

# Dags att skrota inflationmålet?

Swedbank

7 december 2016

Per Jansson  
Vice riksbankschef

# Två delar

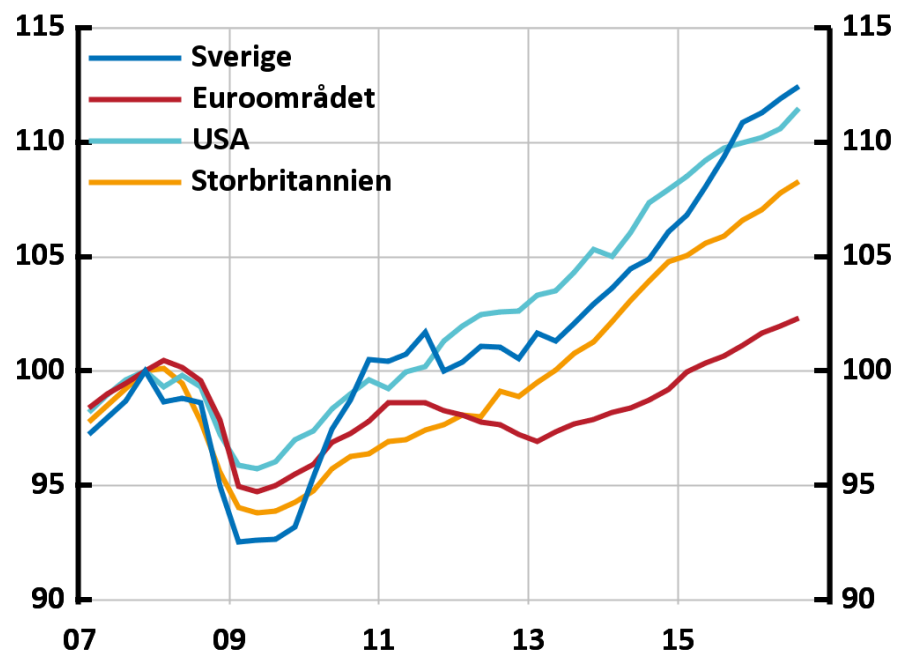
- Del 1: Den svenska penningpolitiska debatten
  - Negativ reporänta i synnerhet
  
- Del 2: Blick framåt – penningpolitikens möjligheter framöver
  - Problematisera kring ett scenario där penningpolitiken inte görs mer expansiv trots att det tar längre tid att nå målet

# Del 1: Den penningpolitiska debatten – ett nytt försvarstal?

- Mycket ovanlig penningpolitik de senaste åren
- Viktigt att seriöst gå igenom och reflektera kring synpunkter och kritik
- Alla vinner på en debatt där man bemödar sig om att förstå varandras argument

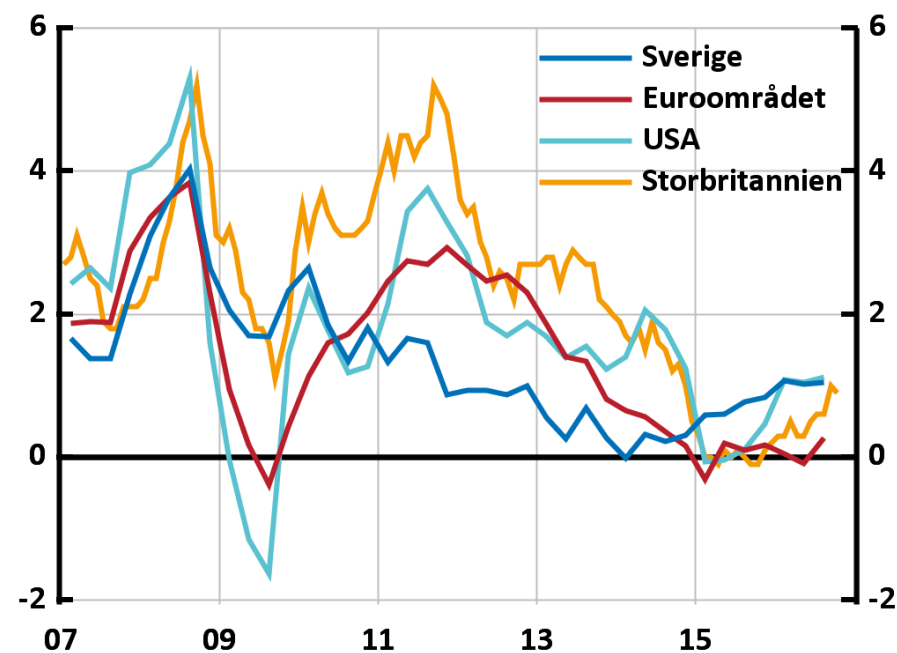
# God tillväxt men låg inflation sedan krisen

## BNP-utveckling



Anm. Index, 2007 kv 1 = 100 respektive årlig procentuell förändring. Inflationen avser KPI för USA och HIKP för övriga.

