

# Svenska penningpolitiska erfarenheter efter den globala finanskrisen: Vilka lärdomar finns för andra länder?

Money Macro and Finance Research  
Group, London, 15 oktober 2019

Stefan Ingves  
Riksbankschef

# Tre aspekter – teman i talet

- Riksbanken är en av få centralbanker som ”lutat sig mot vinden” (“leaned against the wind”, LAW) - och möjligen den enda som behövt överge detta, åtminstone tillfälligt
- Den expansiva politiken för att upprätthålla inflationsmålet har inneburit stora kommunikativa utmaningar
- Användningen av kontanter minskar snabbt i Sverige - och är lägre än i något annat land

# Tema 1: "Leaning against the wind" (LAW) – olika syn i forskning och bland centralbanker

## Forskningen väger effekter mot varandra

- Hur effektivt verktyg är styrräntan?
- Negativ effekt på resten av ekonomin av högre ränta?
- Hur effektiva är andra verktyg (mikro- och makrotillsyn, regelverk)?
- Hur lätt att kringgå?
- Kostnaden för kris som avvärjs eller mildras?
- Resultat beror på antaganden; lutar inte tydligt åt något håll

## Praktisk politik

- Vissa centralbanker skeptiska till LAW (t.ex. Fed)
- Andra har integrerat LAW i formellt upplägg (t.ex. Norges Bank)

## Personligen positiv till LAW

# Varför Riksbanken upphörde med LAW (tills vidare)

Före 2014: Något högre styrränta pga. oro för stigande skulder och bostadspriser, dvs. LAW

Men överraskande låg inflation

- Långsammare återhämtning bl.a. pga. skuldcris
- Allt länge period med inflation under målet

Fallande inflationsförväntningar

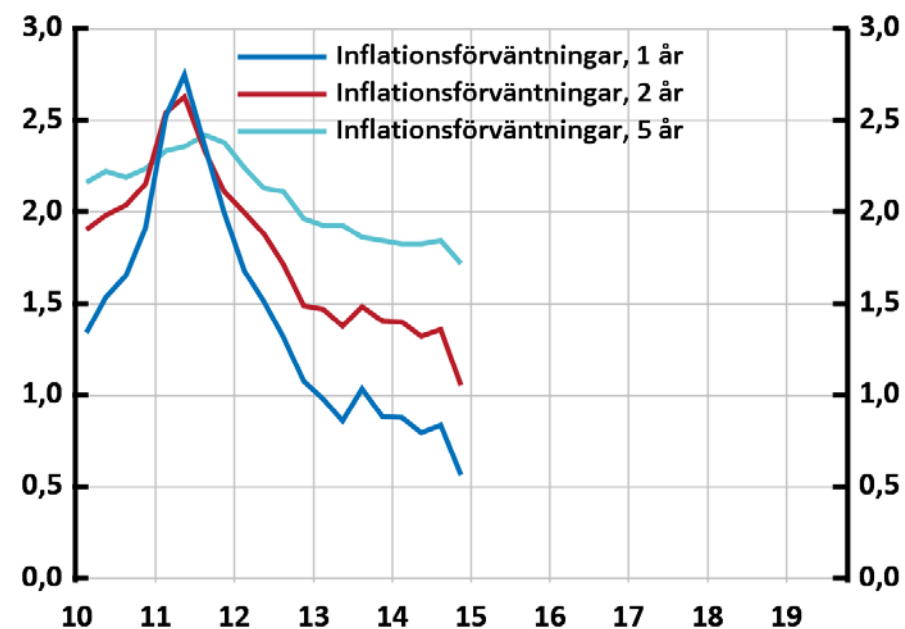
- Risk för försvagat förtroende för inflationsmålet

# Risk för försvagat förtroende för inflationsmålet

Svag inflationsutveckling...



...och fallande inflationsförväntningar



Årlig procentuell förändring.

