Två decennier med inflationsmål: lärdomar och nya utmaningar

Claes Berg, Kerstin Hallsten, Virginia Queijo von Heideken och Ulf Söderström

Claes Berg är filosofie doktor i nationalekonomi och senior rådgivare till riksbankschefen, Kerstin Hallsten är filosofie doktor i nationalekonomi och senior rådgivare vid stabsavdelningen, Virginia Queijo von Heideken är filosofie doktor i nationalekonomi och verksam vid avdelningen för penningpolitik och Ulf Söderström är docent i nationalekonomi och chef för modellenheten vid avdelningen för penningpolitik.

Inledning

I juni 2013 arrangerade Riksbanken en internationell konferens för att uppmärksamma att det svenska inflationsmålet fyllde 20 år. I denna särskilda utgåva publiceras de fyra uppsatser som presenterades på konferensen.

Idag arbetar ett trettiotal centralbanker världen över med rörlig växelkurs och ett numeriskt mål för inflationen.[1] Till pionjärerna räknas Nya Zeeland och Kanada som införde inflationsmål 1990 respektive 1991. Även Storbritannien och Sverige var tidigt ute och införde inflationsmål 1992 respektive 1993 – efter att deras fasta växelkursregimer brutit samman. Flera tillväxtländer gick över till inflationsmål under andra hälften av 1990-talet, till exempel Tjeckien (1997), Sydkorea (1998) och Brasilien (1999). Under senare år har två stora utvecklade industriländer infört penningpolitik med inflationsmål, USA (2012) och Japan (2013), genom att de har specificerat ett numeriskt mål för inflationen och börjat publicera inflationsprognoser.

Penningpolitik med inflationsmål består av flera delar. Det främsta syftet är att uppnå en stabil prisutveckling. Målet är numeriskt och känt för allmänheten.[2] Centralbanken gör prognoser för inflationen och anpassar penningpolitiken för att försöka uppnå målet. Penningpolitiken syftar också i allmänhet till att uppnå en balanserad realekonomisk utveckling, vilket ibland uttrycks som att centralbanken för en "flexibel" inflationsmålspolitik. Några centralbanker, bland annat Riksbanken, publicerar även prognoser för den styrränta som bedöms ge en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen och stabiliseringen av realekonomin. Centralbanker med inflationsmål är typiskt sett självständiga, öppna med sina bedömningar och står till svars offentligt för sina beslut. Syftet med en inflationsmålsregim är att underlätta ekonomiska beslut i samhället genom att etablera en hög grad av trovärdighet för låg inflation, låg variation i inflationen och en stabil realekonomi.

1 Se Hammond (2012) för en översikt över regelverk i olika länder med inflationsmål.
2 De flesta industriländer har valt inflationsmål omkring 2 procent, medan tillväxtländer kan ha något högre mål – ofta omkring 4–5 procent.

I de länder som infört inflationsmål har också inflationen blivit låg och inflationsförväntningarna tydligt förankrade kring målet.[3] Stabila inflationsförväntningar har medfört att olika tillfälliga störningar, exempelvis stora oljepris- och växelkursförändringar, har haft begränsade effekter på inflationen.[4] Detta har uppnåtts utan att BNP-tillväxten blivit mer volatil. I tabell 1 jämförs centrala makroekonomiska variabler i länder med olika penningpolitiska regimer. Länder med inflationsmål klarar sig bra i denna jämförelse, i synnerhet tillväxtländer med inflationsmål. Sedan år 2000 har variationen i inflationen, BNP-tillväxten och inflationsförväntningarna varit lägre i tillväxtländer med inflationsmål än i länder utan inflationsmål. Den stabilare utvecklingen i tillväxtländer med inflationsmål är ännu tydligare under perioden från år 2007, som inkluderar den globala finanskrisen. I utvecklade industriländer är skillnaderna mindre mellan länder med och utan inflationsmål. Det beror sannolikt på att penningpolitiken i flera stora valutaområden (till exempel USA och euroområdet) i praktiken fungerat på liknande sätt som i inflationsmålsländerna.[5]

Tabell 1. Makroekonomiska variabler i länder med inflationsmål och andra länder

	INFLATION				INFLATIONSFÖRVÄNTNINGAR				BNP-TILLVÄXT			
	2000–2006		2007–2012		2000–2006		2007–2012		2000–2006		2007–2012	
	MEDELV.	ST.AV.	MEDELV.	ST.AV.	MEDELV.	ST.AV.	MEDELV.	ST.AV.	MEDELV.	ST.AV.	MEDELV.	ST.AV.
Utvecklade länder med inflationsmål	2,20	1,38	2,30	1,60	2,12	0,24	2,25	0,51	2,99	1,63	1,26	2,53
Utvecklade länder utan inflationsmål	1,47	0,70	1,41	1,59	1,44	0,24	1,29	0,55	1,97	1,66	0,40	3,38
Tillväxtländer med inflationsmål	4,14	1,19	4,50	1,76	4,29	0,73	4,19	0,54	4,51	1,80	3,65	3,85
Tillväxtländer utan inflationsmål	7,29	3,01	5,25	2,72	7,33	2,69	4,65	1,20	7,13	4,50	4,13	5,53

Anm. Medelvärde och standardavvikelse är beräknade som ovägt årligt genomsnitt i varje grupp. Inflation och BNP-tillväxt är baserade på kvartalsförändring uppräknad till procentuell årstakt av säsongsrensad KPI och real BNP. Inflationsförväntningar avser genomsnitt av årets och nästa års inflationsprognoser i procent enligt Consensus Forecast. Utvecklade länder med inflationsmål: Australien, Kanada, Nya Zeeland, Norge, Storbritannien och Sverige. Utvecklade länder utan inflationsmål: Danmark, euroområdet, Japan, Schweiz och USA. Tillväxtländer med inflationsmål: Brasilien, Chile, Colombia, Tjeckien, Ungern, Indonesien, Israel, Sydkorea, Mexiko, Peru, Filippinerna, Polen, Rumänien, Sydafrika, Thailand och Turkiet (men Indonesien, Rumänien och Turkiet ingår inte före 2006). Tillväxtländer utan inflationsmål: Argentina, Bulgarien, Kina, Kroatien, Hong Kong, Indien, Lettland, Litauen, Malaysia, Ryssland och Singapore.

Källa: Banerjee, Cecchetti och Hofmann (2013)

3 Svensson (2010).
4 Mishkin och Schmidt-Hebbel (2007).
5 ECB:s prisstabilitetsmål innebär att inflationen i euroområdet ska vara mindre än (men nära) 2 procent. ECB lägger också vikt vid utvecklingen av kreditaggregat i euroområdet när penningpolitiken bestäms. Federal Reserve annonserade 2012 ett explicit inflationsmål på 2 procent, som innan dess av många bedömare uppfattades som ett implicit mål. Federal Reserve har också som mål att sträva efter maximal sysselsättning.

Penningpolitik med inflationsmål kan också ha inneburit vissa fördelar under den finansiella krisen. När produktionen minskade kraftigt i samband med finanskrisen bidrog trovärdigheten för inflationsmålspolitiken till att centralbanker med inflationsmål kunde sänka räntan mer än andra centralbanker.[6] Inflationsförväntningarna förblev relativt stabila under krisen. Men länder med inflationsmål kunde inte undvika att drabbas av krisen. En central lärdom är därför att prisstabilitet i sig inte utgör någon garanti mot att länder drabbas av finansiella kriser. Låg och stabil inflation utgör en grund för finansiell stabilitet men är inte tillräckligt. Risker i det finansiella systemet kan ändå byggas upp. Det pågår därför en diskussion om huruvida centralbanker utöver stabil inflation och stabil realekonomi också bör ha som mål att reducera risken och kostnaderna för finansiella kriser.[7] Samtidigt pågår ett omfattande arbete med att införa nya makrotillsynsverktyg för att dämpa risktagandet och öka motståndskraften i det finansiella systemet.

De fyra uppsatserna som presenterades på konferensen beskrev mot denna bakgrund erfarenheter och utmaningar för penningpolitiken.

Den första utmaningen handlar om avvägningen mellan att stabilisera inflationen och realekonomin och hur denna avvägning påverkar penningpolitiska beslut. Den berör också hur effekterna av penningpolitiken kan uppskattas och utvärderas. Dessa frågor har diskuterats en längre tid och behandlas i artiklarna av Lars Svensson och Michael Woodford, som båda spelat en central roll för att utveckla tankeramen för "flexibel" inflationsmålspolitik.

Den andra utmaningen handlar om hur penningpolitiska beslut på bästa sätt kan kommuniceras till allmänheten. Transparens och tydlighet har alltid varit en viktig del av inflationsmålspolitiken, men det finns skillnader i graden av öppenhet mellan olika centralbanker. Några centralbanker började redan före krisen vara tydliga med hur de bedömer att penningpolitiken (det vill säga styrräntan) kommer att utvecklas framöver, medan andra har gett mindre information. Den finansiella krisen och den tröga återhämtningen därefter har dock bidragit till att många centralbanker valt att förtydliga hur de ser på penningpolitiken även i framtiden. Lars Svensson och särskilt Michael Woodford berör i sina artiklar hur centralbanker kommunicerar kring penningpolitiken.

Den tredje utmaningen handlar om hur penningpolitiken påverkas av finansiella obalanser och införandet av nya makrotillsynsverktyg. Före den finansiella krisen ansåg många att penningpolitik ska fokusera på att stabilisera inflationen och möjligtvis realekonomin, men inte ta explicit hänsyn till finansiella obalanser och risker för finansiell stabilitet. Den finansiella krisen har medfört att denna syn har ifrågasatts. Lars Svensson och särskilt Frank Smets diskuterar dessa frågor i sina artiklar. Smets analyserar sambandet mellan penningpolitik och finansiell stabilitet och redovisar olika synsätt på centralbankens roll för att verka för finansiell stabilitet.

