



PRESSMEDDELANDE

DATUM 2007-09-21
NR 38
KONTAKT Presstjänsten, tel. 08-787 02 00

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

■ Vad har nationalekonomer lärt sig om penningpolitik under de senaste 50 åren?

Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson talade idag på konferensen "Monetary Policy over Fifty Years" i Frankfurt som hölls med anledning av Bundesbanks 50-årsjubileum. I sitt anförande redogjorde Svensson för sin personliga syn på hur forskningen om penningpolitik utvecklats under de senaste 50 åren. Anförandet hölls på engelska.

"Inom den nationalekonomiska forskningen är 50 år lång tid. Eftersom jag kommer att börja 1967, med Milton Friedmans anförande inför American Economic Association, kommer jag i själva verket bara att tala om de senaste 40 åren. Jag kommer att presentera min högst personliga uppfattning om de lärdomar nationalekonomerna har dragit sedan Friedmans tal som är av störst betydelse för praktisk penningpolitik. Jag kommer således att vara selektiv, eklektisk och kanske kontroversiell", inledde Svensson.

Friedmans klassiska anförande "The role of monetary policy"

"Friedmans anförande hade titeln 'The role of monetary policy' och är fortfarande en klassiker inom utvecklingen av det penningpolitiska ramverket. Han diskuterade vad penningpolitiken inte kan göra, vad den kan göra och hur den bör bedrivas. När det gäller vad penningpolitiken inte kan göra konstaterade han att den på sikt inte kan kontrollera reala variabler som arbetslöshet och BNP. Den kan bara kontrollera nominella variabler som växelkurser, prisnivå och mått på penningmängden. Då var dessa insikter inte självklara, men idag är de 'conventional wisdom'", fortsatte Svensson.

"När det gäller vad penningpolitiken kan göra betonade Friedman tre saker: Penningpolitiken kan för det första undvika att ge upphov till allvarliga störningar. Den bör undvika större misstag. Penningpolitiken kan för det andra skapa stabila förutsättningar för ekonomin, helst genom att uppnå prisstabilitet. Och den kan slutligen bidra till att motverka allvarliga störningar i det



ekonomiska systemet som härrör från andra källor. På den sista punkten betonade Friedman faran av att vara överambitiös: ' [T]he potentiality of monetary policy in offsetting other forces making for instability is far more limited than is commonly believed. ... In this area particularly the best is likely to be the enemy of the good. Experience suggests that the path of wisdom is to use monetary policy explicitly to offset other disturbances only when they offer a clear and present danger' ", sade Svensson.

"Styr penningmängden – att styra prisnivån är för svårt"

"När det gäller hur penningpolitiken bör föras ställde Friedman upp två krav: Det första kravet är att centralbankerna bara styr variabler som de kan kontrollera, t.ex. växelkurs, prisnivå eller ett penningmängdsmått. Friedman ansåg att ett växelkursmål skulle vara olämpligt för USA, eftersom det innebär att man anpassar sig till genomsnittet av den politik som förs av penningpolitiska myndigheter i resten av världen. Han slog fast att det bästa i princip är att styra prisnivån, men betonade samtidigt att kontrollen av prisnivån är alltför bristfällig eftersom penningpolitiska åtgärders inverkan på prisnivån är osäker och sker med lång och varierande eftersläpning. Hans rekommendation var därför att centralbanker skulle styra ett mått på penningmängden, eftersom de har större kontroll över penningmängden och eftersläpningen är mindre. Det andra kravet är att centralbankerna ska undvika stora svängningar i sin politik. Han rekommenderade därför centralbankerna att skapa en stadig men måttlig tillväxt i ett bestämt penningmängdsmått – vilken tillväxttakt och vilket mått som väljs är mindre viktigt förutsatt att de klart och tydligt har tillkännagivits och antagits. Friedman sade: ' That is the most that we can ask from monetary policy at our present state of knowledge'", fortsatte Svensson och betonade Friedmans förbehåll "at our present state of knowledge".

