



# ANFÖRANDE

DATUM: 2013-05-14  
TALARE: Vice riksbankschef Barbro Wickman-Parak  
PLATS: Frukostmöte, SEB, Stockholm

SVERIGES RIKSBANK  
SE-103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00  
Fax +46 8 21 05 31  
registratorn@riksbank.se  
www.riksbank.se

## ■ Om självständighet, inflationsmålspolitik och vikten av att inte vara för tvärsäker\*

### En viktig lärdom

När man, som jag gör nu, står vid slutet av ett yrkesliv är det naturligt att fråga sig vad det viktigaste man lärt sig egentligen är. Om man skulle försöka förmedla en viktig insikt till någon som precis ska börja sin yrkeskarriär, vilken skulle det i så fall vara? Det är givetvis svårt att ge ett enkelt svar, men en insikt som i varje fall skulle komma ganska högt upp på min lista är att det är så lätt att fastna i vad man med en vetenskapsteoretisk term skulle kunna kalla "det rådande paradigmet". Med det menar jag att det är så lätt att tro att det sätt att betrakta världen som för ögonblicket dominerar är det bästa och kommer att gälla, om inte för evigt så åtminstone under överskådlig tid.

Jag har stött på det här fenomenet ganska många gånger under mitt yrkesliv – och givetvis varit en del av det själv. Vad som uppfattats som sant och riktigt har varierat från tid till annan och ibland har pendeln dessutom svängt ganska kraftigt. Under loppet av, säg, fyra decennier har vi exempelvis gått från att se hårt reglerade finansiella marknader som något fullständigt naturligt, till att se de finansiella marknaderna som något som i allt väsentligt bör få fritt spelrum för att göra största samhällsekonomiska nytta, till att därefter återigen svänga tillbaka mot mer av regleringstänkande. Ett annat exempel är att vi, åtminstone här i Sverige, har gått från att för bara ungefär tjugo år sedan ha haft svårt att över huvud taget tänka oss något annat än en fast växelkursregim till att idag betrakta det som någonting passé och helt utanför dagordningen.

Ett lite mindre formellt sätt att uttrycka den här insikten är kanske att säga att man aldrig ska vara för tvärsäker. Det som kan verka uppenbart och självklart idag kanske inte alls är det i morgon. I nationalekonomin finns ingen orubblig lagbundenhet utan det handlar om att försöka förstå effekten av många människors handlande och interaktioner i en värld som ständigt förändras. Det förutsätter en beredskap för omprövningar. Risken är annars att synfältet blir för snävt och att man inte observerar fenomen som borde leda till frågor och analys, eftersom de inte anses höra hemma i den tankeram som gäller. Kanske var det denna typ av "skyggglappar" som hindrade oss från att uppmärksamma

---

\* Jag vill tacka Mikael Apel, rådgivare på avdelningen för penningpolitik, som hjälpt mig med detta tal.

den uppbyggnad av risker som skedde före krisen. I mitt tal idag kommer jag att diskutera detta utifrån ett centralbanksperspektiv och fokusera på två viktiga och aktuella områden som tillhör de centrala delarna av centralbankers penningpolitiska ramverk, nämligen självständigheten och inflationsmålpolitiken.

## **Stora skillnader sedan jag jobbade på Riksbanken senast**

Jag har jobbat på Riksbanken i två omgångar, under två helt olika regimer – eller paradigm, om man så vill. Den första gången var under en period på ungefär femton år från början av 1970-talet till mitten av 1980-talet. På den tiden var kredit- och valutamarknaderna reglerade. Riksbanken bestämde både pris och storlek på kreditutbudet och hade tillgång till verktyg som likviditetskvoter och utlåningstak. Riksbanken hade också regelbundna möten med affärsbankerna där man noggrant följde upp att de följt reglerna. Ord och inga visor blev det om bankerna missat på någon punkt. Riksbanken kunde i viss mån bedriva konjunkturstabiliserande politik, men penningpolitiken – i den mån man kan prata om en sådan – var i stort sett helt underordnad den övriga ekonomiska politiken. En viktig uppgift för Riksbanken under den här perioden var att säkra statens och bostadssektorns finansiering. Att detta över huvud taget lät sig göras beror förstas på att marknaderna var så reglerade som de var och så avskärmade från omvärlden. Det var med andra ord en helt annan värld än idag – även om en del av de regleringsverktyg som användes då återigen har börjat komma på modet, låt vara i annan form och i ett annat sammanhang.

## **Men mycket har ändrats även de senaste sex åren**

Att Riksbanken och dess verksamhet såg helt annorlunda ut den andra gången jag kom dit, 2007 som nyutträd ledamot i direktionen, är förstas inte särskilt märkligt. Det hade trots allt gått mer än tjugo år. Men vad som kanske är mer överraskande är att så mycket har förändrats även under de här senaste sex åren. Förändringarna handlar den här gången inte så mycket om hur arbetet på Riksbanken bedrivs utan om hur man i den internationella debatten ser på penningpolitiken och centralbankernas roll. Många frågor som vi tidigare tyckte att vi hade ganska självklara svar på har återigen kommit upp på agendan och diskuteras idag livligt. Det var inget jag på något sätt hade räknat med och är väl ett exempel så gott som något på hur lätt det är att ta den rådande ordningen för given. Den huvudsakliga katalysatorn för den diskussionen har givetvis varit den globala finansiella kris som bröt ut hösten 2008 och som vi på många sätt fortfarande dras med sviterna av.