## Inflation

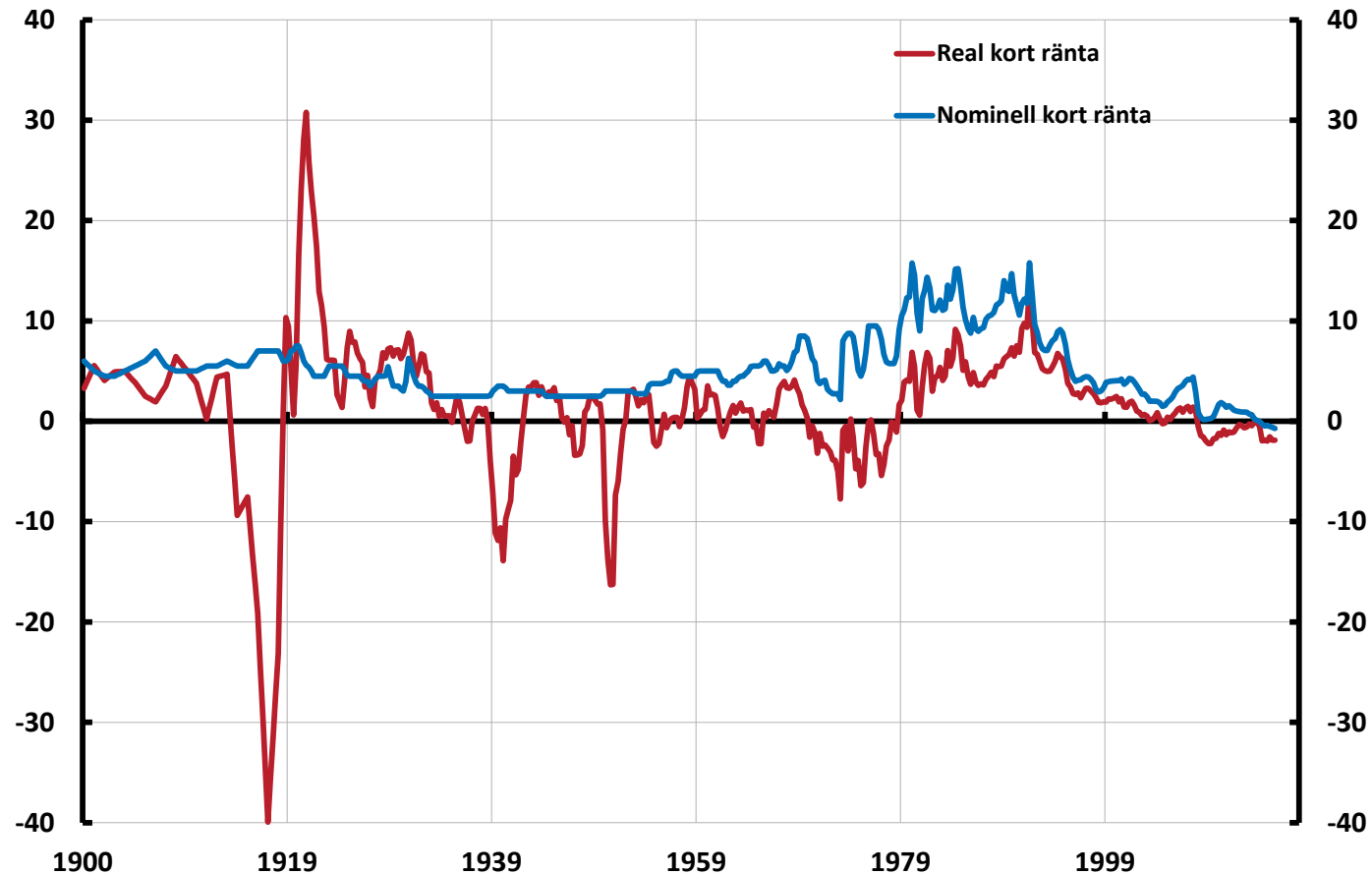


Källor: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Office for National Statistics och SCB

# Olika typer av kritik

- Negativ reporänta är...
  - onaturligt och osunt i sig
  - fel i nuvarande ekonomiska läge
- Viktigt att dra ut konsekvenserna av kritiken
  - Oftast: Inflationsmålet är inte så viktigt
  - Mer sällan: Inflationsmålet är (inte o)viktigt men hade kunnat försvaras med en annan mindre expansiv politik

# Negativa nominella räntor ovanligt men inte negativa reala räntor



Anm. Procent. Real ränta beräknas från serier för nominell ränta och inflation/inflationsförväntningar. För nominell ränta används årsdata från "historisk monetär statistik" för 1900–1918, Riksbankens diskonto för 1919–1983 och därefter räntan på en tre månaders statskuldsväxel. För inflation/inflationsförväntningar används årsdata från "historisk monetär statistik" för 1900–1918, levnadskostnadsindex/KPI från SCB för 1919–1979 och därefter inflationsförväntningar hos hushållen på ett års sikt från Konjunkturinstitutet.

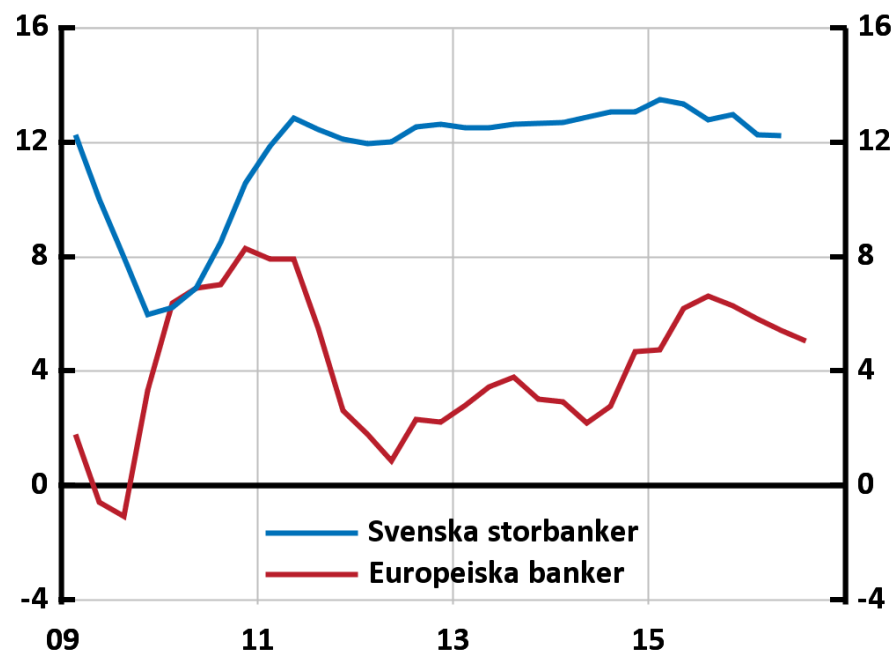
Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