Källor: SCB och Riksbanken

# Varför Riksbanken upphörde med LAW (tills vidare)

Före 2014: Något högre styrränta pga. oro för stigande skulder och bostadspriser, dvs. LAW

Men överraskande låg inflation

- Långsammare återhämtning bl.a. pga. skuldcris
- Allt länge period med inflation under målet

Fallande inflationsförväntningar

- Risk för försvagat förtroende för inflationsmålet

**Viktigt få upp inflationen till målet, inget utrymme för LAW**

- Mer expansiv politik, men Riksbanken har fortsatt att betona riskerna

# Varför Riksbanken upphörde med LAW (tills vidare) (forts.)

Förtroendeaspekten viktig skillnad jämfört med t.ex. Norge

- Högre styrränta i Norge (1,5 procent vs.  $-0,25$  i Sverige)
- Men förtroendet för inflationsmålet aldrig hotat där på samma sätt som i Sverige

Slutsats: Svårt att tillämpa LAW om förtroendet för inflationsmålet hotat

Personligen positiv till LAW under normala omständigheter

- Men politik för "vackert väder" – "windy but sunny"

Vikten av att bibehålla förtroendet för inflationsmålet negligerat i forskningen?

- Kostnad för LAW normalt: Lägre inflation och tillväxt på kort sikt
- Men också kostsamt att förlora och återupprätta förtroende för inflationsmålet!

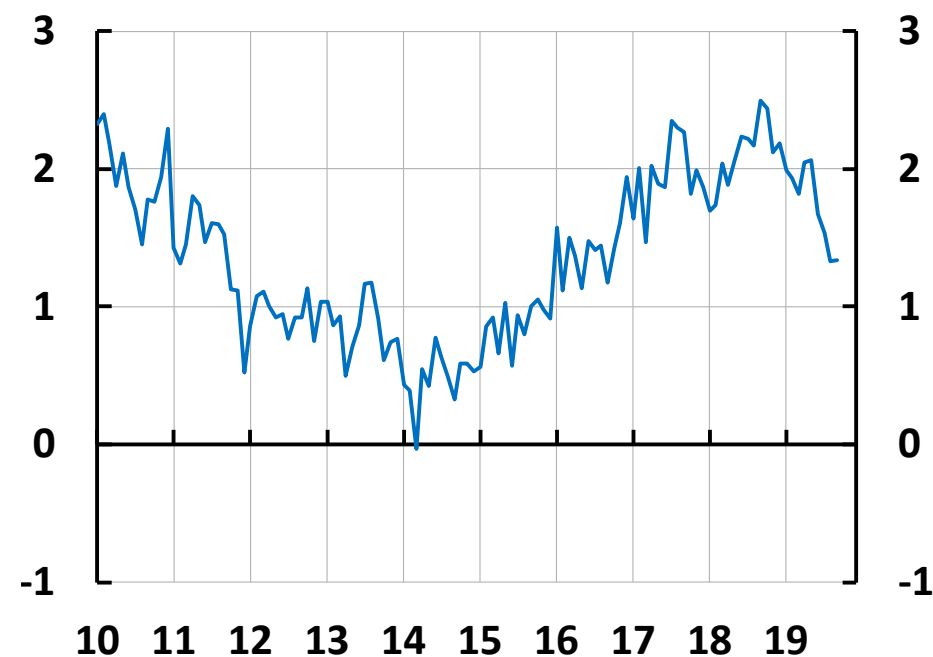
# Så hur har det gått?