Lite förenklat skulle man kunna beskriva den syn som dominerade före krisen på följande sätt. Under en ganska lång period hade den internationella ekonomiska utvecklingen varit gynnsam. Efter den kris som drabbade Sverige och en del andra länder i början av 1990-talet hade inflationen överlag varit låg och stabil samtidigt som tillväxten varit god och konjunktursvängningarna små. Den här utvecklingen betraktades som så anmärkningsvärd att den fick ett eget namn – "the Great Moderation". Skälen till "the Great Moderation" har visserligen aldrig helt klarlagts, men många menade att en viktig förklaring var

■ att politiken, och då kanske framför allt penningpolitiken, hade börjat bedrivas på ett klokare sätt.<sup>1</sup>

Jämfört med de ekonomiskt betydligt mer skakiga 1970- och 80-talen hade fokus i mycket större utsträckning varit på att hålla inflationen under kontroll. För att underlätta detta hade man på många håll överlåtit penningpolitiken på självständiga centralbanker. Allt fler länder hade dessutom infört vad som i början av 1990-talet var en penningpolitisk innovation – inflationsmålspolitiken. Det föreföll som om man på så sätt inte bara lyckats kontrollera inflationen, utan också hyggligt bemästra konjunkturvariationerna och lägga grunden till en allmänt god ekonomisk utveckling. Det var så framgångsrikt att en övertro på precisionen i penningpolitiken och vad den kan åstadkomma kanske började smyga sig in i medvetandet.

De finansiella marknaderna antogs på det hela taget vara effektiva och fungera väl, åtminstone i de industrialiserade länderna. Finansiella kriser ansågs förstås alltjämt kunna inträffa men då handla om isolerade företeelser, ofta orsakade av att enskilda ekonomier misskött sig. Spridningseffekterna förmodades vara begränsade och den gängse uppfattningen var att man med hjälp av en klok krishantering förhållandevis snabbt kunde få de drabbade ekonomierna på rätt köl igen. Den framgångsrika hanteringen av den så kallade IT-bubblan i början av 2000-talet sågs som ett exempel på att finansiella kriser inte behövde vara särskilt besvärliga.

Vad som är uppenbart idag, men som alltså inte var så uppenbart för så nyligen som sex år sedan, är att den här bilden var alltför optimistisk. Men så kom alltså krisen och vände upp och ned på det mesta.

## Omvärdering av de finansiella marknaderna

En uppenbar lärdom av krisen var att de finansiella marknaderna inte fungerar så bra och så effektivt som vi trott. Istället för att bidra till tillväxt och stabilitet i ekonomin genom att sprida risker och fördela krediter på ett bra sätt blev de i hög grad själva en orsak till makroekonomiska svängningar. Det stod klart att det i de modeller som låg till grund för policybesluten inte längre gick att låta de finansiella marknaderna spela den undanskymda roll de därtills hade spelat. Under de senaste åren har forskningen om det som brukar kallas "finansiella friktioner", det vill säga mekanismer genom vilka det finansiella systemet påverkar svängningarna i ekonomin, ökat tämligen dramatiskt (se figur 1).<sup>2</sup>

Man kan i och för sig fråga sig varför detta intresse för de finansiella marknadernas roll inte kom tidigare. Den kris vi i Sverige och ett antal andra länder gick igenom i början av 1990-talet kretsade ju även den till stor del kring en överdriven kreditexpansion och kraschade fastighetsmarknader. Men uppenbarligen var den krisen inte tillräckligt betydelsefull i ett internationellt perspektiv för att kunna rubba paradigmet att de finansiella marknaderna fungerade väl och kunde sköta sig mer eller mindre själva. För detta krävdes den betydligt större smäll som den globala finansiella krisen kom att utgöra ungefär femton år senare.

<sup>1</sup> Se till exempel Taylor (1998) och Bernanke (2004).

<sup>2</sup> För en översikt av det aktuella forskningsläget när det gäller finansiella friktioner, se till exempel Brunnermeier, Eisenbach och Sannikov (2012).

## ■ Krisen har även startat diskussioner om centralbankernas roll

Att vi behöver lära oss mer om de finansiella marknaderna, hur de är sammankopplade och hur de samverkar med och påverkar ekonomin i övrigt är en ganska självklar slutsats av krisen. Men krisen har också satt igång diskussioner i andra frågor där det är betydligt mindre uppenbart vilka slutsatser som bör dras – och kanske till och med vilka som är de rätta frågorna att ställa. En sådan debatt gäller, som jag tidigare nämnde, penningpolitiken och centralbankernas roll. Kontrasten är slående jämfört med förra gången penningpolitiken debatterades på det här fundamentala planet. Då landade man ganska snabbt i den tydliga slutsatsen att penningpolitiken bör fokusera på prisstabilitet och delegeras till självständiga centralbanker. Den debatt som idag förs om penningpolitiken skulle lite förenklat kunna sägas ha uppstått ur en uppfattning om att "något bör göras", men att det än så länge är ganska oklart *vad* som bör göras och *hur*.