# Negativ reporänta – osunt i sig?

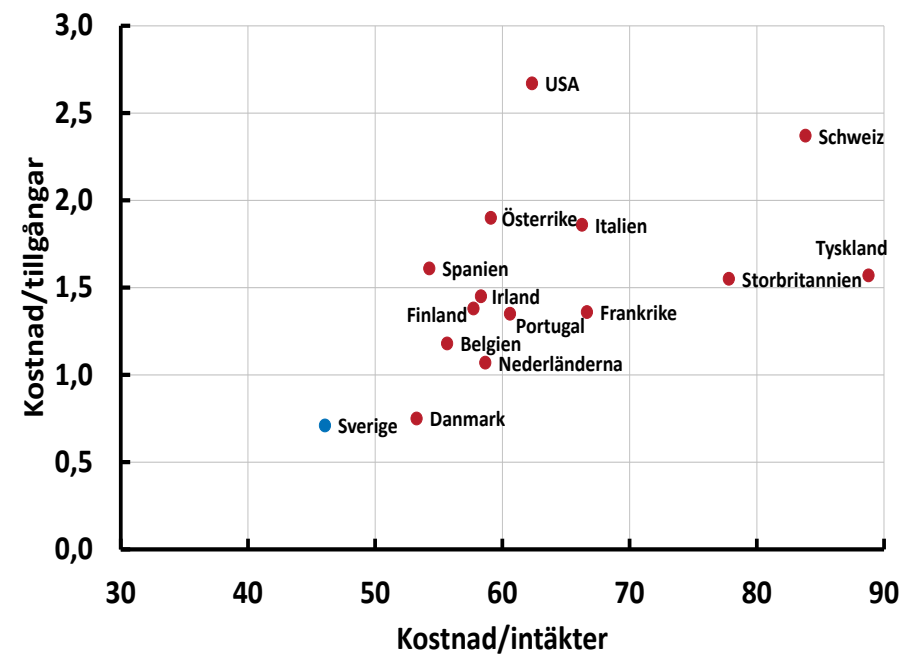
- Betala för att spara och få betalt för att ta lån?
  - Det allmänna ränteläget är lågt men inte negativt
- Skadligt för bankernas lönsamhet?

# God lönsamhet hos svenska banker

## Avkastning på eget kapital



## Kostnadsstruktur hos banker



Anm. Avkastning på eget kapital mätt i rullande fyra kvartal, procent. Ovikttat medelvärde. Den röda linjen avser ett urval av stora europeiska banker. Kostnader i procent av tillgångar och procent av intäkter.

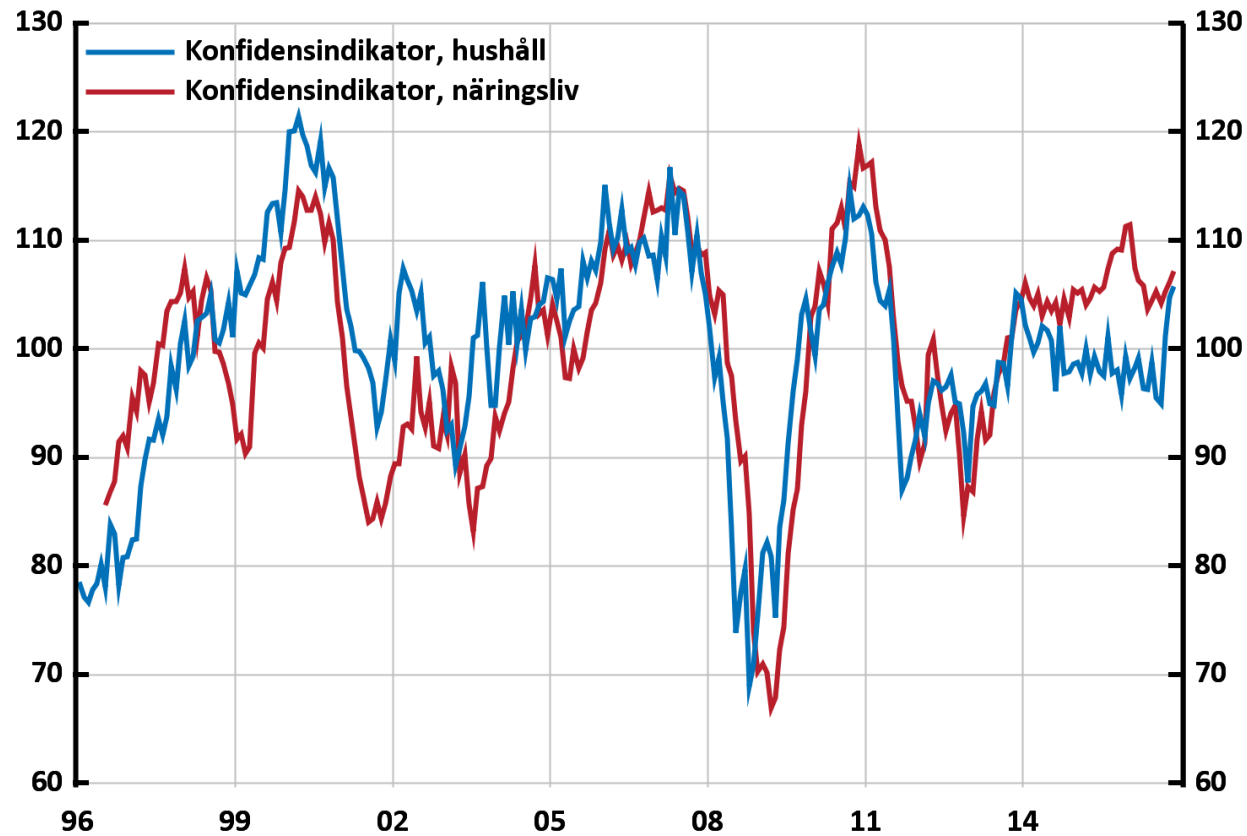
Källor: Bankernas delårsrapporter, IMF och SNL Financial