Den fjärde utmaningen handlar om hur den finansiella globaliseringen påverkar möjligheten att bedriva självständig penningpolitik. Frågan är relaterad till vad ekonomerna kallar ekonomins "trilemma", att det är svårt att samtidigt förena tre mål: självständig penning-

6 Carvalho-Filho (2011).
7 Se till exempel Woodford (2012) och Svensson (2012).

politik, fast växelkurs och fria kapitalrörelser. Det finns till exempel empiriskt stöd för att med fria kapitalrörelser har länder med rörlig växelkurs större möjligheter att bedriva självständig penningpolitik än vad länder med fast växelkurs har. Linda Goldberg diskuterar i sin artikel vilken roll bankernas globalisering har för möjligheten att bedriva självständig penningpolitik.

Konferensuppsatserna

LÄRDOMAR FRÅN PRAKTISK PENNINGPOLITIK

Den första artikeln "Some Lessons from Six Years of Practical Inflation Targeting" är skriven av professor **Lars E.O. Svensson**, vice riksbankschef från maj 2007 till maj 2013. Svensson sammanfattar erfarenheterna från sin tid på Riksbanken i sex lärdomar.

En första lärdom är att centralbanken ska vara tydlig om sitt mandat och inte avvika från detta. Riksbankens mandat för penningpolitik karaktäriseras som "flexibel" inflationsmålspolitik,[8] vilket Svensson preciserar som att Riksbanken ska verka för prisstabilitet och högsta möjliga sysselsättning, en tolkning som bygger på förarbetena till riksbankslagen. En tydlig målsättning för penningpolitiken leder till en mer systematisk penningpolitik och underlättar utvärdering, något som är nödvändigt för en oberoende centralbank. För att inte åsidosätta inflationsmålet ska penningpolitiken riktas in på att inflationen i genomsnitt ligger nära målet under en längre period. Svensson argumenterar också för att arbetslöshetens avvikelse från en långsiktigt hållbar nivå är det bästa måttet på resursutnyttjandet, och att penningpolitiken därför ska inriktas på att stabilisera arbetslösheten runt en uppskattad långsiktigt hållbar nivå (som bestäms av faktorer som är oberoende av penningpolitiken). Jämfört med andra mått på resursutnyttjandet (som till exempel BNP:s avvikelse från en långsiktigt hållbar trend) är den långsiktiga nivån på arbetslösheten lättare att uppskatta, och en hög arbetslöshet har tydligare effekter på folks välbefinnande.

En andra lärdom är att penningpolitiken inte ska använda hushållens skuldsättning som en målvariabel vid sidan om prisstabilitet och högsta möjliga sysselsättning. Den senaste tiden har en majoritet i Riksbankens direktion röstat för en oförändrad reporänta, trots att en lägre ränta skulle ha medfört att KPIF-inflationen hade närmat sig målet snabbare och arbetslösheten hade blivit lägre. Svensson menar att denna politik, "leaning against the wind", länge har medfört en onödigt stram penningpolitik och lett till en onödigt låg inflation och hög arbetslöshet. Han argumenterar för att en högre ränta inte har några stora effekter på hushållens skulder på kortare sikt (och kanske till och med leder till en *högre* real skuldsättning och skuldkvot mot disponibel inkomst). Men på längre sikt leder en lägre inflation än inflationsmålet och den inflation som förväntats till högre reala skulder i form av en oväntad och oönskad kapitalförlust för låntagarna, jämfört med en inflation i linje med målet. Dessutom är ränteförändringar inte ett effektivt instrument för att påverka

8 Se Sveriges riksbank (2010).

hushållens skulder, istället är olika typer av instrument inom mikrotillsyn och makrotillsyn mer lämpliga.

Svenssons tredje lärdom är att en inflationsmålspolitik som grundar sig på prognoser för inflationen och resursutnyttjandet i praktiken bör göras i två steg. I ett första steg görs prognoser under antagandet att reporäntebanan hålls oförändrad sedan det senaste beslutstillfället. Detta visar hur ny information sedan det förra beslutstillfället påverkar ekonomin. I ett andra steg väljs den räntebana som leder till bäst avvägning mellan inflation och resursutnyttjande. Denna avvägning kan formaliseras med hjälp av så kallade medelkvadratgap, som mäter den genomsnittliga kvadrerade avvikelsen av inflationsprognosen från inflationsmålet och arbetslöshetsprognosen från den långsiktigt hållbara nivån.[9]

En fjärde lärdom handlar om hur man ska utvärdera penningpolitiken ex ante och ex post. Ex ante, det vill säga när det penningpolitiska beslutet ska fattas, kan man utvärdera olika penningpolitiska alternativ genom att värdera hur prognosen för inflationen förhåller sig till inflationsmålet och hur prognosen för resursutnyttjandet förhåller till sin normala nivå. Avvikelserna kan mätas med medelkvadratgap. Ex post, det vill säga i efterhand, kan man utvärdera den förda penningpolitiken genom att med kontrafaktiska experiment analysera hur en annan penningpolitik hade påverkat ekonomin. Svensson har själv använt fyrfältsdiagram vid de penningpolitiska mötena för att visa hur alternativa räntebanor leder till olika prognoser för inflation och resursutnyttjande. Han har även använt kontrafaktiska experiment för att illustrera hur en mer expansiv penningpolitik hade påverkat ekonomin.[10]

Svenssons femte lärdom handlar om den klassiska penningpolitiska avvägningen mellan inflation och arbetslöshet. Enligt huvudfåran i nationalekonomisk teori finns ett kortsiktigt samband mellan inflation och arbetslöshet – en lägre arbetslöshet hänger ihop med en högre inflation och tvärtom – och därmed kan en penningpolitisk avvägning uppstå mellan dessa mål, men på lång sikt finns inget sådant samband. Men om inflationsmålet blir trovärdigt och inflationsförväntningarna är stabila vid målet uppstår det ett långsiktigt samband mellan inflation och arbetslöshet och då även en penningpolitisk avvägning. Svensson argumenterar för att det då är mycket viktigt att inflationen inte är lägre än inflationsmålet i genomsnitt under en lång period, eftersom arbetslösheten då blir högre än normalt.[11] Mellan 1997 och 2011 har den genomsnittliga KPI-inflationen i Sverige varit 1,4 procent, det vill säga 0,6 procentenheter lägre än inflationsmålet. Svensson noterar att inflationsförväntningarna trots detta har varit stabila runt målet och estimerar att den genomsnittligt låga inflationen därför har lett till att arbetslösheten har varit ungefär 0,8 procentenheter högre än nödvändigt. Svenssons slutsats är att det är viktigt att inflationen i genomsnitt ligger nära målet under en längre period, en penningpolitik som i praktiken liknar ett prisnivåmål.

Den sjätte lärdomen som Svensson har dragit är att centralbanker inte ska blanda ihop penningpolitik och "finansiell politik", det vill säga politik som inriktar sig på att säkra den finansiella stabiliteten. Istället ska centralbanker använda penningpolitiken för att uppnå de

9 Se fördjupningen "En metod för att utvärdera olika penningpolitiska alternativ" i Sveriges riksbank (2012).
10 Svensson (2013).
11 Se Svensson (2013) för en detaljerad framställning och Guibourg, Nilsson och Söderström (2013) för en sammanfattning.

penningpolitiska målen (prisstabilitet och högsta möjliga sysselsättning) och finansiell politik för att upprätthålla finansiell stabilitet. Om de två områdena blandas samman riskerar centralbanken att uppnå sämre måluppfyllelse för båda målen. Detta betyder inte att penningpolitiken inte påverkar den finansiella stabiliteten och att finansiell politik inte påverkar målen för penningpolitiken. Men under normala omständigheter är det mer effektivt att separera de två politikområdena. Detta är i linje med regeringens beslut att ge huvudansvaret för olika makrotillsynsinstrument till Finansinspektionen.

Eric Leeper, professor vid Indiana University och vetenskaplig rådgivare till Riksbanken, diskuterade Svenssons uppsats på konferensen. Leeper fokuserade på samspelet mellan penningpolitik och finansiell stabilitet, och i synnerhet skuldsättningen i hushållssektorn. Han tog avstamp i sin egen forskning om finanspolitik och vad som är en långsiktigt hållbar utveckling för finanspolitiken. En hållbar finanspolitik är en förutsättning för en framgångsrik penningpolitik, och reformerna av det finanspolitiska ramverket i Sverige på 1990-talet har sannolikt varit en viktig orsak till den stabila ekonomiska utvecklingen sedan dess.

En hållbar finanspolitik bygger på att statens framtida möjligheter att få in skatter är större än de totala utgifterna över tiden. Om så inte är fallet riskerar man att nå en "finanspolitisk gräns" ("fiscal limit") definierad som det maximala nuvärdet av framtida primära budgetöverskott. När ett lands statsskuld närmar sig den finanspolitiska gränsen ökar sannolikheten att finanspolitiken blir ohållbar. Vid den finanspolitiska gränsen kan penningpolitiken inte uppfylla inflationsmålet eftersom det uppstår förväntningar om att det reala värdet av statsskulden endast kan reduceras ned med hjälp av hög inflation. I ett sådant läge är penningpolitiken utsatt för "statsfinansiell dominans".