Jag skulle här vilja ta upp två områden som knappt alls fanns på dagordningen före krisen, men som alltså nu återigen har kommit upp på agendan. Det första är centralbankernas självständighet och det andra inflationsmålspolitiken. Vad som kommer att hända på de här båda områdena framöver är givetvis av stor betydelse, både för centralbankerna och för samhällsekonomin i stort. Det finns klara beröringspunkter mellan områdena men jag tänkte ändå försöka diskutera dem var för sig.

### Centralbankernas självständighet

Låt mig börja med centralbankernas självständighet. Tanken bakom att delegera penningpolitiken till en självständig centralbank är, som jag redan varit inne på, att det gör det lättare att hålla inflationen under kontroll. Erfarenheten har visat att en centralbank som kan verka självständigt för prisstabilitet har lättare än en regering att ge penningpolitiken det långsiktiga perspektiv som krävs för att hålla inflationen låg och stabil och upprätthålla allmänhetens förtroende för att den ska förbli det. Beslutsvägarna för penningpolitiken är dessutom kortare och snabbare än för finanspolitiken, vilket gör den bättre skickad att hantera störningar i ekonomin.

För en regering, som behöver bekymra sig om att bli omvald, kan det finnas en frestelse att föra en alltför expansiv politik för att uppnå kortsiktiga vinster. Vetskapen om att denna frestelse föreligger gör att aktörerna i ekonomin redan från början justerar upp sina inflationsförväntningar. Slutresultatet blir en högre inflation utan att man i gengäld har vunnit något annat. Den bärande tanken är alltså att bygga ett system som på ett bättre sätt garanterar prisstabilitet. Självständigheten har inget egenvärde, den är inget självändamål.

När det gäller Riksbanken brukar man säga att den blev formellt självständig i och med de lagändringar som gjordes 1999, men man kan nog hävda att Riksbanken även ett antal år dessförinnan i praktiken kunde bedriva penningpolitiken utan någon märkbar inblandning från politiskt håll.

### ***Hot mot självständigheten från olika håll***

Under senare tid har det börjat talas allt mer om att centralbankernas självständighet skulle vara hotad. Debatten har inte fokuserat på någon enskild

■ förklaring till varför så skulle vara fallet utan det är lite olika argument som har förts fram.

Generellt är det rimligen så att det som kan hota centralbankernas självständighet är om de som delegerat penningpolitiken – regeringar och parlament – inte tycker att centralbankerna "levererar" som det var tänkt, alternativt att det har skett så stora förändringar i ekonomin att ordningen med självständiga centralbanker inte längre upplevs fungera tillräckligt bra. Det som delegerats kan alltid tas tillbaka, även om det förstås knappast kan göras från den ena dagen till den andra – det är ju en del av poängen med självständigheten.

Det är inte någon överraskning att det är finanskrisen som varit den huvudsakliga katalysatorn även för den debatt som uppstått kring centralbankernas självständighet. En typ av argument hänger ihop med det faktum att många centralbanker i samband med krisen sänkt räntan så långt det går och tvingats övergå till mer oortodoxa och oprövade sätt att bedriva penningpolitik. När penningpolitiken delegerades till självständiga centralbanker skedde det under en period då det i princip bara fanns ett instrument – styrräntan – som centralbanken hade att tillgå. Till skillnad från exempelvis skatter betraktades styrräntan som något som kunde delegeras till icke folkvalda "teknokrater". Men med den penningpolitik som en del centralbanker bedrivit efter att ha sänkt räntan så långt det går har situationen blivit betydligt mer komplicerad. Många av de åtgärder som genomförts anses gränsa till finanspolitik och då blir det mindre uppenbart att centralbanken kan agera helt självständigt från det politiska systemet. Vissa menar att finanskrisen medfört en "krypande politisering" av penningpolitiken.<sup>3</sup>

En annan typ av argument fokuserar på den utökade roll som många räknar med att centralbankerna kommer att få framöver, och på vissa håll redan har fått, när det gäller att försöka *förebygga* framtida kriser – inom det nya politikområde som kallas makrotillsyn. Riksbanken skall visserligen enligt lag "främja ett effektivt betalningsväsende" men detta allmänt formulerade mål är inte förknippat med specifika instrument som kan användas för ändamålet.

När penningpolitiken delegerades till självständiga centralbanker var det inte bara instrumentet, styrräntan, som var väldefinierat. Det gällde på många sätt även målet, som i första hand var att upprätthålla prisstabilitet. När centralbankernas roll utökas till områden utanför den traditionella penningpolitiken blir också självständigheten svårare att definiera. Man kan säga att steget från en situation med ett instrument och en väldefinierad målfunktion till en situation med flera instrument och en mer komplicerad målfunktion gjort att även självständigheten hamnat i ett nytt ljus.<sup>4</sup>

På en del håll förefaller diskussionen om självständigheten inte i första hand hänga samman med krisen, utan mer vara kopplad till en besvikelse över utvecklingen och vad centralbanken har lyckats åstadkomma sett i ett lite längre perspektiv. Som ett uttryck för detta kan man kanske räkna det som nyligen hänt i Japan. Den nytillträdde regeringen har där i ett försök att bryta den långvariga deflationsitiska utvecklingen sjösatt ett kraftigt stimulanspaket. En del av den nya politiken är att få upp inflationen till 2 procent, en dubbling av det inflationsmål som Japans centralbank tidigare hade, men

<sup>3</sup> Bullard (2013) tar som exempel upp ECB:s OMT-program där banken åtar sig att köpa ett lands statspapper om landet ifråga mött uppställda finanspolitiska mål.