# Negativ reporänta – osunt i sig?

- Betala för att spara och få betalt för att ta lån?
  - Det allmänna ränteläget är lågt men inte negativt
- Skadligt för bankernas lönsamhet?
- Krissignal: ökad osäkerhet och dämpad efterfrågan?
  - Viktigt att ta på allvar

# Gott stämningläge hos hushåll och företag



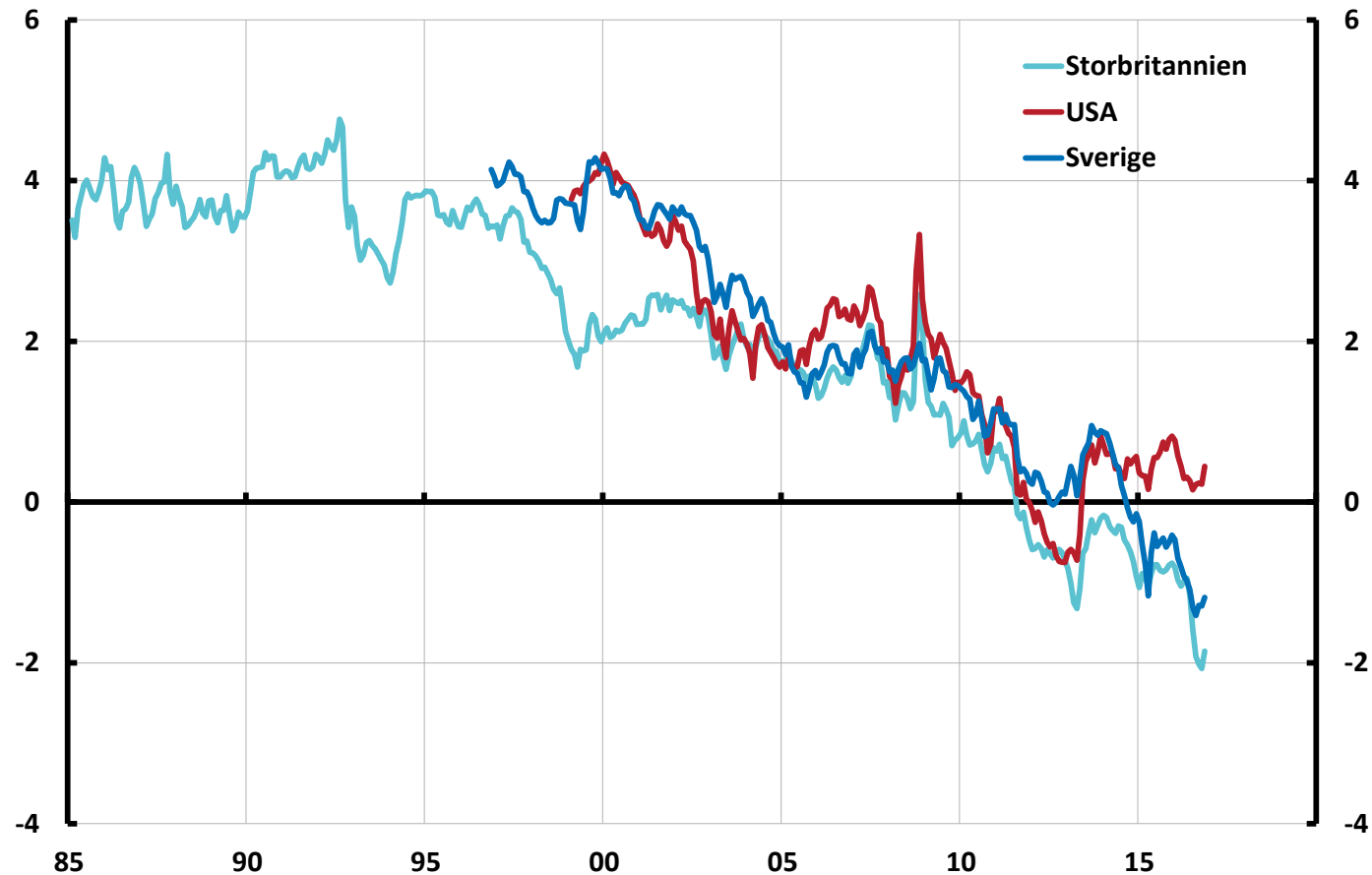
Anm. Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10.

Källa: Konjunkturinstitutet

# Negativ reporänta – fel i nuvarande läge?

- Reflektion: Handlar egentligen om att reporäntan är alltför *låg* snarare än *negativ*
- Viktig insikt: Lågt globalt realränteläge som inte beror på penningpolitiken
  - Ökat sparande – minskade investeringar, svagare långsiktiga tillväxtutsikter
  - Centralt för debatten om negativa sidoeffekter (t.ex. pensionssparandet)
  - Mycket låga styrräntor krävs för att få expansiv effekt

# Nedåtgående trend i globala realräntor



Anm. 10-årsränta på reala statsobligationer i Sverige, Storbritannien och USA, procent. Svenska realräntor är nollkupongräntor interpolerade från obligationskurser med Nelson-Siegel-metoden.