- Inflationen tillbaka på målet 2017
- Inflationsförväntningarna har stigit i takt med inflationen
- Överlag god utveckling av tillväxt och sysselsättning
- Dock svagare utveckling den allra senaste tiden



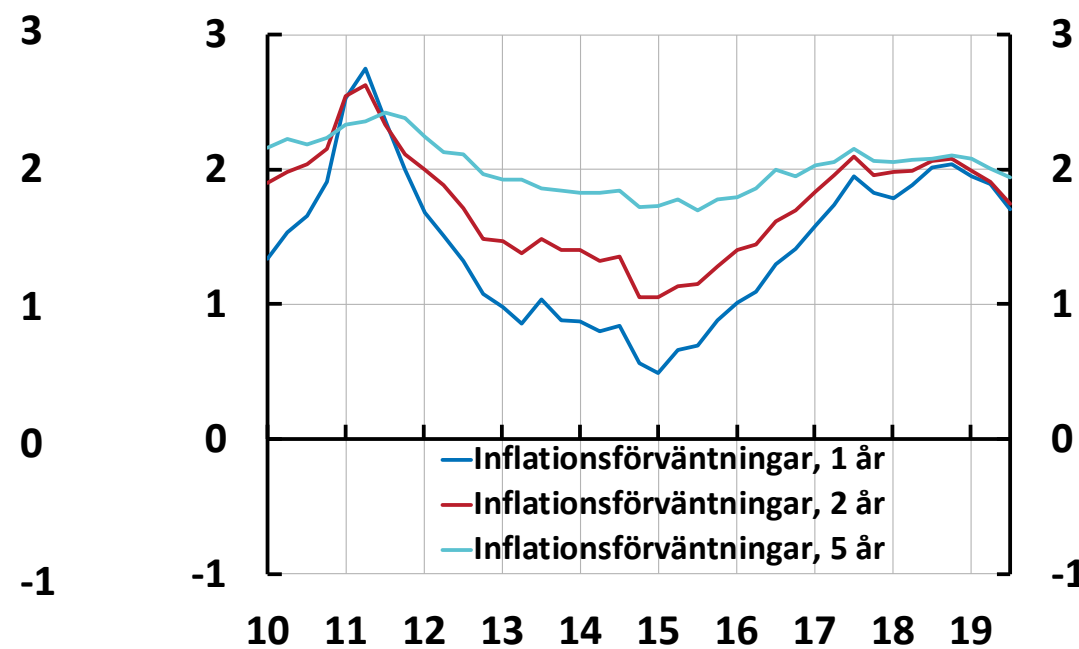
# Inflationen åter nära målet och god realekonomisk utveckling

Stigande inflation...



Årlig procentuell förändring.