<sup>4</sup> Se till exempel King (2013).

■ haft svårt att nå upp till. Hur väl man kommer att lyckas och hur förtroendet för centralbanken som självständig institution kommer att påverkas – och vad det i så fall i sin tur får för konsekvenser – återstår att se.

### ***Självständigheten inte given – även centralbanken kan behöva anpassa sig***

Jag tror att det är viktigt att centralbanken aldrig tar självständigheten för given. Den bör hela tiden ställa sig frågan om den politik den bedriver kan förväntas resultera i en sådan ekonomisk utveckling som den som en gång beviljade självständigheten hade för avsikt att åstadkomma. En viktig del av detta är förstås att centralbanken så gott det går försöker uppfylla de mål den fått sig tilldelade. Men en annan del, som kanske hittills inte fått så stor uppmärksamhet, är att centralbanken också måste ge akt på fundamentala förändringar i ekonomin som kan göra det nödvändigt att den anpassar sitt beteende. Det kan finnas många exempel på förändringar i ekonomins funktionssätt som kan utlösa ett sådant anpassningsbehov. Men låt mig illustrera vad jag menar med ett exempel som bland annat lyfts i IMF:s senaste World Economic Outlook.

En lite överraskande observation de senaste åren är att inflationen överlag inte fallit speciellt mycket under recessionen i samband med finanskrisen, trots att efterfrågan rasat i många länder och arbetslösheten stigit kraftigt. Kontrasten i förhållande till tidigare konjunkturedgångar, då inflationen föll betydligt mer, är ganska anmärkningsvärd. Den här utvecklingen har fått en del bedömare att tala om "the missing deflation".<sup>5</sup> Den så kallade Phillipskurvan, som visar utbytesförhållandet mellan inflationen och konjunkturläget, verkar ha blivit flackare än vad den varit tidigare.<sup>6</sup>

En möjlig förklaring till den här utvecklingen är att den penningpolitik som bedrivits de senaste decennierna runt om i världen – där självständiga centralbanker framför allt har fokuserat på att uppnå låg och stabil inflation – efter hand har lyckats förankra inflationen och inflationsförväntningarna. Detta har gjort att Phillipskurvan stabiliserats i ett läge med låg genomsnittlig inflation. Det är inte helt uppenbart varför detta även skulle ha bidragit till att lutningen på Phillipskurvan minskat, men det kan inte uteslutas att med bättre förankrade förväntningar blir pris- och lönesättningen mindre känslig för förändringar i den ekonomiska aktiviteten. Så, även om en penningpolitik inriktad på att hålla inflationen låg och stabil kanske inte var huvudförklaringen till "the Great Moderation" så är det möjligt att den ändå har satt varaktiga spår i form av en flackare Phillipskurva.

Vi kan inte veta om det här fenomenet är temporärt eller mer beständigt. Men skulle det vara så att vi haft en grundläggande förändring i ekonomins sätt att fungera så är det också möjligt att detta borde föranleda åtminstone en viss anpassning från centralbankens sida av den politik den bedriver. Vad en flackare Phillipskurva implicerar är att inflationen blivit mindre känslig för det inhemska efterfrågeläget – att den varierar mindre med konjunkturen. Andra störningar, som förändringar i energipriser och andra så kallade utbudsstörningar har därmed rimligen blivit relativt sett viktigare för inflationens utveckling. Den flackare Phillipskurvan innebär också att

<sup>5</sup> Se till exempel Krugman (2013).

<sup>6</sup> Se till exempel IMF (2013) eller Wolf (2013).

centralbanken för att åstadkomma en given förändring i inflationen måste påverka efterfrågan mer än vad som tidigare var fallet. Det innebär att om centralbanken reagerar på samma sätt som tidigare på utbudsstörningar som får inflationen att avvika från målet så kommer svängningarna i den ekonomiska aktiviteten att bli större. Säg till exempel att centralbanken har haft för vana att dämpa en viss del av en uppgång i energipriserna. Med en flackare Phillipskurva skulle detta innebära att efterfrågan måste dämpas mer än tidigare för att hindra att inflationen ökar. Över tiden skulle detta innebära större svängningar i den ekonomiska aktiviteten.

Detta kan upplevas som en önskad effekt och efter hand ge upphov till missnöje med centralbankens politik. I förlängningen kan det också göra att självständigheten börjar ifrågasättas. En möjlighet skulle därför vara att centralbanken i en sådan situation försöker bli något mer "flexibel" än tidigare och reagerar något mindre aggressivt på utbudsstörningar – och därigenom försöker hitta en samhällsekonomiskt mer acceptabel kombination av svängningar i inflation och svängningar i ekonomisk aktivitet. Om inflationsförväntningarna är väl förankrade borde det finnas utrymme för det.

### ***Men en anpassning kräver eftertanke och försiktighet***

Det här skulle dock inte vara någon lätt uppgift. För det första kan centralbanken givetvis inte ändra sitt beteende så mycket att det börjar uppstå tvivel om att den över huvud taget försöker hålla inflationen låg och stabil. Det man kallar det nominella ankaret, det vill säga riktmärket för pris- och lönebildningen, kan då släppa. Då vore förstas allt vi uppnått under de två-tre senaste decennierna förlorat.