Leeper tillämpade den tankeramen på hushållens skuldsättning och påpekade att hushållens möjlighet att bära skuld delvis beror på kostnaden av skuldbördan (det vill säga räntenivån), men även på hushållens framtida möjlighet till inkomst. Policydiskussionen om hushållens skuldsättning fokuserar främst på kostnaden av att bära skuld, och att en lägre ränta ökar hushållens totala skuld och därmed gör hushållen mer sårbara för störningar. Men penningpolitiken påverkar också hushållens framtida inkomstmöjligheter: en lägre ränta ökar på medellång sikt aktiviteten i ekonomin och därmed hushållens inkomster. Detta ökar hushållens förmåga att bära skuld. Penningpolitiken påverkar därför hushållens sårbarhet på olika sätt, och den totala effekten går inte att avgöra i förväg.

Dessutom påverkas hushållens inkomster även på längre sikt av finanspolitiken, via skatte- och pensionssystemet. En finanspolitisk åtstramning som är avsedd att göra finanspolitiken mer hållbar, till exempel via högre skatter eller lägre pensioner, kan på samma gång minska hushållens inkomster och göra hushållen mer sårbara på lång sikt. En mer hållbar finanspolitik kan på så sätt minska hållbarheten i hushållens skuldsättning.

Leeper drog därför slutsatsen att en komplett tankeram för att analysera hushållens skuldsättning och penningpolitikens effekter på skulderna också behöver ta hänsyn till finanspolitikens och makrotillsynens utformning.

UTMANINGAR FÖR DEN PENNINGPOLITISKA KOMMUNIKATIONEN

Den andra artikeln "Forward Guidance by Inflation-Targeting Central Banks" är skriven av **Michael Woodford**, professor vid Columbia University och vetenskaplig rådgivare till Riksbanken.

Woodford analyserar hur centralbanker med inflationsmål bör kommunicera till allmänheten hur räntan sätts för att uppnå målet. Han beskriver först hur centralbankers kommunikation har blivit mer sofistikerad över tiden. När inflationsmålspolitiken infördes var det vanligt att centralbanker baserade inflationsprognosen på antagandet att styrräntan skulle hållas oförändrad under hela prognosperioden. Ett sådant antagande är dock i allmänhet inte internt konsistent, eftersom prognoserna för inflation och realekonomi kan innebära att styrräntan borde ändras om centralbanken följer samma reaktionsmönster i framtiden. I de flesta fall kommer olika aktörer, till exempel på finansiella marknader, att förstå att räntan kommer att ändras i framtiden. Deras förväntningar och beslut (som ligger till grund för hur ekonomin utvecklas) bygger då på en annan syn på penningpolitiken än den som ligger till grund för centralbankens prognoser. För att undvika det här problemet valde flera centralbanker att istället basera sina inflationsprognoser på den av marknaden förväntade ränteutvecklingen. Woodford påpekar dock att även med ett sådant antagande kvarstår ett problem i den penningpolitiska kommunikationen, nämligen att centralbanken i praktiken kan ha en annan syn på den framtida räntenivån än vad finansiella marknadsaktörer har. Då kvarstår osäkerheten kring centralbankens egna intentioner om penningpolitiken. Woodford menar att risken att centralbanken missförstås av marknadsaktörerna minskar om centralbanken är mer tydlig om den framtida penningpolitiken. Centralbanken bör därför publicera sin egen prognos för styrräntan. Woodford preciserar också hur prognosen för styrräntan bör baseras på kriterier för hur inflationen närmar sig målet och hur realekonomin stabiliseras.

Woodford diskuterar Riksbankens sätt att kommunicera med hjälp av prognoser för reporäntan, som har publicerats sedan 2007. Under de första åren bedöms kommunikationen av räntebanan ha fungerat relativt väl. Därefter har det ibland varit större avvikelser mellan Riksbankens räntebana och marknadens penningpolitiska förväntningar på längre sikt. Det kan bero på att Riksbanken anger att det rör sig om en "prognos", och inte ett "löfte" om nivån på den framtida räntan samtidigt som marknadsaktörerna kan ha en annan syn på inflationen och realekonomin än Riksbanken. Gapet mellan Riksbankens prognoser och marknadens förväntningar kan dock minskas genom att öka marknadens förtroende för räntebanan. Det skulle kunna ske genom att Riksbanken stärker åtagandet att följa en tydlig ansats för att bestämma reporäntan i framtiden, och denna ansats används för att göra reporänteprognoser.

Woodford diskuterar också fördelarna med att förtydliga centralbankens tankeram och öka transparensen om de penningpolitiska besluten när styrräntan har nått sin nedre gräns samtidigt som ekonomin behöver mer stimulans. Ett tydligt bindande åtagande från centralbanken kan då bidra till att påverka förväntningarna om den ekonomiska utvecklingen i positiv riktning. Woodford analyserar i synnerhet den typ av tröskelvärden för inflation och

arbetslöshet som Federal Reserve och Bank of England har introducerat för att underlätta förståelsen av penningpolitiken.[12] Han ser fördelar med att betinga den framtida räntenivån på hur ekonomin utvecklas. Men samtidigt reser han frågor om sådana tröskelvärden är det mest effektiva sättet att kommunicera penningpolitiken. Framför allt är det oklart hur tydligt ett sådant upplägg blir i praktiken, till exempel om inflation och arbetslöshet ger motsatta signaler för hur tröskelvärdena påverkar räntebeslutet. Han rekommenderar istället en alternativ ansats där penningpolitiken baseras på ett mål för nivån på nominell BNP. Detta skulle innebära att centralbankens uttalanden om den ekonomiska utvecklingen mer får karaktär av ett löfte snarare än bara en prognos, även om inga bindande åtaganden görs vad gäller nivån på styrräntan i framtiden.

John Williams, chef för Federal Reserve Bank of San Francisco, diskuterade Woodfords artikel på konferensen. Williams påpekade att Federal Reserve under det senaste decenniet blivit allt mer transparent i sin kommunikation om den framtida penningpolitiken. Williams noterade också att det finns empiriskt stöd för att Federal Reserves vägledning om penningpolitiken ("forward guidance") påverkar marknadens bedömning av framtida styrräntor.[13] Men samtidigt är det viktigt att vara medveten om att det i praktisk penningpolitik finns vissa begränsningar. Eftersom centralbankens kommunikation får begränsat medieutrymme behöver den vara fokuserad och inte alltför detaljerad. Dessutom finns många olika uppfattningar inom Federal Reserves penningpolitiska kommitté FOMC (Federal Open Market Committee) och det är svårt att precisera detaljerade mål. Istället kommunicerar FOMC med hjälp av flera instrument: ett gemensamt uttalande om långsiktiga mål och principer för penningpolitiken, återkommande policyuttalanden och protokoll, prognoser varje kvartal baserat på individuella bedömningar av vad som är en väl avvägd penningpolitik, samt tal och framträdanden i kongressen. Det betyder att mycket av kommunikationen fokuserar på vändpunkter, till exempel när styrräntan kan komma att höjas från sin mycket låga nivå och när Federal Reserves tillgångsköp kan komma att trappas ned, snarare än att vara en allmän "reaktionsfunktion" för penningpolitiken.

När det gäller mål för nominell BNP, som Woodford förordar, menade Williams att det hade många teoretiska fördelar. Ett sådant mål för penningpolitiken vore sannolikt robust mot osäkerhet när det gäller nivån på den långsiktigt hållbara arbetslösheten och annan osäkerhet om hur ekonomin fungerar.[14] Med ett mål för nominell BNP skulle också den ekonomiska återhämtningen underlättas när räntan närmar sig noll, som Woodford

12 Federal Reserves penningpolitiska kommitté FOMC (Federal Open Market Committee) angav i december 2012 att räntan skulle ligga kvar på en mycket låg nivå åtminstone så länge arbetslösheten är högre än 6,5 procent, inflationsprognosen på 1–2 års horisont inte överstiger 2,5 procent och de långsiktiga inflationsförväntningarna fortsätter vara väl förankrade. Bank of Englands MPC (Monetary Policy Committee) angav i augusti 2013 att den inte avser höja styrräntan eller reducera köpen av tillgångar innan arbetslösheten minskat till under 7 procent. Undantag kan dock göras om inflationsprognosen på 18–24 månaders sikt är 0,5 procentenheter högre än målet på 2 procent, inflationsförväntningarna på medelfristig sikt inte är tillräckligt väl förankrade eller FPC (Financial Policy Committee) anser att den expansiva penningpolitiken utgör ett tydligt hot mot den finansiella stabiliteten.

13 Swanson och Williams (2012).

14 Orphanides och Williams (2002, 2006).

påpekar.[15] Även kommunikationen av penningpolitiken kunde gynnas eftersom ett mål för nominell BNP innebär att lika vikt läggs vid ett prisnivåmål och ett mål för att stabilisera realekonomin.

Men det finns, enligt Williams, också ett antal praktiska problem med att använda nivån på nominell BNP som mål för penningpolitiken. Ett problem är att BNP-statistiken revideras varje kvartal, även långt bakåt i tiden. Det kan därför bli svårt att bedriva och kommunicera penningpolitik på ett sätt som är systematiskt över tiden. Dessutom, om potentiell BNP-tillväxt oväntat revideras så uppstår en persistent avvikelse mellan inflationen och inflationsmålet. Det skulle kunna bidra till en svår utmaning för centralbanken. Det kan också vara svårt att i praktiken förklara för allmänheten att tillfälliga avvikelser från inflationsmålet under ett år inte får passera utan kommer att påverka penningpolitiken under följande år.

PENNINGPOLITIK OCH FINANSIELL STABILITET

Den tredje artikeln "Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?" är skriven av **Frank Smets**, forskningschef vid Europeiska centralbanken, ECB.