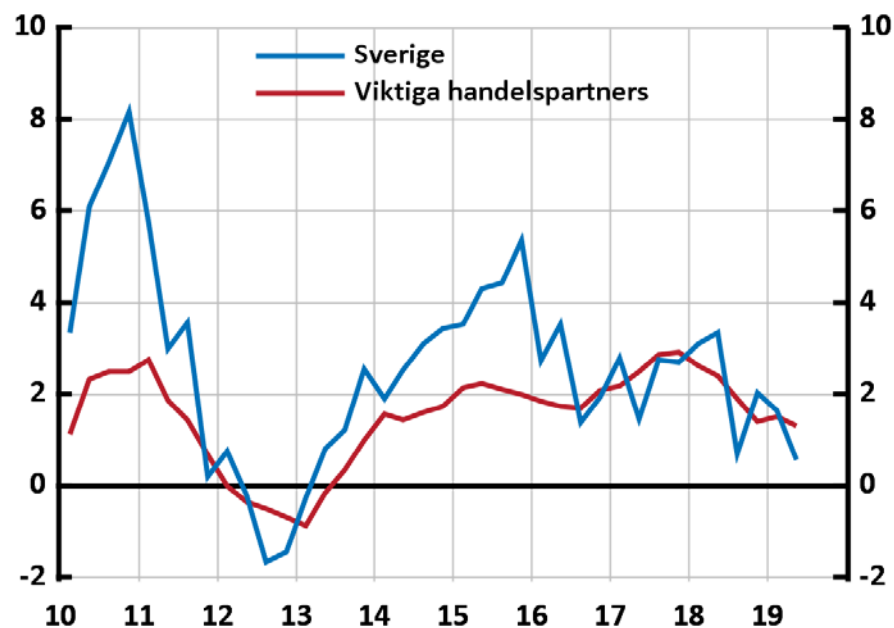
...och förankrade förväntningar



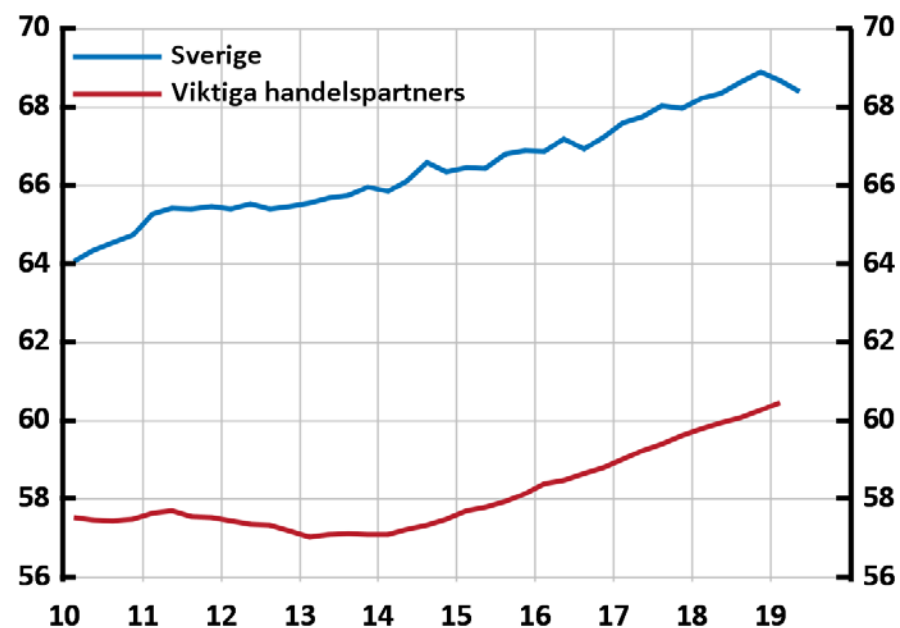
Källor: SCB och Riksbanken

# Inflationen åter nära målet och god realekonomisk utveckling

...med stabil BNP tillväxt...



...och hög sysselsättningsgrad



Årlig procentuell förändring respektive procent andel av befolkningen i åldern 15-74 år.

Källor: SCB och Riksbanken

# Tema 2: Stora kommunikativa utmaningar med den expansiva politiken

Intensiv debatt trots god måluppfyllelse och god realekonomisk utveckling

Beror sannolikt på stor diskrepans mellan:

- Politik som krävts för att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet
- Politik motiverad av ekonomin i övrigt, om Riksbanken *inte* behövt beakta inflationsmålet

Två huvudteman i kritiken

- Tidigare: "Expansiv politik har förvärrat problemen med skulder och bostadspriser"

# Lugnare utveckling på bostadsmarknaden



HOX husprisindex. Januari 2005 = 100.