Men även om något sådant dramatiskt inte inträffar kan tillräckligt stora förändringar i centralbankens beteende ändå få oönskade konsekvenser. Att Phillipskurvan blivit flackare beror rimligen på att ekonomins aktörer, till exempel arbetsmarknadens parter, har anpassat sitt beteende efter hur de uppfattar att centralbanken agerar. Om då centralbanken ändrar sitt beteende alltför mycket kan detta få som konsekvens att även ekonomins aktörer återigen börjar agera annorlunda. Vi får då återigen en ny spelplan där det kan visa sig att Phillipskurvan på nytt blivit brantare.<sup>7</sup>

Med dessa brasklappar tror jag ändå att det rent generellt är värdefullt att centralbanken hela tiden ställer sig frågan hur den bäst kan förtjäna sin självständighet. Jag menar då förstas inte att den ängsligt ska försöka "lyssna av" vad dess uppdragsgivare för ögonblicket har för önskemål – då har ju själva poängen med självständigheten gått förlorad. Det jag menar är att centralbanken måste vara uppmärksam på genomgripande förändringar i ekonomins funktionssätt som kan motivera att den anpassar sitt beteende för att kunna utföra det uppdrag den fått på ett så bra sätt som möjligt – även om detta är en mycket grannlaga uppgift.

Var man till slut kommer att landa när det gäller centralbankernas självständighet är idag ganska oklart. Det som kanske framför allt komplicerar situationen är den breddning av centralbankernas uppdrag och instrumentarsenal som många idag menar ligger i korten. Medan en hög grad

---

<sup>7</sup> Detta är ett exempel på den så kallade Lucaskritiken, som säger att empiriska samband kan ändras om den ekonomiska politiken ändras eftersom den ekonomiska politiken påverkar förväntningarna hos ekonomins aktörer.

■ av självständighet är relativt lätt att motivera när det gäller uppdraget att upprätthålla prisstabilitet, är självständigheten kanske mindre uppenbar och självklar när det gäller centralbankens roll inom makrotillsynen och krishanteringen.

En del bedömare menar att en lösning kan vara att centralbanken tilldelas olika grad av självständighet i olika roller. Självständigheten bör vara hög när det gäller uppdraget att bevara prisstabilitet, men kanske mindre när det gäller uppgifter som hänger samman med makrotillsyn och krishantering. Hur lätt det är att åstadkomma en sådan här uppdelning råder det delade meningar om. Det råder knappast någon tvekan om att gränsdragningsproblemen ibland kan bli knepiga. Israels centralbankschef Stanley Fischer tillhör optimisterna och har nyligen liknat centralbankers självständighet vid ett äktenskap. Han menar att det precis som i ett äktenskap är naturligt att man gör vissa saker självständigt, på egen hand, och andra saker tillsammans.<sup>8</sup> Men alldeles oavsett vilka lösningar som så småningom utkristalliserats tror jag att det är absolut centralt att inte rubba centralbankernas självständighet när det gäller uppdraget att upprätthålla prisstabilitet. De medel som avdelats för detta ändamål, som styrräntan och eventuella andra medel, ska centralbanken självständigt besluta om.

## Inflationsmålpolitiken

Låt mig så gå över till det andra området jag hade tänkt diskutera – inflationsmålpolitiken. Som jag redan varit inne på kan centralbankernas självständighet och inflationsmålpolitiken ses som två parhästar. De är båda centrala delar av det penningpolitiska ramverk som åtminstone fram till krisen betraktades som synnerligen framgångsrikt.

Självständighet och inflationsmålpolitik kan förstärka varandra i både goda och onda cirklar. Ökad självständighet kan bidra till ökad trovärdighet, vilket i sin tur kan göra det lättare att uppfylla inflationsmålet. En period med låg och stabil inflation skapar förtroende och legitimitet för inflationsmålpolitiken och ökar det politiska stödet för självständigheten, och så vidare. Omvänt kan ett minskat förtroende för inflationsmålet göra inflationsförväntningarna, och därmed den faktiska inflationen, svårare att kontrollera. Inflationsmålpolitiken upplevs då som mindre lyckad, det politiska stödet för den och för centralbankens självständighet minskar, trovärdigheten minskar ytterligare, och så vidare.

### ***Kritik: Inflationsmålpolitiken kunde inte hindra krisen och har svårt att ta oss ur den***

Även inflationsmålpolitiken har ifrågasatts efter krisen och även det från lite olika utgångspunkter.<sup>9</sup> Det är framför allt två typer av kritik som framförts.<sup>10</sup> För det första menar en del att inflationsmålpolitiken före krisen fokuserade alltför mycket på sina traditionella mål, framför allt prisstabilitet, och missade därför – eller kanske till och med bidrog till – de kreditdrivna fastighetsbubblor som uppstod i ett antal länder. För det andra menar vissa att inflationsmålpolitiken

<sup>8</sup> Se Da Costa (2013).

<sup>9</sup> Se Reichlin och Baldwin (2013) för en sammanställning av ett antal ekonomers syn på inflationsmålpolitiken och dess framtid.