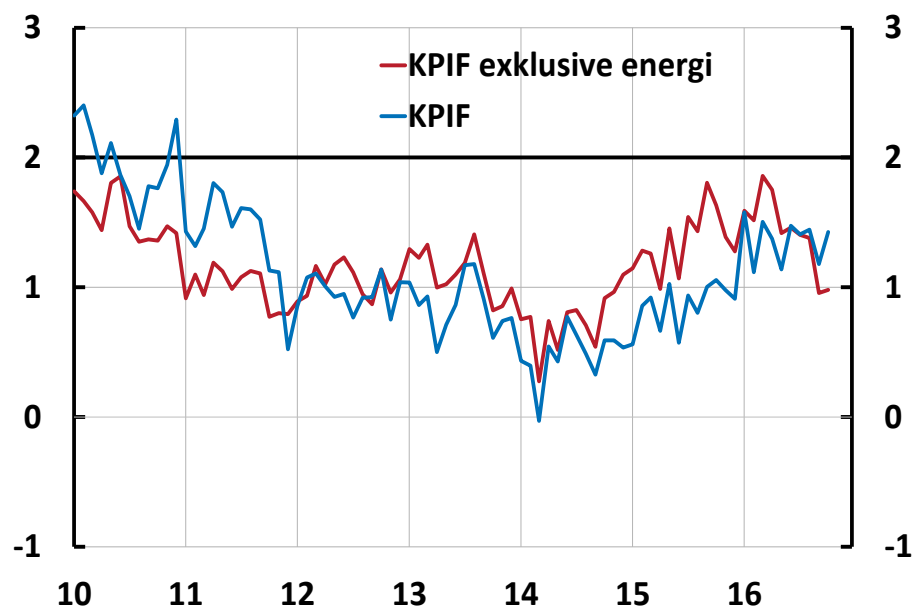
Källor: Bank of England, Federal Reserve, Thomson Reuters och Riksbanken

# Negativ reporänta – fel i nuvarande läge?

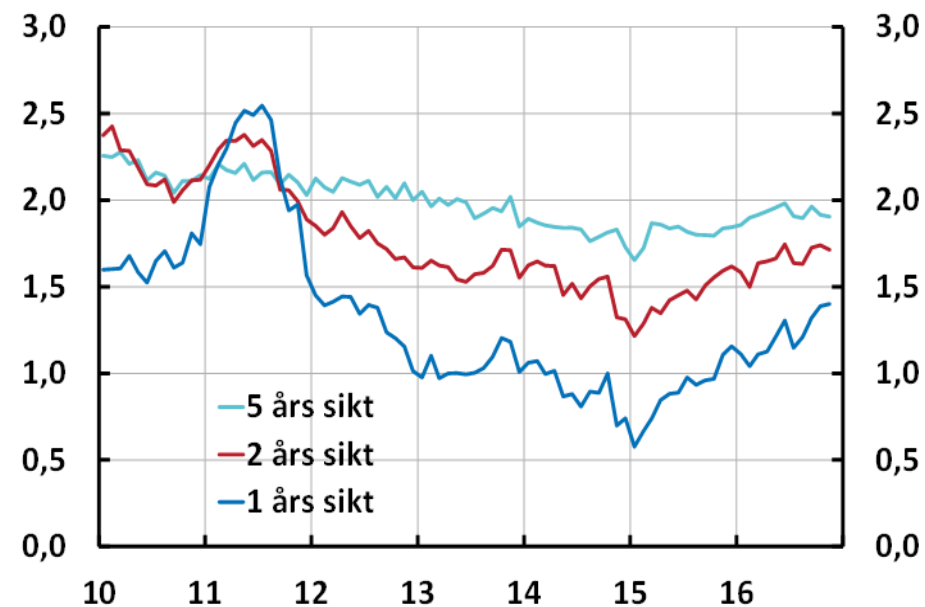
- Reflektion: Handlar egentligen om att reporäntan är alltför *låg* snarare än *negativ*
- Viktig insikt: Lågt globalt realränteläge som inte beror på penningpolitiken
  - Ökat sparande – minskade investeringar, svagare långsiktiga tillväxtutsikter
  - Centralt för debatten om negativa sidoeffekter (t.ex. pensionssparandet)
  - Mycket låga styrräntor krävs för att få expansiv effekt
- Inflationsmålets trovärdighet stod på spel
  - Kritiskt läge 2014-15

# Problematisksk inflationsbild, framför allt 2014-15

Låg inflation länge...



... ledde till trovärdighetsproblem

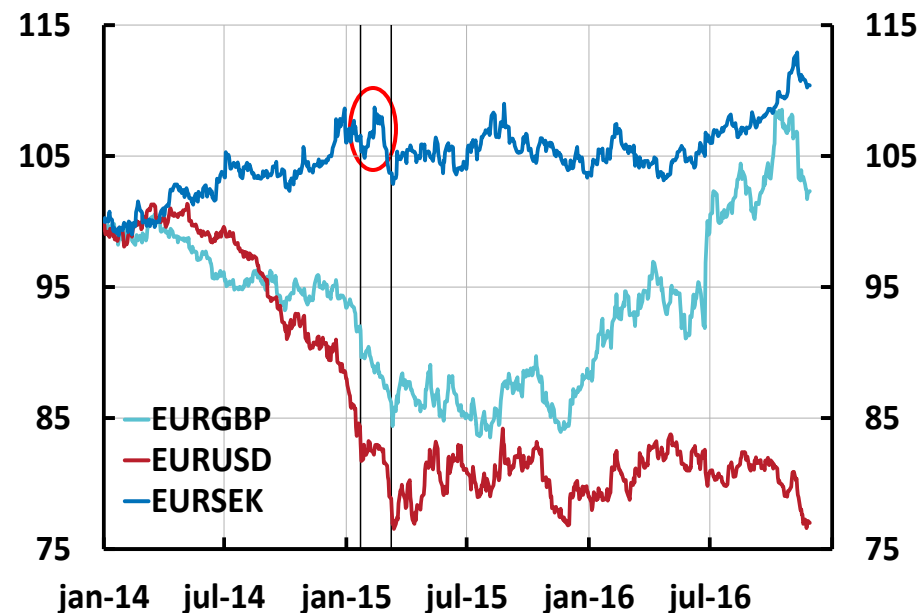


Anm. Årlig procentuell förändring. KPIF är KPI med fast bostadsränta. Inflationförväntningar avser medelvärden för penningmarknadens aktörer.