Källor: Valueguard och Riksbanken

# Stora kommunikativa utmaningar med den expansiva politiken

Intensiv debatt trots god måluppfyllelse och god realekonomisk utveckling

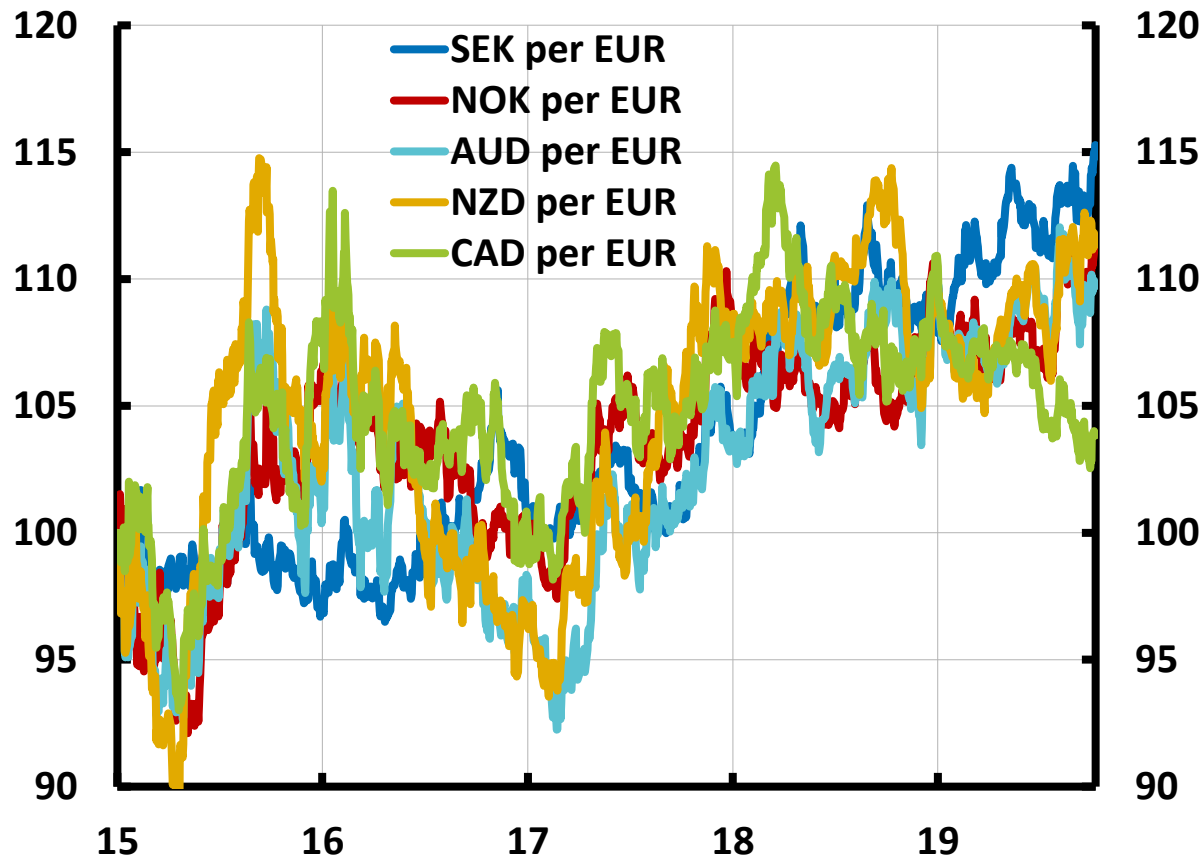
Stor diskrepans mellan

- Politik som krävts för att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet
- Politik motiverad av ekonomin i övrigt, om Riksbanken *inte* behövt beakta inflationsmålet

Två huvudteman i kritiken

- Tidigare: "Expansiv politik har förvärrat problemen med skulder och bostadspriser"
- Under senare tid: "Kronan har försvagats för mycket"

# Svagare krona



Index, 2015-01-02 = 100.

Källa: ECB

## Liknande utveckling i små öppna ekonomier

- Men SEK f.n. svag även vid sådan jämförelse

## Nästan alla länder har inflationsmål på 2 procent

- SEK befinner sig knappast på ett "sluttande plan"

## Hindrar inte långsiktiga trender i SEK

- Kan bero på trender i *real* växelkurs
- Strukturella orsaker, t.ex. skillnader i produktivitet

# Perspektiv på debatten

Riksbanken har klarat uppdraget från riksdagen väl de senaste åren

Kritiken tycks därför främst gälla själva uppdraget – även om det sällan framställs så

Riksbanken har haft svårt att skapa tillräcklig förståelse för

- Varför vi behövt föra den politik vi fört
- Varför vi har det uppdrag vi har
- Vilka fördelarna är med ett inflationsmål på 2 procent jämfört med andra mål

# Perspektiv på debatten (forts.)

Argumenten för att upprätthålla förtroendet för målet på 2 procent relativt abstrakta

- Viss inflation "smörjmedel" för lönebildningen (lättare anpassa relativlöner)
- Permanent mycket låg inflation ger mer av styrränta vid "nedre gränsen"
  - Svårare för penningpolitiken av motverka recessioner
  - *Mer* av minusränta

Ska ställas mot mer intuitiva argument

- Negativ styrränta "onaturligt"
- Styrräntan negativ länge, "krisränta i högkonjunktur"
- Expansiv politik ger svag krona
- Expansiv politik ger fortsatt stigande utlåning

Svår kommunikation!