<sup>10</sup> Se till exempel Bini Smaghi (2013).



inte verkar vara speciellt lämpad för att hjälpa drabbade länder ur krisen och till och med kan göra det svårare att föra en tillräckligt expansiv politik. Inflationmålpolitiken borde därför ersättas med något annat.

Jag tycker att den här kritiken är ganska orättvis. Att inflationmålpolitiken skulle kunna hindra finansiella kriser har, som jag ser det, kanske varit en from förhoppning, men man kan inte säga att det varit "en del av dealen". Huvudsyftet med inflationmålpolitiken har varit att tillhandahålla ett trovärdigt nominellt ankare för ekonomin.<sup>11</sup> Det har den också lyckats med. För svensk del tycker jag att det är helt klart att introduktionen av inflationmålpolitiken i samband med krisen i början av 1990-talet varit en av de viktigaste förklaringarna till att den svenska ekonomin utvecklats så gynnsamt sedan dess. Men även i miljöer med låg och stabil inflation kan det uppstå finansiella kriser.

### ***Nominellt BNP-mål knappast bättre***

Kan man säga att inflationmålpolitiken varit ett hinder vid återhämtningen och finns det i så fall andra sätt att bedriva penningpolitik som man kan förvänta sig skulle lyckas bättre? Här kan man till att börja med konstatera att inflationmålsländer överlag verkar ha klarat krisen bättre än icke-inflationmålsländer.<sup>12</sup> Centralbanker med inflationsmål agerade kraftfullare, inflationsförväntningarna i inflationsmålsländer förblev bättre förankrade och risken för deflation var mindre.

Icke desto mindre har den långsamma återhämtningen i länder som Storbritannien och USA satt igång en diskussion om huruvida alternativ till inflationmålspolitik skulle vara bättre. Ett förslag som vunnit anhängare är att ersätta inflationsmålet med ett mål för nominell BNP, så kallad "nominal-GDP targeting".<sup>13</sup> Det man i första hand diskuterat under senare tid är att introducera en politik som går ut på att hålla nominell BNP nära en given utvecklingsbana som innebär att nominell BNP ökar med någon viss procent.

Tanken är i grova drag följande. Om nominell BNP hamnat under en sådan tänkt målbana – vilket den gjort under krisen – så måste centralbanken kompensera för detta genom att stimulera ekonomin så att nominell BNP under några år framöver växer snabbare för att komma tillbaka till målbanan. "Bygones" är således inte "bygones" i den här tankeramen. En del av ökningen i nominell BNP utgörs av högre inflation. Om ekonomins aktörer förväntar sig en sådan kompenserande politik från centralbankens sida stiger således deras inflationsförväntningar. Därmed sänks den förväntade realräntan, vilket är en fördel i länder där den nominella räntan har sänkts så långt det går och där oortodoxa penningpolitiska åtgärder kanske inte riktigt fungerar så väl som önskat. Införandet av ett mål för nominell BNP skulle alltså på det sättet kunna sägas vara ett sätt att försöka "kick-starta" ekonomin.

Som jag har försökt förmedla här idag är det bra att inte ha en för tvärsäker inställning. Men jag är ändå benägen att hålla med dem som är skeptiska till att ersätta inflationsmålet med ett mål för nominell BNP.<sup>14</sup> Att nominell BNP ökar kan antingen bero på att real BNP ökar, att priserna – mätt med BNP-deflatorn

<sup>11</sup> Se Bernanke, Laubach, Mishkin och Posen (1999).

<sup>12</sup> Se De Carvalho Filho (2011).

<sup>13</sup> Se till exempel Frankel (2012).

<sup>14</sup> Se till exempel Goodhart, Baker och Ashworth (2013), Gerlach (2013) och Posen (2013) för en mer utförlig beskrivning av argumenten mot att introducera ett mål för nominell BNP.

– ökar, eller en kombination av de två. Förespråkarna menar att en av fördelarna med ett mål för nominell BNP är centralbankerna på så vis blir tvungna att ta hänsyn till den realekonomiska utvecklingen och inte bara inflationen. Rent generellt känns ett nominellt BNP-mål i den meningen som en ganska onödig komplikation, i synnerhet om man redan bedriver en politik som innebär att det finns en möjlighet eller till och med en skyldighet att ta hänsyn till realekonomin – genom en flexibel inflationsmålspolitik som i till exempel Riksbankens och Bank of Englands fall, eller, som med Federal Reserve, genom ett dualt mandat att sträva efter både prisstabilitet och en god utveckling av sysselsättningen.<sup>15</sup>

Ett motargument av lite mer praktisk natur är att inflationsmålspolitiken kan baseras på ett bättre dataunderlag. Medan KPI och andra relevanta prismått publiceras varje månad så publiceras BNP och BNP-deflatorn endast kvartalsvis, och med relativt lång fördröjning. KPI revideras dessutom bara undantagsvis medan BNP-data revideras närmast rutinmässigt, och inte sällan ganska mycket.