Penningmängdsstyrning misslyckades men inflationsmålsstyrning har fungerat bra

"Penningmängdsmål prövades i flera länder på 1970- och 1980-talen men misslyckades genomgående, vilket ledde till att de övergavs. När inflationsmålspolitiken, som är bästa praxis inom dagens penningpolitik, infördes på 1990-talet i Nya Zeeland, Kanada, Storbritannien, Sverige, Finland, Australien och senare i många andra länder fungerade den däremot bra. Det stora undantaget när det gäller penningmängdsmålets misslyckande tycks vara de enastående resultat som uppnåddes i Tyskland av Bundesbank, som höll inflationen låg och stabil när den i andra länder blev hög och varierande", sade Svensson.

"En närmare granskning och många studier av Bundesbanks penningpolitik har emellertid visat att banken faktiskt bedrev inflationsmålsstyrning i det fördolda: Så snart det uppstod en konflikt mellan målet för penningmängdstillväxten och inflationsmålet (som kallades 'oundviklig inflation', 'prisnorm' eller 'prisantagande på medellång sikt') prioriterade Bundesbank konsekvent inflationsmålet och var beredd att missa penningmängdsmålet. Egentligen beror Bundesbanks enastående resultat alltså på framgångsrik inflationsmålsstyrning och inte på penningmängdsstyrning – även om inflationsmålsstyrningen i det här fallet inte var särskilt transparent", tillade Svensson.



■ “Friedman ändrade faktiskt uppfattning i ljuset av senare rön. För några år sedan fick jag i samband med en konferens på San Francisco Fed själv tillfälle att fråga honom om inflationsmålspolitiken framgångar kunde få honom att revidera sin rekommendation om att centralbanker ska styra penningmängden i stället för att direkt rikta in sig på inflation och prisnivå. Han svarade att han hade reviderat sin rekommendation. I en intervju med Financial Times i juni 2003 medgav Friedman också att politiken med penningmängdsmål inte hade varit framgångsrik”, fortsatte Svensson.

“Inflationsmålspolitik är i praktiken alltid *flexibel*, det vill säga den syftar inte bara till att stabilisera inflationen kring ett inflationsmål utan också den reala ekonomin. Eftersom penningpolitiska åtgärder påverkar inflation och resursutnyttjande med en betydande eftersläpning är det dessutom nödvändigt att förlita sig på prognoser. Den flexibla inflationsmålspolitiken blir därför i slutändan vad jag brukar kalla 'prognosstyrning' (*forecast targeting*) som går ut på att välja och tillämpa en räntebana som får prognoserna för inflationen och måtten på resursutnyttjande att "se bra ut". Med "att se bra ut" menas en inflation som närmar sig målet och ett resursutnyttjande som närmar sig normal nivå i lämplig takt”, fortsatte Svensson.

Bättre kunskaper om transmissionsmekanismen

“Varför har inflationsmålspolitiken fungerat så bra? Jag tror att centralbankerna idag har bättre kunskaper om penningpolitikens transmissionsmekanism än för 40 år sedan. Det ger dem möjligheten att ta fram användbara prognoser för inflation och resursutnyttjande som är betingade på alternativa räntebanor – prognoser som är en nödvändig förutsättning för prognosstyrningspolitiken”, sade Svensson.

“Den konventionella visdomen när det gäller transmissionsmekanismen – med den aggregerade efterfrågan och det aggregerade utbudet och Phillipskurvorna – är fortfarande relevant. Men den har förbättrats avsevärt med fler transmissionskanaler och, framförallt, med en mycket bättre förståelse av förväntningarnas betydelse. Idag är det mer allmänt vedertaget att penningpolitiken i första hand verkar genom privata aktörers förväntningar om framtida räntor och inflation som centralbankernas agerande och uttalanden ger upphov till. Dessa förväntningar spelar en mycket större roll än räntorna idag. Som Michael Woodford har uttryckt det: penningpolitik är 'the management of expectations', det vill säga att 'påverka förväntningar'. Några centralbanker – Reserve Bank of New Zealand, Norges Bank, Sveriges riksbank och Sedlabanki Islands – väljer och offentliggör numera vad som kan tolkas som en optimal räntebana eller ränteplan, eftersom de anser det vara ett mer effektivt och transparent sätt att bedriva sin penningpolitik. Jag tror att detta så småningom kommer att bli gängse praxis. Bland annat har den tjeckiska centralbanken meddelat att man kommer att göra detta från och med 2008”, sade Svensson.