# Slutsats om de kommunikativa utmaningarna

Bra med regelbundna offentliga översyner av centralbankens uppdrag

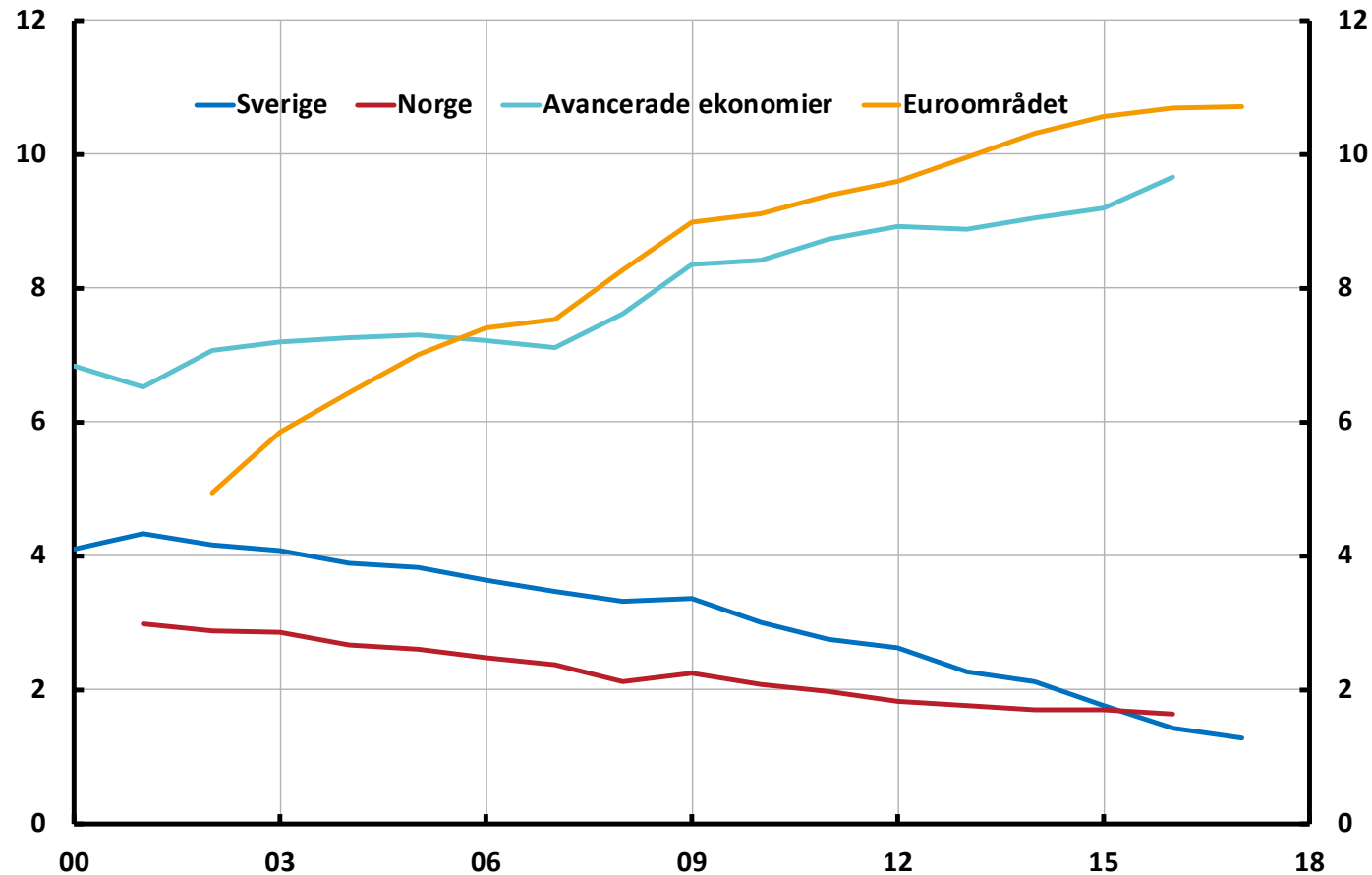
- Kanadas "Inflation-Control Agreement" ett exempel
- Kanske inte så ofta som vart femte år?

