvorna



Anm. Horisontell axel avser löptid i år. Avkastningskurvorna är nollkupongs-räntor interpolerade från obligationskurser med Nelson-Siegel metoden. Heldragna linjer är skattade 2015-04-29, streckade linjer 2014-12-15.

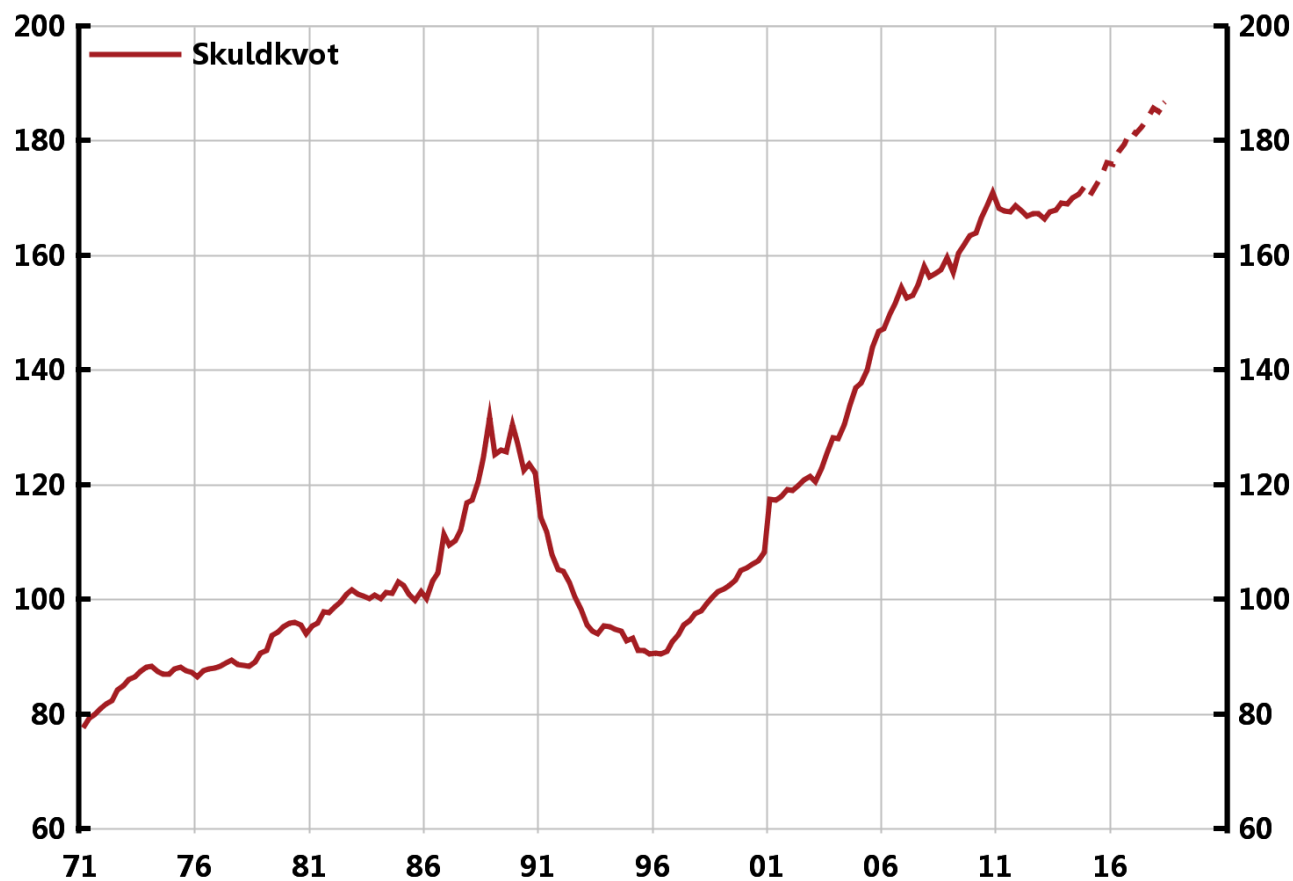
Källa: Riksbanken

Krävs det mer – gör vi mer

- Om det behövs för att inflationen ska stiga mot målet
 - Utöka köpen av statsobligationer
 - Sänka reporäntan och reporäntebanan
 - Låna ut till företag via banker
 - Valutainterventioner
 - Kan snabbt användas i större skala
-

Hushållens höga och växande skuldsättning måste hanteras

Hushållens skulder som andel av disponibel inkomst, procent



Avslutande reflektioner

- Dagens penningpolitik tar fasta på lärdomarna av historien
 - Negativ ränta och obligationsköp – för att värna trovärdigheten för inflationsmålet
 - Omvärldens penningpolitik påverkar förutsättningarna
 - Viktigt att hushållens skulder hanteras – finansiell stabilitet en förutsättning för att långsiktigt nå inflationsmålet
-