“Samtidigt som den teoretiska forskningen om transmissionsmekanismen har gått framåt har de empiriska metoderna förbättrats, till exempel med kalmanfiltrering, vektor-autoregression och bayesianska skattningsmetoder. Dagens frontlinje i den penningpolitiska forskningen verkar vara utvecklingen inom flera centralbanker av empiriska, bayesianska DSGE-modeller (dynamiska, stokastiska allmänjämviktsmodeller) som ska användas för analyser, prognoser och simuleringar. Riksbanken har redan en sådan modell kallad RAMSES som används operativt”, fortsatte Svensson.



■ Penningmängdsmått spelar liten roll för penningpolitiken

“Jag tror också att vi har lärt oss att penningmängdsmåtten spelar en liten eller till och med obefintlig roll för penningpolitiken. Kreditaggregat kan däremot spela en roll. Men nationalekonomisk teori har inte kunnat påvisa någon separat transmissionskanal från penningmängd till priser. En betydande mängd empirisk forskning har bekräftat att penningmängden ger lite eller ingen information om den framtida inflationen utöver andra förklaringsvariabler, både för kort- och långsiktiga fluktuationer”, sade Svensson.

“Jag tror vidare att Friedmans uttalande om att 'inflation alltid och överallt är ett monetärt fenomen' ofta missförstås. Det hänvisar till en *korrelation* mellan endogena variabler, inflation och penningmängdstillväxt, men säger inget om *kausaliteten*, det vill säga vilken variabel som bestämmer den andra. Riktningen på kausaliteten bestäms i stället av den penningpolitiska regimen. Mer specifikt bestäms endogena variabler av exogena variabler i allmän jämvikt och vilka variabler som är exogena respektive endogena beror på den penningpolitiska regimen. Med ett strikt penningmängdsmål blir penningmängdstillväxten i realiteten en exogen variabel. Inflationen blir då en endogen variabel som bestäms av penningmängdstillväxten. Med ett strikt inflationsmål blir inflationen i realiteten en exogen variabel. Penningmängdstillväxten blir då en endogen variabel som bestäms av inflationen. Med en fast växelkurs blir både inflationen och penningmängdstillväxten endogena variabler, som båda bestäms av exogena inhemska och utländska variabler, däribland andra länders penningpolitik”, sade Svensson.

Vikten av det institutionella ramverket

“Vi har också lärt oss hur viktig det institutionella ramverket är för en stabil och framgångsrik penningpolitik. Bundesbank har varit utgångspunkten för den senare institutionella utvecklingen. En bra och stabil penningpolitik anses numera vila på tre pelare: 1) ett mandat, där tyngdpunkten ligger på prisstabilitet men där viss vikt även fästs vid stabilisering av den reala ekonomin, 2) oberoende, för att undvika kortsiktig politisk inblandning och göra det möjligt för centralbanken att fullgöra sitt mandat, och 3) ansvarighet, vilket främjas av öppenhet, ger centralbanken ett incitament att fullgöra sitt mandat och säkerställer att denna betydelsefulla institution står under demokratisk kontroll. Idag finns det också en mycket större förståelse för hur viktigt det är med trovärdighet och öppenhet, och en bra institutionell struktur bidrar till att göra den penningpolitiska regimen trovärdig”, fortsatte Svensson.