Artikeln inleds med en beskrivning av de finansiella obalanser som uppstod i euroområdet under 2000-talet. En lärdom av utvecklingen under denna period är att det inte räcker med prisstabilitet för att uppnå finansiell stabilitet. Finansiell instabilitet kan vidare försvåra möjligheten att uppnå prisstabilitet. Erfarenheterna visar dessutom att bankkriser ofta blir utdragna och mycket kostsamma. Det räcker därför inte för beslutsfattare att fokusera på att städa upp efter en kris, utan de måste verka förebyggande så att en kris inte uppstår.

Sedan den finansiella krisen har det därför vuxit fram en syn att det behövs ett nytt ramverk för makrotillsyn för att öka det finansiella systemets motståndskraft och minska risken för uppbyggnaden av finansiella obalanser.

Vilka implikationer krisen bör få på det penningpolitiska ramverket är omdiskuterat, konstaterar Smets. Vissa argumenterar för minimala ändringar i det ramverk som fanns före krisen medan andra argumenterar för en radikal omprövning, där finansiell stabilitet blir ett mål för penningpolitiken på samma sätt som prisstabilitet. Smets delar in de olika synsätten i tre grupper. Han kallar dessa:

i. "det modifierade Jackson Hole-synsättet",
ii. "luta sig mot vinden-synsättet",
iii. "finansiell stabilitet och prisstabilitet är samma sak".

I det "modifierade Jackson Hole-synsättet" argumenteras för små förändringar av ramverket. Detta innebär att centralbanken behåller sitt relativt smala mandat att upprätthålla prisstabilitet och stabilisera resursutnyttjandet, medan en myndighet för makrotillsyn bör ha ansvaret för finansiell stabilitet. De olika myndigheterna ska ha sina egna instrument. Enligt detta synsätt ska penningpolitiken bara bry sig om finansiell

15 Williams (2006).

stabilitet i den mån utsikterna för inflation och resursutnyttjande påverkas. Detta liknar den syn som Lars Svensson argumenterar för i sin artikel.

Synsättet "luta sig mot vinden" utgår ifrån att makrotillsynen inte fullt ut kan hantera den finansiella cykeln och att denna cykel interagerar med konjunkturcykeln på komplicerade och ofta icke-linjära sätt. Detta innebär att centralbanken inte kan undvika att hålla ett öga på finansiell stabilitet som ett sekundärt mål, men att inflationen fortfarande ska vara det primära målet för penningpolitiken. Enligt detta synsätt bör centralbanken motverka uppbyggnaden av finansiella obalanser genom att höja styrräntan mer än vad som är motiverat av den kortsiktiga inflationsprognosen, för att minska sannolikheten för en finansiell kris längre fram. I praktiken kan detta åstadkommas genom att förlänga policyhorisonten, vilket följer av att den finansiella cykeln vanligtvis är längre än en konjunkturcykel. Enligt detta synsätt kan centralbanken därmed komma att stå inför ytterligare avvägningar, vilket ställer krav på ökad trovärdighet för det medelfristiga inflationsmålet.

Det sista synsättet, "finansiell stabilitet och prisstabilitet är samma sak", innebär en mer radikal omstöpning av den traditionella tankeramen för penningpolitik med inflationsmål. Enligt detta synsätt är finansiell stabilitet och prisstabilitet så intimt förknippade med varandra att de inte går att separera. Utgångspunkten är att penningpolitik i grunden handlar om att stabilisera det finansiella systemet, vilket innebär att motverka växande finansiella obalanser i uppgångsfaser och att hantera dåligt fungerande marknader för att få den penningpolitiska transmissionsmekanismen att fungera väl i nedgångsfaser.

Vilket synsätt som är lämpligast beror, enligt Smets, på svaret på följande tre frågor:

- Hur effektiv är den nya makrotillsynen för att uppnå finansiell stabilitet?
- Hur påverkar penningpolitiken finansiell stabilitet?
- Finns det en risk för "finansiell dominans", det vill säga att finansiell stabilitet dominerar penningpolitiska överväganden och undergräver trovärdigheten för centralbankens prisstabilitetsmål?

När det gäller den första frågan är litteraturen på området relativt begränsad och det finns få erfarenheter från utvecklade industriländer. En genomgång av de relativt få empiriska studier som analyserar hur effektiva olika makrotillsynsverktyg är, visar sammantaget att det finns visst stöd för att makrotillsynsverktygen dämpar svängningarna i den finansiella cykeln. Erfarenheter under senare tid, i till exempel Spanien, är dock inte särskilt goda och tyder på att det fortfarande är oklart i vilken utsträckning dessa verktyg signifikant minskar systemrisker. Makrotillsynens effektivitet kommer också att bero på möjligheten att undvika regelarbitrage, det vill säga försök av den finansiella sektorn att flytta verksamhet till oreglerade områden, och möjligheten att koordinera tillsynen internationellt.

Vad gäller den andra frågan varierar uppfattningen om hur effektiv penningpolitiken är på att hantera den finansiella stabiliteten. Smets hänvisar å ena sidan till den litteratur som tyder på att penningpolitiken påverkar risktagandet i det finansiella systemet. Hålls räntan låg under en längre tid kan det så ett frö till finansiella obalanser genom att det bidrar till

ökat risktagande, särskilt i banker med låga kapitalbuffertar. Å andra sidan har ett antal studier visat på de störningar som kan uppstå i den reala ekonomin om man försöker stävja risktagande genom att höja styrräntan. Enligt Smets finns det ett behov av mer forskning, till exempel om möjliga icke-linjära samband mellan ränteförändringar, utlåning och husspriser, för att minska skillnaderna mellan dessa olika synsätt.

När det gäller den sista frågan presenterar Smets ett analytiskt ramverk för att illustrera risken för att "finansiell dominans" kan uppstå om myndigheten för makrotillsyn misslyckas med att vidta tillräckliga åtgärder för att bromsa kredittillväxten (till följd av politiska påtryckningar) och därmed flyttar ansvaret att upprätthålla finansiell stabilitet till centralbanken. Den finansiella krisen har tydligt visat att centralbanker har en unik roll genom att kunna ge likviditetsstöd till banker på särskilda villkor. De kan således i tider av finansiell stress tillföra likviditet för att förhindra att en bank tvingas ställa in betalningarna, och därmed undvika spridningseffekter till hela systemet. Denna roll som krishanterare ger centralbankerna ett incitament att försöka förhindra uppkomsten av finansiella kriser. Samtidigt kan den bidra till att problem uppstår om det skapas förväntningar om att centralbankerna alltid kommer att agera vid en kris, vilket ökar risken för att de behöver ingripa. Smets diskuterar olika sätt att minska denna risk.

Mot bakgrund av denna genomgång konstaterar Smets att synsättet "luta sig mot vinden" troligtvis är det mest rimliga synsättet i nuvarande läge. För det första menar han att även om makrotillsynverktyg bör utgöra den första försvarslinjen mot uppbyggnad av finansiella obalanser är ramverket för makrotillsynen fortfarande under utveckling och det är ännu inte belagt hur effektiv makrotillsynen är för att verka för att systemkriser undviks. För det andra finns det tecken på att penningpolitiken interagerar med de variabler som är kopplade till uppkomsten av finansiella obalanser, till exempel utlåning, likviditet och risktagande. För det tredje så kommer centralbanker att behöva hantera den finansiella stabiliteten vid en kris på grund av sin roll att ge likviditetsstöd till banker på särskilda villkor. En del penningpolitiska åtgärder har dessutom nära koppling till makrotillsynsverktyg. För att minska risken för att för mycket ansvar läggs på penningpolitiken och för att minska risken för trovärdighetsproblem menar dock Smets att det är viktigt att prisstabilitet kvarstår som det primära målet för penningpolitiken och att en lexikografisk ordning införs där finansiell stabilitet är ett sekundärt mål. Detta skulle möjliggöra för centralbanken att vid behov luta sig mot finansiella obalanser, samtidigt som man på medellång sikt behåller det primära fokuset på prisstabilitet.

Stefan Gerlach, vice centralbankschef vid Irlands centralbank, diskuterade Smets uppsats. Han inledde med att konstatera att han höll med om det mesta som Smets tar upp. Han valde sedan att fokusera på fyra aspekter i sin presentation: euroområdet, finanspolitik, en annan implikation av risktagandekanalen och slutligen frågan om risken för att centralbanken inte uppnår sitt inflationsmål.

Först diskuterade han om valet mellan att använda penningpolitik och makrotillsyn skiljer sig åt för euroområdet och andra valutaområden. Han konstaterade att det finns flera argument för att använda sig av makrotillsyn i euroområdet. Om det till exempel uppkommer

finansiella obalanser enbart i ett land går det inte att hantera denna med den gemensamma penningpolitiken. Obalanserna måste hanteras av den nationella makrotillsynen. Detta följer även av det mandat som Europeiska centralbanken, ECB, har. ECB ska bidra till finansiell stabilitet, men detta är inte dess primära mål, som istället är prisstabilitet. Den finansiella stabiliteten och makrotillsynen ska i första hand hanteras av nationella myndigheter.

Det faktum att det finansiella systemet i euroområdet är bankbaserat talar också för att det är motiverat med makrotillsyn för att hantera finansiella obalanser.[16] Vid motsatsen, ett marknadsbaserat finansiellt system, kan det vara mer motiverat med penningpolitik eftersom den då verkar bredare och når fler delar av det finansiella systemet. Gerlach konstaterade vidare att finanspolitik inte nämns i uppsatsen. Finanspolitik har betydelse, då den ofta kan ge upphov till finansiella obalanser bland annat för att det kan vara svårt att strama åt den i ett läge med snabbt stigande tillgångspriser. Han ansåg att penningpolitiken inte är lämplig för att hantera snabbt stigande huspriser. Ett skäl är att de reala kostnaderna (i termer av till exempel BNP eller sysselsättning) kan bli höga om penningpolitiken behöver stramas åt för att dämpa bostadspriserna. Fördelen med makrotillsyn i detta fall är att åtgärderna kan vara mer fokuserade.