Källor: SCB och TNS Sifo Prospera

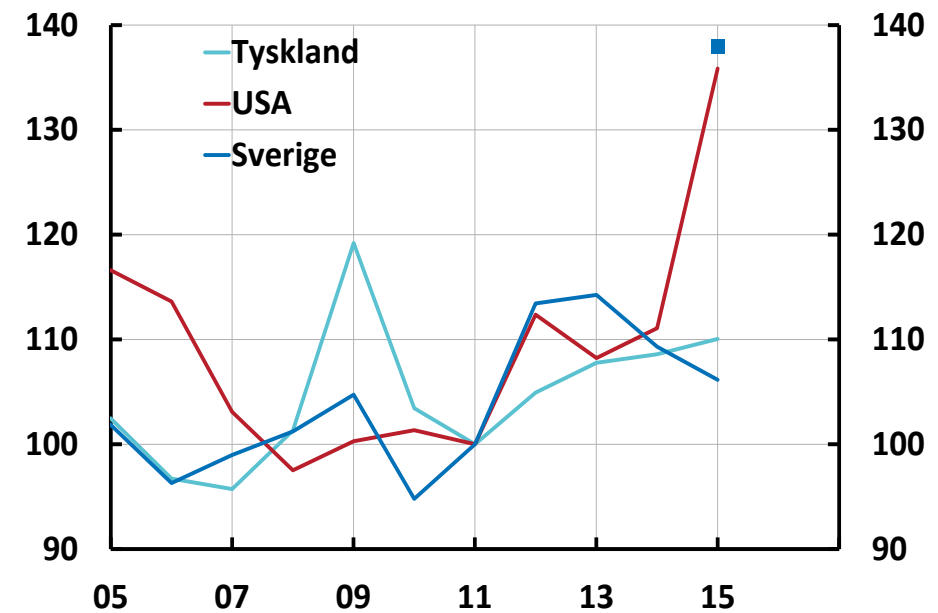
# Farligt läge våren 2015

I ett dåligt scenario hade kronan kunnat stärkas som dollarn och pundet...\*



Anm. ECB kommunicerar beslut om köp av värdepapper den 22 januari 2015 och inleder köpen den 9 mars 2015. Växelkurser, index, 1 januari 2014 = 100. Enhetsarbetskostnader i industrin, euro, index, 2011 = 100. Blå kvadrat indikerar effekt av att kronan apprecierar med 30 procent mot euron.

... vilket hade fått allvariga konsekvenser för de svenska företagens konkurrenskraft



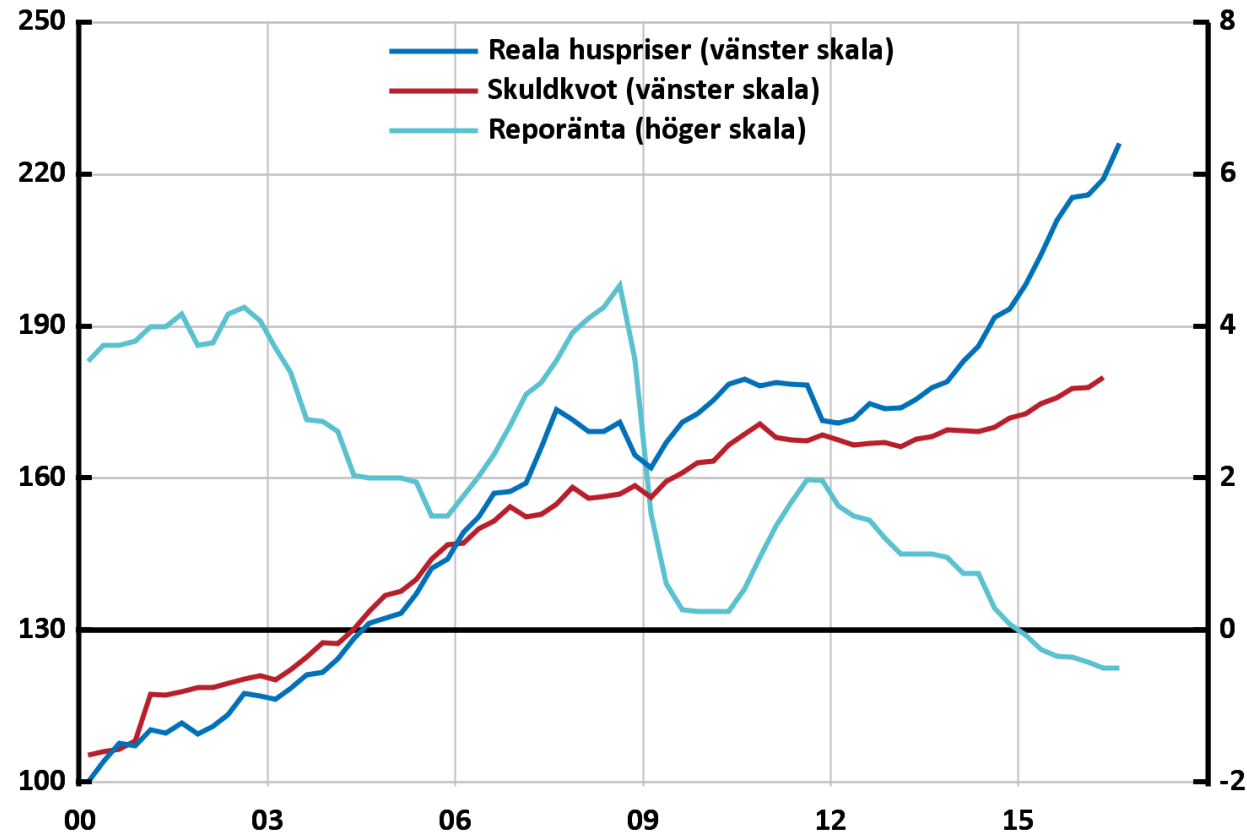
Källor: ECB, Macrobond och Conference Board  
\* Diagrammet är korrigerat i denna versionen.