Taylor-regler är robusta men överbetonas och missförstås ofta

“Taylor-regler, som innebär att räntan sätts mekaniskt som en enkel, linjär funktion av nuvarande inflation och produktion, nämns ofta i dagens penningpolitiska analyser. Jag anser att Taylor-reglerna ofta överbetonas och missförstås. I många forskningsrapporter beskrivs penningpolitiken som om centralbanker har åtagit sig att följa en Taylor-regel och Taylor-regler behandlas ofta som en strukturell ekvation. Ingen centralbank har dock gjort något sådant åtagande och centralbanker som för en inflationsmålspolitik beaktar mycket mer information än bara dagens inflation och produktion. I empiriska analyser visar sig Taylor-regler ha en begränsad träffsäkerhet: jag känner inte till någon regression där R-kvadrat för ränteförändringar är högre än ca 2/3. Det innebär att 1/3 av



■ variansen i ränteförändringar har sin förklaring i andra faktorer än Taylor-regeln. Taylor-regler är i själva verket empiriska och förenklade reducerade former, inte strukturella ekvationer. De är inte optimala och de saknar mikrofundament", sade Svensson.

"Taylor-regler är emellertid ganska robusta i den meningen att de nästan aldrig fungerar mycket dåligt i rimliga modeller. Vad beror det på? Skälet är att en optimal instrumentregel beaktar *alla* de faktorer som bestämmer prognoserna för målvariablerna (inflation och resursutnyttjande). Inflationen och produktionen idag är viktiga bestämningsfaktorer för inflationen och produktionen i framtiden. Att *enbart* beakta dagens inflation och produktion är därför inte så dumt, utan egentligen en ganska robust politik. Om centralbanken inte vet så mycket om ekonomin och transmissionsmekanismen men åtminstone kan observera dagens inflation och produktion finns det betydligt värre saker den kan göra än att följa en Taylor-regel. Men eftersom de centralbanker som idag för en inflationsmålpolitik har tillgång till betydligt mer information och vet mer om transmissionsmekanismen behöver de inte nöja sig med en Taylor-regel. De beaktar därför mer information och avviker ganska rejält från en Taylor-regel", sade Svensson.

Vilka kunskapsbrister finns det?

"Vilka kunskapsbrister finns det och inom vilka områden bör vi försöka göra framsteg i framtida forskning? Jag tycker det är önskvärt att den flexibla inflationsmålpolitiken blir mer explicit. Detta kräver att man arbetar mer med mått på resursstabilisering och potentiell produktion vilket ger upphov till svåra men viktiga begreppsmässiga och empiriska frågeställningar. Jag anser också att den flexibla inflationsmålpolitiken skulle dra nytta av en ökad användning av explicita förlustfunktioner för att utvärdera olika penningpolitiska alternativ och fastställa vilket som är optimalt. Norges Bank verkar här ligga före andra centralbanker. Alla som arbetar med penningpolitik vet att det alltid finns modellosäkerhet och den är ibland mycket stor. Vi skulle definitivt ha nytta av bättre metoder för att integrera modellosäkerheten i prognoserna. Det vore också önskvärt att ha bättre beskrivningar av kreditkanalen, arbetsmarknaden och av finansiella marknader och hur avkastningskurvan och växelkursen bestäms i de befintliga empiriska DSGE-modellerna för transmissionsmekanismen", fortsatte Svensson.

"När det gäller den pågående diskussionen om tillgångsprisernas roll i penningpolitiken tror jag att vi vet tillräckligt för att kunna slå fast att penningpolitiken inte bör ha mål för tillgångs priser. Så länge deras utveckling inte hotar den finansiella stabiliteten och betalningssystemet är de bara relevanta för penningpolitiken i egenskap av indikatorvariabler, det vill säga bara i den mån de innehåller någon information om de framtida målvariablerna (inflation och resursutnyttjande). Men om utvecklingen av krediter eller tillgångs priser skulle hota den finansiella stabiliteten eller betalningssystemet kan detta lägga restriktioner på det normala sättet att bedriva penningpolitik och kan även kräva särskilda åtgärder", avslutade Svensson.