Gerlach ansåg inte att risktagandekanalen är ett argument mot en expansiv penningpolitik. Ett för högt risktagande i bankerna beror främst på att bankerna inte är tillräckligt välkapitaliserade. Effekterna av en expansiv penningpolitik på bankernas risktagande kan då motverkas av högre kapitalkrav och en bättre tillsyn av dåligt kapitaliserade banker.

Gerlach argumenterade slutligen mot tanken att inflationen kan bli för hög om penningpolitiken även fokuserar på finansiell stabilitet. Motivet för den risken skulle vara att penningpolitiken tvingas att vara mycket expansiv i samband med en finansiell kris. Han ansåg att risken snarast är den motsatta. Uppkommer en finansiell kris kommer det vara svårt att lyckas bedriva en tillräckligt expansiv penningpolitik. Risken är istället att inflationen blir lägre än målet. Detta talar, enligt Gerlach, för att penningpolitiken bör behålla sitt fokus på prisstabilitet.

PENNINGPOLITIK MED GLOBALA BANKER

Den fjärde artikeln "Banking Globalization, Transmission, and Monetary Policy Autonomy" är skriven av **Linda S. Goldberg**, Vice President of Financial Intermediation vid Federal Reserve Bank of New York.

Goldberg utgår ifrån ekonomins "trilemma", att det är svårt att samtidigt förena tre mål: självständig penningpolitik, fast växelkurs och fria kapitalrörelser. Med fria kapitalrörelser kan ett land tvingas ge upp antingen den fasta växelkursen eller den självständiga penningpolitiken. Landet kan välja att behålla den självständiga penningpolitiken och de

16 Det finns en tradition att skilja mellan bankbaserade och marknadsbaserade finansiella system genom att analysera mått som relaterar finansmarknadernas storlek till bankernas tillgångar eller utlåning. Enligt en sådan analys brukar exempelvis Tyskland anses ha ett bankbaserat finansiellt system, medan Storbritannien och USA har ett marknadsbaserat finansiellt system. Det finns dock tecken på att skillnaderna mellan dessa två typer av system har minskat över tiden.

fria kapitalrörelserna genom att införa rörlig växelkurs, som Sverige har gjort. Ett annat alternativ är att ge upp den självständiga penningpolitiken och införa en sedelfond för att hantera den fasta växelkursen, som Litauen har gjort eller bedriva penningpolitik med fast växelkurs, som Danmark gentemot euron. Ett tredje alternativ är att avstå från fria kapitalrörelser. Genom att till exempel införa strikta kapitalkontroller, kan penningpolitiken bedrivas självständigt från omvärlden samtidigt som växelkursen är fast.

Tidigare empirisk forskning tyder på visst stöd för trilemmat. Länder med fast växelkurs har till exempel mindre frihetsgrader i penningpolitiken än andra länder. Länder med rörlig växelkurs eller kapitalkontroll har större möjligheter att bedriva självständig penningpolitik.

I Goldbergs artikel diskuteras vilken roll bankernas globalisering har för möjligheten att bedriva inhemsk penningpolitik. Först ger hon en översikt över hur bankernas globala verksamhet förändrats de senaste decennierna, både när det gäller omfattning och innehåll. Därefter argumenterar hon för att bankernas etablering av dotterbolag och filialer i andra länder kan reducera finansiella friktioner på de internationella kapitalmarknaderna. Bankernas ökade globalisering kan därmed bidra till ökade kapitalrörelser som förstärker trilemmat – särskilt i länder med fast växelkurs. Men till följd av att moderbanken etablerar dotterbolag och filialer i andra länder kan den samtidigt få ökad information om motparternas utlåning och andra transaktioner. Ökat informationsinnehåll i kapitalflöden kan bidra till mer stabilitet i utlåningen, särskilt i samband med finansiell stress, vilket kan dämpa trilemmat, snarare än att förstärka det. Det betyder att både formerna för och innehållet i de globala bankernas verksamhet i ett visst land påverkar om trilemmat förstärks eller dämpas.

Goldberg utgår ifrån den empiriska litteraturen och analyserar hur den korta, nominella, räntan i ett land samvarierar med motsvarande ränta i det land till vars valuta man knutit sig mer eller mindre starkt (ankarlandet). Hon undersöker hur val av växelkursregim, kapitalkontroller och närvaron av globala banker i det första landet påverkar graden av samvariation i räntorna. Resultaten visar att i länder med högre grad av fast växelkurs är räntornas samvariation större och penningpolitiken mer beroende av penningpolitiken i ankarlandet. Hon finner dock mindre tydligt stöd än tidigare studier för att länder med kapitalkontroller har mer självständig penningpolitik än andra länder. Goldberg finner också visst stöd för att närvaron av globala banker påverkar räntornas samvariation. Både i länder med fast och rörlig växelkurs ökar samvariationen för räntorna om utländska banker svarar för en stor andel av långivningen. Detta resultat är särskilt påtagligt i länder som redan har en hög grad av fria kapitalrörelser. Men det statistiska förklaringsvärdet ökar inte mycket när variabler som ska fånga omfattningen av globala bankers närvaro adderas. Enligt Goldberg beror detta på att globala banker bedriver sin bankverksamhet på mycket olika sätt i olika värdländer. Den samlade effekten av bankernas globalisering på möjligheten att bedriva inhemsk penningpolitik i ett värdland beror på informationsinnehållet i utlåningen, särskilt i relation till den totala internationella aktiviteten för de globala banker som är närvarande i landet.

Karolina Ekholm, vice riksbankschef, diskuterade Goldbergs uppsats på konferensen. Ekholm ansåg att frågan om hur bankernas globalisering påverkar centralbankernas be-

slutsfattande är ett viktigt område som det forskas alltför lite om, troligen delvis på grund av brist på relevanta data. Ur ett centralbanksperspektiv reser bankernas globalisering många frågor som inte nödvändigtvis är relaterade till penningpolitisk självständighet. Till exempel kan bankernas globalisering avspegla en "too-big-to fail"-problematik: bankerna blir globala eftersom de genom att bli stora får en starkare försäkring från skattebetalarna. Om så är fallet, kan man undra om SIFI-påslagen (de extra kapitalkrav som införs för systemviktiga finansinstitut) är tillräckliga för att avskräcka "överdriven" globalisering. Å andra sidan undrade Ekholm om graden av globalisering snarast kan vara för liten på grund av stor osäkerhet kring hur gränsöverskridande banker vid behov kan komma att rekonstrueras eller avvecklas. Hon tillade att ett problem som uppstod i samband med finanskrisen 2008–2009 var svårigheten att avgöra de globala bankernas verkliga behov av likviditetsstöd och därmed undvika att skapa möjlighet till arbitragevinster, eftersom dessa banker har tillgång till likviditet från mer än en centralbank.

Ekholm betonade också att för att utvärdera i vilken utsträckning penningpolitiken kan anses vara självständig är det viktigt att bedöma hur penningpolitiken utomlands påverkar förväntningarna om den inhemska penningpolitiken och vilken roll växelkursen spelar i att forma dessa förväntningar. Även med en helt rörlig växelkurs kan samvariationen i förväntad styrränta vara stor om marknadsaktörerna anser att det är osannolikt att de penningpolitiska beslutsfattarna skulle välkomna de förändringar i växelkursen som ökade ränteskillnader kan medföra.

Även om hon ansåg att Goldbergs analys var viktig så tyckte hon att det var svårt att dra tydliga slutsatser på grund av vissa begränsningar i analysen. Bland dessa nämnde hon att analysen enbart fokuserar på ett värdlandsperspektiv, att den bortser från bankernas nationalitet – mer specifikt bortser den från huruvida bankerna är hemmahörande i det land mot vilket växelkursen har lagts fast. Det kan dessutom finnas vissa endogenitetsproblem som påverkar de ekonometriska skattningarna. Hon föreslog att det kunde vara möjligt att kvantifiera resultaten genom att simulera responsen på förändringar i utlandets ränta för en viss typ av länder, som till exempel de baltiska staterna, vilka har haft fast växelkurs och banksektorer dominerade av utländska banker.

Slutligen nämnde Ekholm att det kunde vara intressant att inkludera makrotillsyn i analysen, eftersom makrotillsynsåtgärder ibland används för att skapa mer penningpolitisk autonomi i länder med fast växelkurs. Hon gissade att en sådan analys skulle kunna visa att förekomsten av globala banker gör makrotillsynsåtgärder mindre effektiva.

Redaktionens kommentarer

VILKEN ROLL KAN "FORWARD GUIDANCE" SPELA FÖR ATT ÖKA FÖRSTÅELSEN FÖR PENNINGPOLITIKEN?

De uppsatser som presenterades på konferensen gav upphov till flera diskussioner. Ett centralt område som diskuterades var hur centralbankers vägledning om penningpolitiken i framtiden ("forward guidance") kan påverka ekonomin och vilken form sådan vägledning bör ta.