# Men hushållens skulder och bostadspriserna?

- "Tidigare gjorde ni ju rätt!"
  - Ingen kraftig "leaning", inga trovärdighetsproblem, preciserad rollfördelning 2013
- Problemen på bostadsmarknaden betydligt djupare än att räntan låg



# Stigande trend i skulder och bostadspriser vid ganska hög och mycket låg reporänta

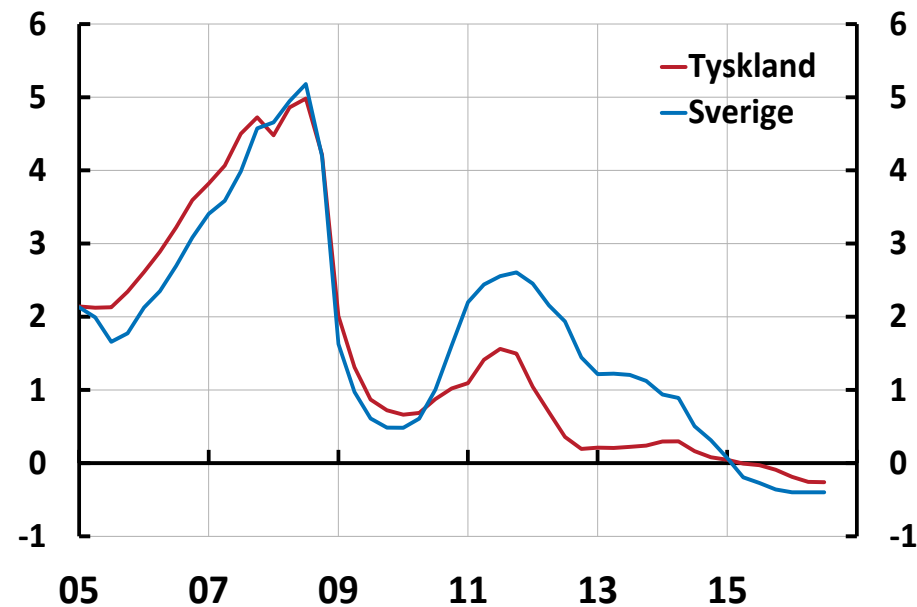


Anm. Index, 2000 kv1 = 100. Reala huspriser beräknas från serier för nominella huspriser och KPIF.

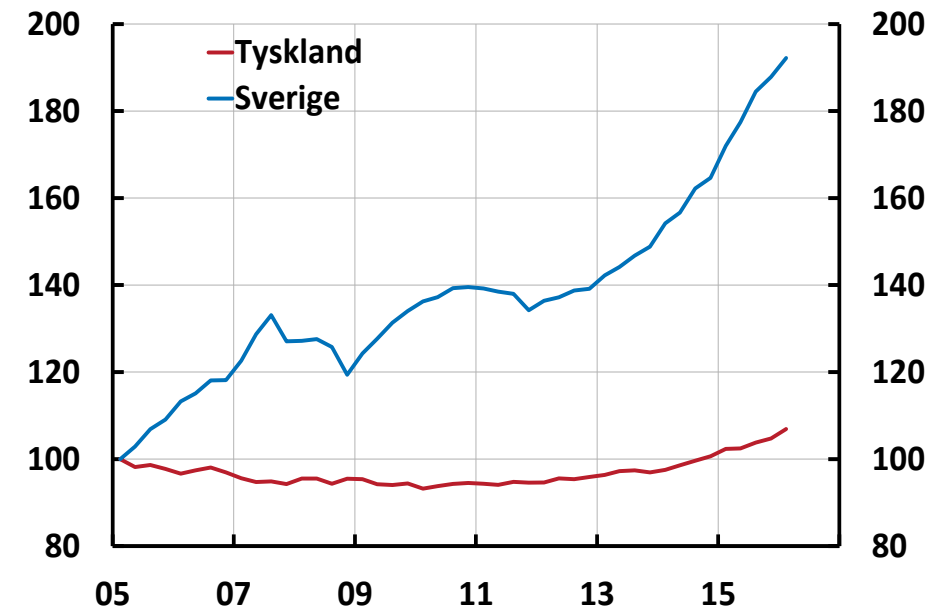
Källor: SCB och Riksbanken

# Betydligt långsammare prisökning i Tyskland trots liknande penningpolitik

## Korta räntor



## Utveckling av bostadspriser



Anm. Procent respektive index, 2005 kv 1 = 100.

Källor: BIS och OECD

# Men hushållens skulder och bostadspriserna?

- "Tidigare gjorde ni ju rätt!"
  - Ingen kraftig "leaning", inga trovärdighetsproblem, preciserad rollfördelning 2013
- Problemen på bostadsmarknaden betydligt djupare än att räntan låg
- Inte rimligt att Riksbanken ska offra sin huvuduppgift, inflationsmålet
  - Inflationsmålet centralt i Sveriges ekonomisk-politiska ramverk
  - Eventuell inbromsning tillfällig och kommer inte åt grundproblemen – måste lösas med bostadspolitik, skattepolitik, makrotillsyn

# Del 2: Blick framåt – penningpolitikens möjligheter framöver

- Negativa styrräntor
  - Har gett väntade effekter
  - Olika farhågor har inte besannats (hittills)
- Men är ingen universallösning
  - Förr eller senare uppstår problem när styrräntan blir allt mer negativ
  - Tar förhoppningsvis lång tid innan styrräntan blir negativ igen i framtiden

# Läget idag

- Strategi: Hålla uppe inflationen tills konjunkturen tar över som drivkraft
  - Inte för snabb förstärkning av kronan
  - Men inte permanent kämpa emot "fundamenta" (dock osäkert hur stor förstärkning "fundamenta" talar för)
  - Goda förutsättningar att lyckas (stark konjunktur)
- Finns utrymme att bland annat sänka reporäntan ytterligare och köpa mer värdepapper vid behov
- Även om det kvarvarande utrymmet inte låter sig kvantifieras går det inte att blunda för att det är begränsat
  - Viktigt att problematisera seriöst kring alternativa scenarier