Ett argument som jag från en praktikers synvinkel också tycker väger tungt är de svårigheter som jag ser framför mig när det gäller att kommunicera ett nominellt BNP-mål. Inflationsmål är vid det här laget något ganska inarbetat som allmänheten tycks ha relativt god förståelse för. Det skulle sannolikt vara ganska annorlunda med ett nominellt BNP-mål. Som Adam Posen har uttryckt det: "Folk kan inte observera nominell BNP när de går till affären".<sup>16</sup> De kan visserligen inte observera inflationen heller, men de har ändå ofta ett hum om prisutvecklingen och kan hänga upp sina förväntningar på den. Produkten av real BNP och BNP-deflatorn blir rimligen något betydligt mer abstrakt att förhålla sig till. Det här tycker jag också sår en del tvivel om möjligheten att få ett mål för nominell BNP att verkligen fungera som ett nominellt ankare på det sätt som inflationsmålet utan tvivel har gjort.

Det är kanske också värt att ha i åtanke att den globala finanskrisen inneburit en störning av ett omfång och en storlek som sällan skådats. Snarare än att tolka den långsamma återhämtningen som ett misslyckande för penningpolitiken kanske man ska se det som att den störning som inträffat varit så kraftig att det helt enkelt varit svårt för penningpolitiken att hantera den på ett annat och bättre sätt – oavsett under vilka former politiken hade bedrivits och vad den kallats.<sup>17</sup> Den här typen av "besvikelse" över penningpolitikens tillkortakommande kan också bero på den optimism över penningpolitikens möjligheter som jag tidigare antydde kan ha följt i spåren på "The Great Moderation".

### ***Men inflationsmålspolitiken kan behöva modifieras***

Men även om inflationsmålspolitiken inte spelat ut sin roll och behöver ersättas med något helt nytt kan det finnas anledning att fråga sig om det finns skäl att

<sup>15</sup> Se även till exempel Bean (2013) och Posen (2013).

<sup>16</sup> Posen (2013), s. 62.

<sup>17</sup> Se Gerlach (2013). Resultat från en studie av Bech, Gambacorta och Kharroubi (2012) tyder på att penningpolitiken är mindre effektiv när det gäller att motverka en recession och bidra till en återhämtning efter en finansiell kris. Posen (2013) menar att mer kraftfulla kvantitativa lättnader hade underlättat återhämtningen i Storbritannien, men att det faktum att sådana inte kom till stånd inte har med inflationsmålspolitiken att göra, eller hade underlättats av någon annan typ av penningpolitik.

■ modifiera den, liksom centralbankernas uppdrag mer generellt. Många menar att så är fallet.<sup>18</sup>

Ett förhållande som blev uppenbart i samband med krisen var, som jag redan konstaterat, att finansiell stabilitet inte var något som per automatik följde av en politik som inriktades på att hålla inflationen låg och stabil. Det blev också tydligt att centralbankerna kunde hamna i lägen där det traditionella instrumentet, styrräntan, inte längre kunde användas, utan i den mån ytterligare stimulanser behövdes måste de åstadkommas med nya och dittills oprövade metoder.

Den slutsats som många dragit av detta är att centralbankernas uppgifter bör modifieras och utökas. Vid sidan av den traditionella penningpolitiken bör de på ett mer tydligt sätt än hittills ha i uppdrag att försöka förhindra att det uppkommer finansiella obalanser som kan resultera i en utveckling som den de senaste åren. För min del tycker jag att detta känns ganska naturligt eftersom det ju bevisligen är svårt för en centralbank att under sådana omständigheter uppfylla även sina traditionella mål om prisstabilitet och makroekonomisk stabilitet. Att försöka upprätthålla finansiell stabilitet blir därmed ett sätt att uppnå de traditionella penningpolitiska målen. För att kunna göra detta menar många, som jag tidigare konstaterade, att centralbankerna bör spela en viktig roll inom den framväxande makrotillsynen. En annan slutsats är att centralbankernas arsenal även bör utökas med verktyg som kan sättas in när krisen väl är ett faktum och styrräntan sänkts så långt det går, alltså att instrument av den typ som använts under krisen görs till en mer permanent del av den penningpolitiska verktygslådan – även om de förhoppningsvis inte behöver användas så ofta.

I den mån detta realiserats kommer det att innebära att centralbankernas operationella ramverk efter krisen blir både lite mer flexibla och lite mer komplexa än de var tidigare. Man kan säga att vi går från ett läge med ett instrument och ett förhållandevis rättfram och tydligt mål, till ett läge med fler instrument och ett mer mångfacetterat mål. Detta låter i mina öron som ganska logiskt och naturligt med tanke på vad som hänt de senaste åren, och jag tror också att det är i den riktningen utvecklingen kommer att gå.

Men som framgick av min diskussion om självständigheten finns det en del problem som behöver lösas på vägen. Centralbankerna blev självständiga under en tid som man kanske skulle kunna kalla inflationsmålspolitikens "guldålder", när allt såg relativt rättfram ut – när styrräntan i princip sattes för att uppnå prisstabilitet, och när man tog den finansiella stabiliteten mer eller mindre för given. Den värld som nu verkar växa fram är mer komplicerad. Man måste nu på nytt pröva var rågångarna ska gå mellan det som bör delegeras till självständiga centralbanker och det som bör hanteras av det politiska systemet. Hur detta ska göras på bästa sätt är en av de stora utmaningarna framöver.