Under den finansiella krisen sänkte de flesta centralbanker sina styrräntor till historiskt låga nivåer, och i många länder nådde styrräntan vad som bedöms vara dess nedre gräns. För att göra penningpolitiken mer expansiv trots att styrräntan inte kan sänkas ytterligare har centralbanker börjat använda två olika strategier. Dels har många centralbanker infört kvantitativa lättnader där man köper stora mängder finansiella tillgångar (till exempel stats- eller bostadsobligationer) för att höja tillgångarnas priser och stimulera ekonomin, dels har centralbankerna blivit mer tydliga i sin kommunikation om hur penningpolitiken ska bedrivas i framtiden.[17]

Det senaste året har både Federal Reserve och Bank of England annonserat att de ämnar hålla styrräntan låg åtminstone tills arbetslösheten kommer ner till en viss nivå (6,5 procent i USA och 7 procent i Storbritannien), såvida man inte ser risker för prisstabiliteten eller (i Bank of Englands fall) den finansiella stabiliteten. Tanken är att man på så sätt kan påverka räntor med längre löptid genom att övertyga hushåll, företag och finansiella marknadsaktörer att penningpolitiken förväntas vara expansiv länge. Genom att koppla eventuella styrräntehöjningar till den ekonomiska utvecklingen förtydligas även centralbankens "reaktionsfunktion", det vill säga hur centralbanken reagerar på ekonomin.

Liknande kommunikation har använts av andra centralbanker vid olika tillfällen både före och efter den finansiella krisen. Exempelvis annonserade Bank of Japan i april 1999 att man skulle hålla styrräntan låg tills risken för deflation ansågs vara över, och när Federal Reserves styrränta nådde 1 procent under lågkonjunkturen 2003–04 annonserades att penningpolitiken skulle vara expansiv under en lång period.

Riksbanken har, i likhet med Reserve Bank of New Zealand, Norges Bank och den tjeckiska centralbanken, gått längre än så genom att publicera prognoser över styrräntan för de närmaste åren. På så sätt är centralbankerna tydliga med hur man bedömer att penningpolitiken kommer att utvecklas i framtiden.[18] Dessutom publicerar Riksbanken (och andra centralbanker) alternativa scenarier som visar hur penningpolitiken kan tänkas reagera om ekonomin utvecklas på ett annat sätt än i huvudscenariot. Tanken är även här bland annat att illustrera hur centralbankens reaktionsmönster ser ut.

17 Söderström och Westermark (2009) beskriver olika penningpolitiska alternativ när styrräntan har nått sin nedre gräns.

18 Sedan januari 2012 publicerar Federal Reserves penningpolitiska kommitté FOMC (Federal Open Market Committee) information om hur de olika medlemmarna bedömer att styrräntan ska utvecklas under de närmaste tre åren.

Riksbankens kommunikation kan därför ses som mer generell än den som till exempel Federal Reserve och Bank of England använder. Dessa centralbankers kommunikation är fokuserad på att beskriva penningpolitiken vid den nedre gränsen för styrräntan, och försöker kommunicera en enkel regel för när penningpolitiken ska börja höja räntan. Riksbankens val att publicera en räntebana är en mer allmän strategi som kan användas kontinuerligt, oavsett vilken nivå styrräntan ligger på. Och tillsammans med alternativa scenarier för den makroekonomiska utvecklingen försöker Riksbanken ge en mer komplett bild av penningpolitikens förutsättningar, och beskriva hur olika störningar påverkar ekonomin och penningpolitiken. Riksbankens strategi att publicera en räntebana kan också användas om räntan skulle nå sin nedre gräns, för att beskriva under vilka förutsättningar räntan skulle kunna höjas. Detta gjordes också under 2009–10 när reporäntan låg på 0,25 procent, vilket av Riksbankens direktion ansågs vara den nedre gränsen. Då publicerades alternativa scenarier som beskrev omständigheter som skulle kunna motivera att reporäntan kunde höjas tidigare än i huvudscenariot, senare än i huvudscenariot, eller till och med sänkas till under 0,25 procent.

Men det är möjligt att den vägledning som Federal Reserve och Bank of England använder är mer effektiv vid den nedre gränsen, eftersom den tydligt knyter förändringar i penningpolitiken till ett fåtal observerbara makrovariabler (arbetslöshet och inflation).[19] Detta liknar traditionen att beskriva penningpolitiken i termer av en enkel regel för styrräntan, till exempel en Taylor-regel, och liksom för en enkel regel finns för- och nackdelar. Enkelhet kan vara bra och öka tydligheten i penningpolitiken, men verkligheten är förstås mer komplicerad. Därför har både Federal Reserve och Bank of England annonserat att man under vissa förutsättningar kan komma att höja styrräntan trots att arbetslösheten inte har nått sitt tröskelvärde, till exempel om inflationen ser ut att bli alltför hög eller (i Bank of Englands fall) om den finansiella stabiliteten anses vara hotad. Och båda centralbankerna har poängterat att man studerar en mängd olika indikatorer för att bedöma utvecklingen på arbetsmarknaden.

Riksbankens kommunikation är mer allmängiltig och kan därför uppfattas som mindre tydlig, men den kan ta hänsyn till många olika relevanta faktorer. Hur penningpolitiken reagerar på utvecklingen i en viss makroekonomisk variabel beror i allmänhet på varför variabeln har utvecklats på ett visst sätt, det vill säga vilken underliggande störning som har påverkat ekonomin. Detta illustreras ofta i de alternativa scenarier som publiceras i den penningpolitiska rapporten. Till det kommer att Riksbankens strategi är användbar i alla konjunkturlägen, oavsett nivån på reporäntan.

HAR PENNINGPOLITIKEN I SVERIGE BIDRAGIT TILL ONÖDIGT HÖG ARBETSLÖSHET?

En annan central fråga är om inflationsmålspolitiken i Sverige har bidragit till onödigt hög arbetslöshet, som Lars Svensson hävdar i sin artikel. Samtidigt som den faktiska inflationen i genomsnitt har varit lägre än målet har inflationsförväntningarna, som legat till grund

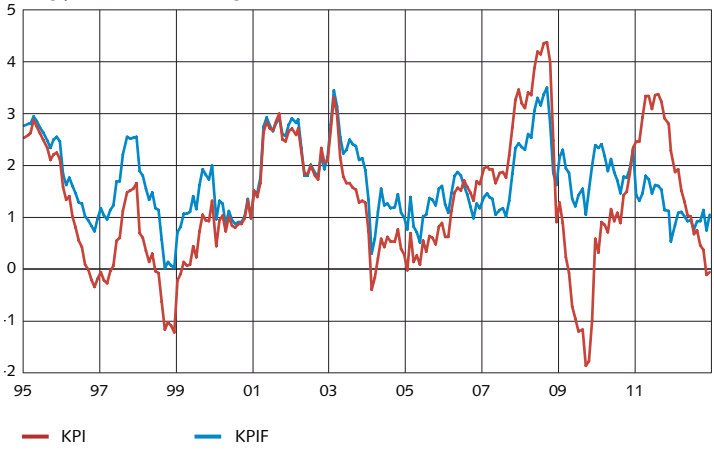
19 John Williams betonade under konferensen fördelarna med att ge vägledning på ett enkelt sätt.

för löneavtalen, varit stabila kring 2 procent. Om den faktiska inflationen under lång tid understiger inflationsmålet medan lönekrav baseras på förväntningar om att inflationen ska vara nära målet, kan reallönerna för de sysselsatta bli högre och sysselsättningen lägre även på lång sikt. Detta resonemang har stöd i traditionell makroekonomisk teori.

Det finns dock skäl att vara försiktig när man skattar den långsiktiga Phillipskurvan och tolkar resultaten.

För det första kan valet av inflationsmått diskuteras. Svensson baserar analysen på KPI-inflationen. Efter införandet av inflationsmålet i Sverige har det allmänna ränteläget blivit betydligt lägre än innan. Lägre ränta har gett lägre kostnader för boende och boendekostnader ingår i KPI. Boendekostnaderna mäts med de räntekostnader hushållen har för sitt boende. När Riksbanken sänker styrräntan för att stimulera ekonomin leder det till lägre boräntor och därför lägre inflation på kort sikt mätt med KPI. Eftersom det allmänna ränteläget har minskat under en lång tid är denna effekt inte enbart av tillfällig karaktär. För att studera sambandet mellan inflationen och arbetslösheten kan det därför vara motiverat att räkna bort räntenedgångens effekter på KPI genom att använda inflationen mätt med KPIF (KPI med fast ränta). Då uppgår inflationen i genomsnitt till 1,7–1,8 procent sedan 1995, vilket är avsevärt närmare målet än KPI-inflationen (se diagram 1).[20]

Diagram 1. KPI- och KPIF-inflation 1995–2012
Årlig procentuell förändring, reviderade data. KPIF är KPI med fast ränta.



Källa: SCB

Det finns även ekonometriska svårigheter med att skatta en långsiktig Phillipskurva. I början av 1970-talet publicerade Robert Lucas och Thomas Sargent grundläggande kritik av ekonometriska skattningar baserade på endast en ekvation, eftersom många variabler bestäms samtidigt i en ekonomi. Benati (2012) menar att den kritiken också kan gälla de skattningar som Svensson gjort. Benati hävdar att inflationen över tiden har blivit mindre

20 Se Andersson, Palmqvist och Österholm (2012) för en fördjupad analys av Riksbankens uppfyllelse av inflationsmålet i ett längre perspektiv.

persistent i länder med ett trovärdigt inflationsmål, vilket bidrar till att skattningar av relationen mellan arbetslöshet och inflation inte är tillförlitliga. Även i en ekonomi där Phillipskurvan är vertikal på lång sikt (så att det inte finns något långsiktigt samband mellan inflation och arbetslöshet) så kan, enligt Benatis beräkningar, en skattning baserad på endast en ekvation som relaterar inflation till arbetslöshet leda till den förhastade slutsatsen att Phillipskurvan lutar nedåt och att det finns ett långsiktigt samband.