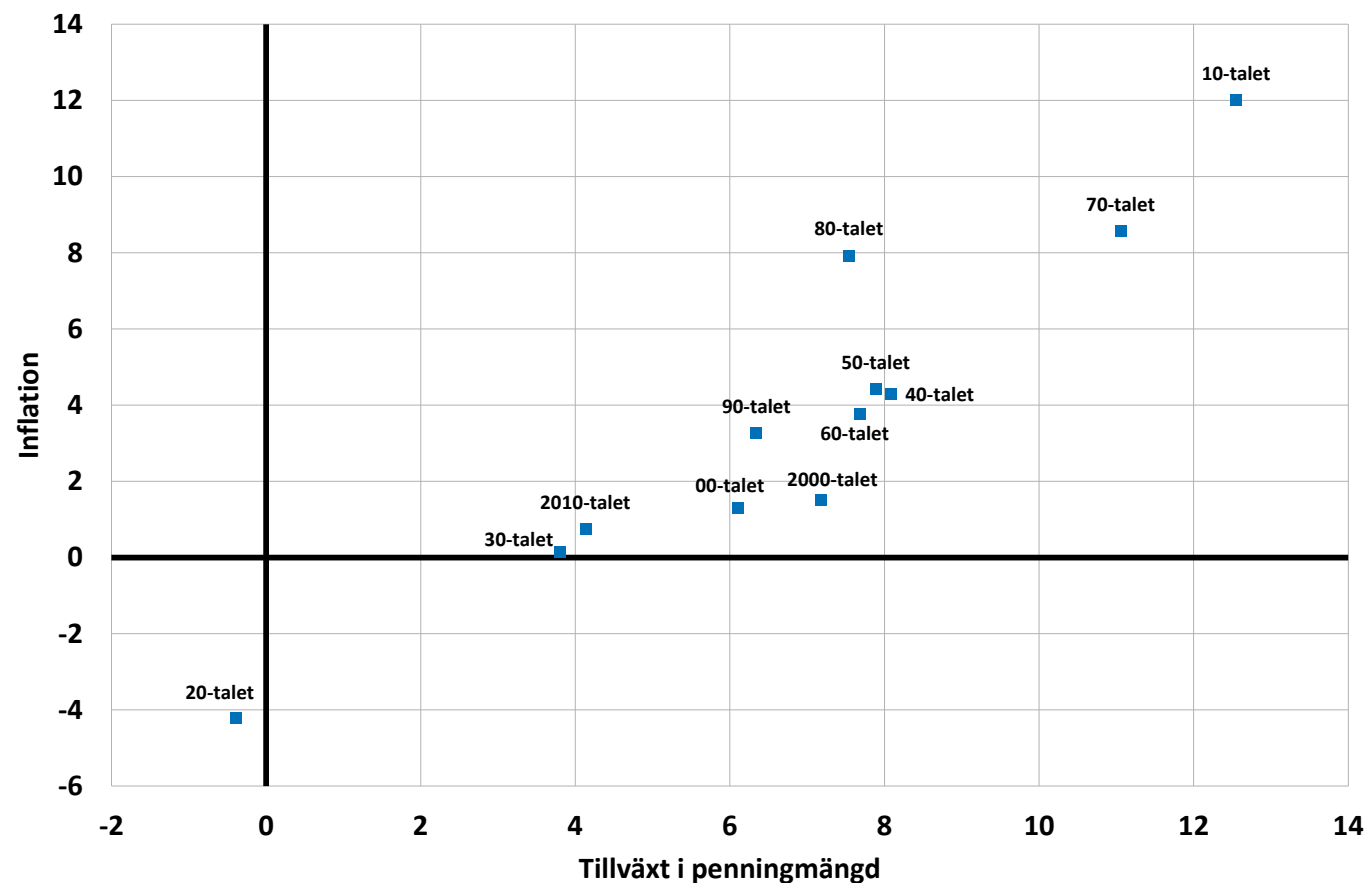
# Scenario där penningpolitiken inte görs mer expansiv trots att det tar längre tid att nå målet

- Konjunkturen tar inte över stafettpinnen
  - Svagare konjunktur?
  - Lägre inflationsbenägenhet?
- Fortfarande utrymme för mer expansiv politik
- Men en situation kan uppstå där Riksbanken inte kan eller vill göra penningpolitiken mer expansiv trots sämre inflationsutsikter

# Scenario där penningpolitiken inte görs mer expansiv trots att det tar längre tid att nå målet (forts)

- Innebär inte att Riksbanken "ger upp målet"
  - Fördelarna med ett mål på 2 procent gäller alltjämt
  - Inflationen kan dämpas länge av strukturella faktorer men inte för evigt – på sikt är den ett monetärt fenomen

# Penningpolitiken bestämmer inflationen på sikt – inflationen är ett ”monetärt fenomen”



Anm. Årlig procentuell förändring. Penningmängden avser M3 och inflationen avser KPI. Kvadraterna visar genomsnitt för olika decennier.

Källor: SCB och Riksbanken



# Scenario där penningpolitiken inte görs mer expansiv trots att det tar längre tid att nå målet (forts)

- Innebär inte att Riksbanken "ger upp målet"
  - Fördelarna med ett mål på 2 procent gäller alltjämt
  - Inflationen kan dämpas länge av strukturella faktorer men inte för evigt – på sikt är den ett monetärt fenomen
- Innebär inte en helt annan politik, t.ex. att reporäntan höjs
  - Fortfarande så expansiv politik som möjligt så att det inte tar längre tid än nödvändigt att nå målet
- Kommunikationen central
  - Mycket mindre skadeverkningar om alla inser att målet inte övergetts
  - "Rationella" långsiktiga inflationsförväntningar bör vara i linje med målet