Jag började med att konstatera hur lätt det är att fastna i det jag kallade det "rådande paradigmet". Men om vi före krisen hade fastnat i ett penningpolitiskt paradigm där vi trodde att vi hade hittat de rätta lösningarna, så tror jag att vi idag å andra sidan befinner oss i ett läge där det finns en ovanligt stor ödmjukhet inför framtiden. Vi har alla blivit ordentligt omruskade. Krisen

<sup>18</sup> Se till exempel Banerjee, Cecchetti och Hofmann (2013). Whelan (2013) menar att inflationsmålspolitiken till och med bör överges till förmån för en lösning där centralbankerna får ett bredare mandat och fler instrument till sitt förfogande. För diskussioner om hur krisen påverkat synen på penningpolitiken och centralbankernas arbete, se till exempel Blanchard, Dell'Ariccia och Mauro (2013).

■ förutsågs inte och inflationsmålspolitiken allena kunde inte hindra att den uppstod. Nu behöver vi dra lärdomar av detta och djupgående analysera sambandet mellan penningpolitik och finansiell stabilitet och hur det på bästa sätt kan beaktas i penningpolitiken. Samtidigt gäller det naturligtvis att se till att vi inte, som det ibland uttrycks, "kastar ut barnet med badvattnet" och att inflationsmålspolitiken och allt som vunnits med den överges. Det är utan tvekan en ganska omvälvande period vi är inne i och hur centralbankerna och deras verksamhet kommer att utvecklas de närmaste tio åren kommer att bli mycket intressant att följa – även från den åskådarplats där jag för egen del framöver kommer att befinna mig.

## Referenser

Banerjee, R., S. Cecchetti och B. Hofmann, (2013), "Flexible inflation targeting: Performance and challenges", i Reichlin, L. och R. Baldwin, (red.), "Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis", Centre for Economic Policy Research.

Bean, C., (2013), "Nominal income targets: an old wine in a new bottle", anförande vid the Institute for Economic Affairs Conference on the State of the Economy, London, 27 februari.

Bech, M.L., L. Gambacorta och E. Kharroubi, (2012), "Monetary policy in a downturn: Are financial crises special?", BIS Working Papers No. 388.

Bernanke, B.S., T. Laubach, F.S. Mishkin och A.S. Posen (1999), *Inflation Targeting – Lessons from the International Experience*, Princeton University Press.

Bernanke, B.S., (2004), "The Great Moderation", anförande vid the Eastern Economic Association, Washington, 20 februari.

Bini Smaghi, L., (2013) "Who killed the inflation target?", i Reichlin, L. och R. Baldwin, (red.), "Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis", Centre for Economic Policy Research.

Brunnermeier, M.K., T.M. Eisenbach och Y. Sannikov, (2012), "Macroeconomics with Financial Frictions: A Survey", NBER Working Paper 18102.

Bullard, J., (2013), "The Global Battle Over Central Bank Independence", presentation vid NABE Panel Discussion: "Federal Reserve Independence in the Aftermath of the Financial Crisis: Should We Be Worried?", AEA/ASSA Annual Meeting, San Diego, California, 4 januari.

Da Costa, P., (2013), "Central bank independence is a bit like marriage: Israel's Fischer", blogglägg, MacroScope Reuters, 18 april, 2013, <http://blogs.reuters.com/macroscope/2013/04/18/central-bank-independence-is-a-bit-like-marriage-israels-fischer/>

De Carvalho Filho, I.E., (2011), "28 Months Later: How Inflation Targeters Outperformed Their Peers in the Great Recession", *The B.E. Journal of Macroeconomics* 11(1).

Frankel, J., (2012), "The death of inflation targeting", kolumn i Vox, 19 juni, <http://www.voxeu.org/article/inflation-targeting-dead-long-live-nominal-gdp-targeting>

Gerlach, S., (2013), "Is inflation targeting passé?", i Reichlin, L. och R. Baldwin, (red.), "Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis", Centre for Economic Policy Research.

Goodhart, C.A.E., M. Baker och J. Ashworth, (2013), "Monetary targetry: Might Carney make a difference?", i Reichlin, L. och R. Baldwin, (red.), "Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis", Centre for Economic Policy Research.

IMF (2013), "The dog that didn't bark: Has inflation been muzzled or was it just sleeping?", kapitel 3, i IMF World Economic Outlook, april 2013.

- King, M., (2013), "Monetary policy: Many targets, many instruments. Where do we stand?", anförande vid IMF:s konferens "Rethinking Macro Policy II: First Steps and Early Lessons", Washington DC, 16 April.
- Krugman, P., (2013), "Missing Deflation", blogginlägg i New York Times, 13 april, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/04/13/missing-deflation/>
- Posen, A.S., (2013), "Cheap talk is no alternative to inflation targeting" i Reichlin, L. och R. Baldwin, (red.), "Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis", Centre for Economic Policy Research.
- Reichlin, L. och R. Baldwin, (red.), (2013), "Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis", Centre for Economic Policy Research.
- Taylor, J.B., (1998), "Monetary Policy and The Long Boom", Federal Reserve Bank of St Louis Review, November/December.
- Whelan, K., (2013), "A broader mandate: Why inflation targeting is inadequate", i L. och R. Baldwin, (red.), "Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis", Centre for Economic Policy Research.
- Wolf, M., (2013), "How central banks beat deflation", Financial Times, 16 april.

**Figur 1. Antal träffar på "financial frictions" i EconLit**