Andra ekonomer har pekat på att sambandet i Phillipskurvan blir giltigt på lång sikt endast om man antar att inflationsförväntningarna är konstanta, ett antagande som inte testas explicit i Svenssons uppsats.[21] Olika mått på inflationsförväntningar beter sig dessutom olika över tiden. Medan mått från Prospera (som Svensson använder) är stabila runt inflationsmålet är inflationsförväntningar för företagssektorn från Konjunkturinstitutets barometer mer variabla över tiden.[22]

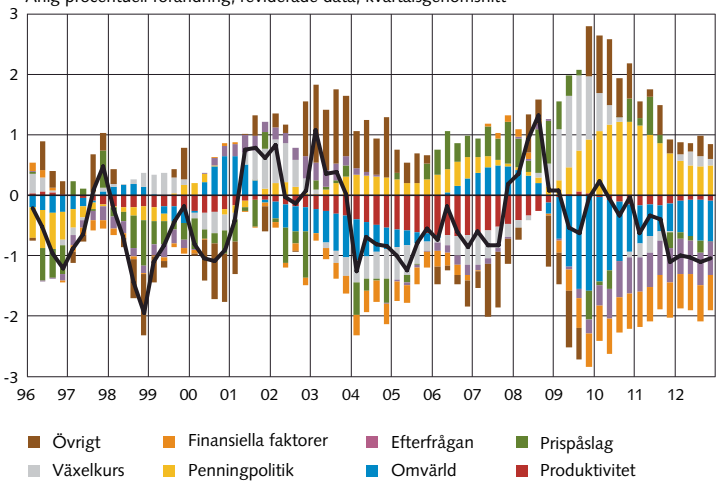
Det är således svårt att tolka relationen mellan arbetslöshet och inflation som ett kausalt samband. I praktiken kan många olika faktorer påverka inflation, arbetslöshet och andra realekomiska variabler på lång sikt. Sedan början av 1990-talet har inflationen i Sverige blivit betydligt lägre än tidigare samtidigt som BNP-tillväxten blivit något högre. Men det är inte enbart inflationsmålet och penningpolitiken som bidragit till detta. Den svenska ekonomin har också påverkats av inträdet i EU, ett stabilare regelverk för finanspolitiken, nya spelregler för lönebildningen och avregleringar av olika produktmarknader. Till det kommer att globalisering och ökad konkurrens dämpade inflationen i flera länder under decennierna före finanskrisen som började 2008.

Inflationen och arbetslösheten påverkas således av olika typer av störningar på både utbuds- och efterfrågesidan. Detta talar för att använda en ekonometrisk modell med fler samband för att analysera vilken roll penningpolitiken har spelat sedan inflationsmålet blev trovärdigt. Med hjälp av Riksbankens makroekonomiska modell Ramses kan inflationen sedan 1995 förklaras på följande sätt.[23]

I diagram 2 visas hur KPIF-inflationens avvikelse från 2 procent kan dekomponeras i ett antal exogena störningar enligt Ramses. Inflationen var låg främst 1998–2000, 2004–07, 2009 och 2012. Enligt modellen kan den låga inflationen främst förklaras av oväntat stark produktivitet (de röda staplarna). Vi ser också att omvärldsutvecklingen har hållit tillbaka inflationen under flera perioder, främst 2002–2005 och från 2009 och framåt (de blå staplarna). Samtidigt visar modellen att penningpolitiken bidragit till att hålla inflationen uppe genom att vara mer expansiv än normalt (de gula staplarna) under lång tid.

21 Se också Guibourg, Nilsson och Söderström (2013).
22 Flodén (2012).
23 Söderström och Vredin (2013).

Diagram 2. Historisk förklaring till KPIF-inflationens avvikelse från två procent sedan 1995 enligt Riksbankens makromodell Ramses
Årlig procentuell förändring, reviderade data, kvartalsgenomsnitt



Källa: Söderström och Vredin (2013)

Huvudförklaringen till att inflationen varit låg sedan 1995 är därför enligt modellen att produktiviteten varit oväntat stark. Om produktiviteten stiger snabbare än väntat kan det på kort sikt bidra till ökad arbetslöshet. Företagen kan producera samma mängd varor eller tjänster med mindre arbetskraft. Men på längre sikt leder ökad produktivitet till att företagen kan betala högre löner och anställa fler personer vilket stimulerar efterfrågan, höjer sysselsättningen och sänker arbetslösheten. Modellen visar också att den oväntat starka produktivitetsutvecklingen har bidragit till att hålla arbetslösheten under sin långsiktiga trend.[24] Däremot har utvecklingen i omvärlden lett till en högre arbetslöshet. Slutsatsen är att produktiviteten bidragit till att hålla ned både inflation och arbetslöshet medan omvärldsutvecklingen dämpat inflationen och höjt arbetslösheten. Sambandet mellan inflation och arbetslöshet är därför inte stabilt över tiden, utan påverkas av de störningar som ekonomin utsatts för.

Det är alltså svårt att uppskatta hur den låga genomsnittliga inflationen har påverkat sysselsättningen och arbetslösheten. Men detta är en viktig fråga för centralbanker med inflationsmål. Det är en stor framgång för inflationsmålspolitiken att inflationsförväntningarna har förankrats väl kring inflationsmålet, eftersom ekonomin då blir mindre sårbar för störningar. Men på samma gång innebär väl förankrade förväntningar att det blir viktigt för centralbanken att undvika att inflationen underskrider målet över längre perioder, eftersom detta kan ha negativa effekter på till exempel sysselsättningen.

24 Söderström och Vredin (2013).

HUR PÅVERKAS PENNINGPOLITIKEN AV FINANSIELLA OBALANSER OCH INFÖRANDET AV NYA MAKROTILLSYNSVERKTYG?

En tredje fråga som diskuteras i flera av uppsatserna är hur penningpolitiken påverkas av finansiella obalanser och införandet av nya makrotillsynsverktyg. Det finns internationellt en samsyn om att mikrotillsynen måste stärkas samtidigt som nya makrotillsynsverktyg införs för att öka motståndskraften i den finansiella sektorn och minska risken för finansiella kriser. Makrotillsynsverktygen delas normalt in i strukturella verktyg, det vill säga sådana som är avsedda att minska de strukturella riskerna i den finansiella sektorn och cykliska verktyg som är avsedda att variera över tiden, exempelvis den kontracykliska kapitalbufferten. I det internationella arbetet spelar det europeiska makrotillsynsorganet ESRB (European Systemic Risk Board) en central roll. ESRB har bland annat gett en rekommendation om delmål och instrument för makrotillsyn i EU-länderna. Det bidrar till att länderna i EU får en genomtänkt och liknande verktygslåda.

Men synen på hur makrotillsynen ska organiseras och vilka implikationerna blir för penningpolitiken skiljer sig åt mellan olika länder. I vissa länder har centralbanken tilldelats en central roll i makrotillsynen, medan centralbanken i andra länder fått en mindre framträdande roll.

I Storbritannien ansvarar en särskild kommitté i Bank of England, FPC (Financial Policy Committee), för makrotillsynen. Centralbankschefen och två vice centralbankschefer är ledamöter av både FPC och MPC (Monetary Policy Committee), vilket är ett sätt att främja koordineringen mellan penningpolitiken och makrotillsynen. Ett skäl till att sådan koordinering kan behövas är att penningpolitiken och makrotillsynen i hög grad verkar genom samma kanaler. Både styrräntan och flera makrotillsynsverktyg påverkar exempelvis kredittillväxt och tillgångspriser.

I Sverige har regeringen föreslagit att Finansinspektionen ska få huvudansvaret för makrotillsynsverktygen, inklusive den kontracykliska kapitalbufferten. Regeringen har också föreslagit att ett formaliserat finansiellt stabilitetsråd inrättas, bestående av finansmarknadsministern och cheferna för Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgälden. Rådet ska vara ett forum med protokollförda möten men inte ett beslutsfattande organ. I rådet ska risker i det finansiella systemet diskuteras liksom synen på lämpliga åtgärder för att hantera och motverka sådana risker.

Den nya ordningen för makrotillsynen bedöms inte påverka Riksbankens formella uppgifter och mål. Riksbanken ska fortfarande upprätthålla ett fast penningvärde och främja ett säkert och effektivt betalningsväsende, det vill säga i praktiken främja stabiliteten i det finansiella systemet. Riksbanken ska också stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken vars syfte är att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Det ger Riksbanken en central roll även i framtiden när det gäller att säkerställa att den makroekonomiska utvecklingen är hållbar och stabil.

Men det kan också noteras att i Sverige kommer makrotillsynen och penningpolitiken inte att kunna samordnas på det nära sätt som görs i Storbritannien.[25] Införandet av nya makrotillsynsverktyg kommer ändå att påverka förutsättningarna för penningpolitiken. Men hur den påverkas och i vilken takt är svårt att avgöra i nuläget. Som Smets påpekar finns fortfarande bara begränsad erfarenhet av hur makrotillsynen fungerar i praktiken. Den akademiska forskningen på området är i sin linda vad gäller både empiriska och teoretiska studier.