Bättre förståelse och ökad legitimitet för politiken centralbanken behöver föra

- Frågor i debatten genomlyses regelbundet på ett objektiva och vetenskapligt sätt
- Tydliggör att centralbanken inte gör något annat än den ska göra

Sätt av motverka krafter internationellt att göra centralbankerna mindre självständiga?

# Tema 3: Snabbt minskande användning av kontanter i Sverige



Kontanter som procent av BNP.

Källor: BIS, ECB och Riksbanken.

# Reser fundamentala frågor

Om utvecklingen fortsätter är kontanter kanske snart inte längre allmänt accepterade

Det finns inte längre något betalningsmedel garanterat av staten

- Alla betalningsmedel ges ut och kontrolleras av privata aktörer

Hur påverkas Riksbankens möjligheter att klara att ”främja ett säkert och effektivt betalningsväsende”?

Riksbanken överväger e-krona

# Riksbanken överväger en e-krona

Långtifrån ensam, kryptovalutor som Libra etc. sätter press på alla centralbanker

- Men mer akut för Riksbanken pga. krympande kontantanvändning

Två rapporter om e-kronan hittills

Offentlig utredning krävs för beslut

- Regeringskansliet författar f.n. kommittédirektiv

# Effekter på penningpolitiken av en e-krona

Räntebärande eller inte?

Icke räntebärande e-krona höjer sannolikt nedre gränsen för styrräntan till noll

- Mindre kostsamt än att hålla stora mängder kontanter (förvaring, transport, försäkring)
- De senaste årens negativa styrränta inte möjlig

Räntebärande e-krona sänker den nedre gränsen

- Negativ avkastning på själva e-kronan
- Nytt penningpolitiskt instrument
- Stor förändring, juridiken oklar

# Ännu inte så mycket lärdomar, pågående process

Förändringar i betalningsväsendet ställer stora krav på nytänkande och anpassningsförmåga – även om de inträffar sällan

När väl förutsättningarna finns på plats kan förändringar i betalningsvanor ske snabbt

- 2010: ca 40 procent av svenskarna betalar med kontanter (senaste transaktion)
- 2018: ca 13 procent

# Min vision av det svenska betalningssystemet i framtiden



- Juridisk definition av lagligt elektroniskt betalningsmedel
- E-kronan lagligt betalningsmedel
- Möjligt att göra betalningar dygnet runt, året om, i e-kronor
- Åtminstone mindre transaktioner mellan valutor
- Elektronisk statlig ID-handling
- Fysiska sedlar på olika håll i landet som beredskapsåtgärd

# Uppsummering

**Riksbanken möjligen enda centralbank som behövt upphöra med "leaning against the wind", åtminstone tillfälligt**

- Slutsats: Svårt att i praktiken upprätthålla LAW om förtroendet för inflationsmålet är hotat

**Intensiv debatt om expansiv politik för att få inflationen tillbaka till målet**

- Slutsats: Regelbundna översyner av målformuleringen (t.ex. Kanada) skapar bättre förståelse och legitimitet, motverkar krafter mot mindre självständiga centralbanker

**Snabbt minskande kontantanvändning**

- Slutsats: Klokt att centralbanker förbereder sig eftersom processen kan gå snabbt