Även med makrotillsynen på plats kan dock penningpolitiken komma att ha en roll för att motverka finansiella obalanser, i linje med Smets "luta sig mot vinden"-synsätt. Ett skäl är att det kan vara svårt att utforma verktyg för makrotillsyn som inte kringgås av innovativa marknadsaktörer, genom så kallat regulatory arbitrage, som syftar till att flytta finansiell verksamhet från en reglerad till en oreglerad sektor. En fördel med penningpolitik är att den verkar bredare och effektivare än makrotillsynsverktygen genom att den "kryper in i alla sprickor", även de delar av det finansiella systemet som inte omfattas av finansiella regleringar.[26]

Exakt hur samspelet mellan makrotillsynen och penningpolitiken kommer att utformas framöver är dock svårt att veta. Men i takt med att olika makrotillsynsverktyg införs och kunskapen ökar om hur de fungerar i praktiken, kommer konsekvenserna för penningpolitiken att gradvis bli tydligare. Riksbanken kommer, precis som tidigare, att behöva följa och analysera risker och motståndskraft i det finansiella systemet, dels för att se hur dessa påverkar den allmänna ekonomiska utvecklingen, och därmed penningpolitiken, dels för att bidra till att främja den finansiella stabiliteten.

HUR PÅVERKAR DEN FINANSIELLA GLOBALISERINGEN MÖJLIGHETEN ATT BEDRIVA SJÄLVSTÄNDIG PENNINGPOLITIK?

En fjärde fråga gäller hur den finansiella globaliseringen påverkar möjligheten att bedriva en självständig penningpolitik. Det är den fråga som är förknippad med det ekonomiska trilemmat, det vill säga svårigheten att förena självständig penningpolitik, fast växelkurs och fria kapitalrörelser.

Enligt Goldbergs artikel är det svårt att dra några säkra slutsatser om den samlade effekten av bankernas globalisering utifrån möjligheten att bedriva inhemsk penningpolitik. Å ena sidan kan bankernas etablering i andra länder bidra till att reducera finansiella friktioner, vilket ökar kapitalrörelserna över gränserna och därmed risken för att finansiella obalanser uppstår. Å andra sidan kan etableringen innebära att moderbankens kontroll av dotterbankens utlåning i ett annat land stärks, vilken kan bidra till att öka den finansiella stabiliteten.

I ett större perspektiv kan man fråga sig vad som händer om finansiell globalisering och helt fria kapitalrörelser leder till att realräntorna utjämnas fullt ut mellan olika länder.

25 Ingves (2013).
26 Stein (2013).

Försvinner då möjligheten att bedriva självständig penningpolitik? Nej, enligt teorin behöver det inte ske, eftersom penningpolitiken, via effekterna på växelkursen, fortfarande kan påverka efterfrågan och inflationen.[27] Tanken är att skillnaden i inflation mellan två länder bestäms av växelkursen. Centralbanken kan därför annonsera en förändrad inriktning av penningpolitiken till exempel en förändring av målet för inflationen vilket påverkar inflationsförväntningarna och växelkursen. Även i en finansiellt globaliserad värld är det, enligt teorin, möjligt för en centralbank att självständigt påverka inflationen.

Det finns dock empirisk forskning som tyder på att handlingsutrymmet för inhemsk penningpolitik är begränsat i praktiken. Ett skäl är att det finns en global finansiell cykel som påverkas av styrräntan i stora valutaområden.[28] Kapitalflöden över gränserna, tillgångspriser, inhemsk utlåning och bankers skuldsättningsgrad tycks exempelvis påverkas av penningpolitiken i USA. Det finns visst empiriskt stöd för att denna globala finansiella cykel utgör en begränsning för hur självständig penningpolitiken kan vara, oavsett vilken typ av växelkursregim ett land har valt.[29]

Det betyder också att ekonomins trilemma i praktiken kan vara ett ekonomins dilemma, det vill säga att det är svårt att förena en inhemsk penningpolitik med fria kapitalrörelser även vid rörlig växelkurs. Under senare tid har sådana tecken visat sig i flera tillväxtländer. Bakgrunden är den utdragna anpassningsprocess som uppkom efter den globala finansiella krisen och som har bidragit till att penningpolitiken i flera utvecklade länder varit ovanligt expansiv. Låga styrräntor och kompletterande kvantitativa åtgärder har hållit ned den allmänna räntenivån i USA och Europa vilket har lett till kapitalflöden till tillväxtländerna. Det har rest frågan om risken för kapitalutflöden från tillväxtländerna i samband med att penningpolitiken börjar normaliseras i USA och andra stora valutaområden. Kapitalutflöden och en försvagning av växelkursen kan då begränsa det penningpolitiska handlingsutrymmet, särskilt i tillväxtländer med stora bytesbalansunderskott och/eller stora skulder i utländsk valuta.[30]

Det talar för att inflationsmålspolitiken, särskilt i tillväxtländerna, kan behöva kompletteras med olika typer av makrotillsynsåtgärder och/eller kapitalkontroller. Med sådana åtgärder kan tillväxttakten för inhemsk utlåning och risktagandet i den finansiella sektorn begränsas, särskilt i uppgångsfasen av den globala finansiella cykeln.

27 Woodford (2009).
28 Rey (2013).
29 Rey (2013).
30 Efter signaler i maj 2013 från Federal Reserve om att tillgångsköpen kunde börja trappas ner försvagades växelkursen i bland annat Brasilien, Indien, Indonesien, Sydafrika och Turkiet.

Slutord

Penningpolitik med inflationsmål har varit mycket framgångsrik både i Sverige och i andra länder. Inflationen har blivit låg och stabil på samma gång som produktionen och sysselsättningen har blivit hög. Men den finansiella krisen visar att många utmaningar kvarstår. Artiklarna i denna utgåva av Penning- och valutapolitik diskuterar några viktiga utmaningar, både för den praktiska penningpolitiken och för den akademiska forskningen.

Referenser

Andersson, Björn, Stefan Palmqvist och Pär Österholm (2012), "Riksbankens uppfyllelse av inflationsmålet i ett längre perspektiv," *Ekonomiska kommentarer*, Nr 4, Sveriges riksbank.

Banerjee, Ryan, Stephen Cecchetti och Boris Hoffmann (2013), "Flexible Inflation Targeting: Performance and Challenges," i *Is Inflation Targeting Dead*, VoxEU.org Book, red. Lucrezia Reichlin och Richard Baldwin, Centre for Economic Policy Research.

Benati, Luca (2012), "The Long-Run Phillips Curve," Working Paper, University of Bern.

Carvalho-Filho, Irineu (2011), "28 Months Later: How Inflation Targeters Outperformed their Peers in the Great Recession," *The B.E. Journal of Macroeconomics*, 11, 1, s. 1–44.

Flodén, Martin (2012), "A Note on Swedish Inflation and Inflation Expectations," opublicerad uppsats, September 2012.

Guibourg, Gabriela, Christian Nilsson och Ulf Söderström (2013), "Inflation, arbetslöshet och penningpolitik – nya forskningsrön," *Penning- och valutapolitik*, 2, Sveriges riksbank, s. 1–16.

Hammond, Gill (2012), *State of the Art of Inflation Targeting – 2012*, Handbook no. 29, Centre for Central Banking Studies, Bank of England.

Ingves, Stefan (2013), "Centralbankernas verksamhet – färdriktningen efter krisen," tal den 4 oktober på Royal Bank of Scotland, Sveriges riksbank.

Mishkin, Frederic och Klaus Schmidt-Hebbel, "Does Inflation Targeting Make a Difference?," i *Monetary Policy under Inflation Targeting*, red. Frederic S. Mishkin och Klaus Schmidt-Hebbel, Central Bank of Chile.

Orphanides, Athanasios och John Williams (2002), "Robust Monetary Policy Rules with Unknown Natural Rates," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, s. 63–145.

Orphanides, Athanasios och John Williams (2006), "Monetary Policy with Imperfect Knowledge," *Journal of the European Economic Association*, 2–3, s. 366–375.

Rey, Hélène (2013), "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," uppsats presenterad vid konferensen i Jackson Hole i augusti 2013, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Stein, Jeremy (2013), "Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement and Policy Responses.," Tal vid "Restoring Household Financial Stability after the Great Recession: Why Household Balance Sheet Matter," forskningssymposium sponsrat av Federal Reserve Bank of St. Louis.

Svensson, Lars E.O. (2010), "Inflation Targeting," i *Handbook of Monetary Economics*, Vol 3a, red. Benjamin Friedman och Michael Woodford.

Svensson, Lars E.O. (2012), "Comment on Michael Woodford: Inflation Targeting and Financial Stability," *Penning och valutapolitik*, 1, Sveriges riksbank, s. 33–39.

Svensson, Lars E.O. (2013), "The Possible Unemployment Cost of Average Inflation below a Credible Target," opublicerad uppsats. Tillgänglig på www.larseosvensson.se.

Sveriges riksbank (2010), *Penningpolitiken i Sverige*.

Sveriges riksbank (2012), *Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2011*.

Swanson, Eric och John Williams (2012), "Measuring the Effect of the Zero Lower Bound on Medium- and Longer-Term Interest Rates," Working Paper nr. 2012–02, Federal Reserve Bank of San Francisco.

Söderström, Ulf och Andreas Westermark (2009), "Penningpolitik när styrräntan är noll," *Penning- och valutapolitik*, 2, Sveriges riksbank, s. 5–30.

Söderström, Ulf och Anders Vredin (2013), "Inflationen, arbetslösheten och penningpolitiken," *Ekonomiska kommentar*er, Nr 1, Sveriges riksbank.

Williams, John (2006), "Monetary Policy in a Low Inflation Economy with Learning," i *Monetary Policy in an Environment of Low Inflation, Proceedings of the Bank of Korea International Conference 2006,* Seoul: Bank of Korea, s. 199–228.

Woodford, Michael (2009), "Globalization and Monetary Control," i *International Dimensions of Monetary Policy,* red. Jordi Galí och Mark Gertler, University of Chicago Press.

Woodford, Michael (2012), "Inflation Targeting and Financial Stability," *Penning och valutapolitik*, 1, Sveriges riksbank, s. 7–32.