



# ANFÖRANDE

DATUM: 2009-09-21  
TALARE: Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson  
PLATS: De Nederlansche Bank, Amsterdam

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

## ■ Flexibel inflationsmålspolitik: vilka lärdomar kan dras av finanskrisen?\*

### 1. Inledning

Finanskrisen har väckt en del frågor om penningpolitiken och hur den bör föras med hänsyn till finansiella förhållanden som kredittillväxt, tillgångspriser, obalanser, risken för prisbubblor etcetera. Jag ska här ta upp särskilt två frågor: Bidrog penningpolitiken till att skapa förutsättningar för krisen? Har de lärdomar som kan dras av krisen lett till en förändring i synen på hur penningpolitiken bäst bör bedrivas?

Jag kommer att beskriva vilken syn jag hade före krisen på hur penningpolitiken bäst bör bedrivas – det vill säga en flexibel inflationsmålspolitik – och hur den bör förhålla sig till finansiell stabilitet och tillgångspriser. Jag kommer vidare att diskutera om penningpolitiken kan ha bidragit till dagens finanskris och avsluta med att lägga fram mina slutsatser om huruvida det finns anledning att modifiera den flexibla inflationsmålpolitiken till följd av krisen.

### 2. Flexibel inflationsmålspolitik

Sveriges riksbank och alla andra centralbanker med ett inflationsmål bedriver en *flexibel* snarare än en *strikt* inflationsmålspolitik. Med en flexibel inflationsmålspolitik har penningpolitiken som mål att *både* stabilisera inflationen kring inflationsmålet och real ekonomin. En strikt inflationsmålspolitik är däremot *enbart* inriktad på att stabilisera inflationen och tar inte hänsyn till stabiliteten i real ekonomin. Den sistnämnda bedrivs av de som Mervyn King (1997) har kallat *inflation nutters*, "inflationstokar". När jag talar om att stabilisera den realekonomiska utvecklingen menar jag att stabilisera resursutnyttjandet kring en normal nivå, samtidigt som man tar hänsyn till att penningpolitiken inte kan påverka den långsiktiga nivån för resursutnyttjandet.

---

\* Detta anförande kommer att hållas vid seminariet "Towards a new framework for monetary policy? Lessons from the crisis", som anordnas av De Nederlandsche Bank i Amsterdam den 21 september 2009. Jag vill tacka Claes Berg, Ylva Hedén, Jonas Niemeyer, Virginia Queijo von Heideken, Annika Svensson, Ulf Söderström, Staffan Viotti, Anders Vredin, Karl Walentin och, framförallt, Björn Lagerwall, för deras synpunkter och hjälp. De synpunkter som framförs är mina egna och delas inte nödvändigtvis av Riksbankens övriga direktionsledamöter och medarbetare.

Eftersom det finns en viss tidsfördröjning mellan penningpolitiska åtgärder och deras inverkan på inflationen och den realekonomiska utvecklingen måste en inflationsmålspolitik i praktiken förlita sig på prognoser över inflation och realekonomisk utveckling. Man kan säga att flexibel inflationsmålspolitik innebär "prognosstyrning" (*forecast targeting*). Centralbanken väljer en styrräntebana som gör att prognoser över inflation och resursutnyttjande "ser bra ut". När jag talar om att en prognos ska se bra ut menar jag att den antingen ska visa att inflationen redan ligger i linje med målet och att resursutnyttjandet redan är normalt, eller att inflationen närmar sig målet och att resursutnyttjandet närmar sig en normal nivå i lämplig takt. Det handlar närmare bestämt om en prognos som så effektivt som möjligt stabiliserar inflationen kring inflationsmålet och resursutnyttjandet kring dess normala nivå. Om det uppstår en målkonflikt ska den uppnå en rimlig kompromiss mellan en stabil inflation och ett stabilt resursutnyttjande.<sup>1</sup> Olika centralbanker formulerar detta på lite olika sätt och från Riksbankens sida talar man ofta om en "väl avvägd" penningpolitik.<sup>2</sup>

Prognoserna över inflation och realekonomisk utveckling är alltså betingade av centralbankens syn på transmissionsmekanismen, en bedömning av det rådande tillståndet i ekonomin och en prognos över viktiga exogena variabler. Centralbanker använder all information som kan vara av betydelse för prognosen över inflation och real ekonomin. Man tar i detta sammanhang bara hänsyn till finansiella förhållanden som kredittillväxt, tillgångspriser, obalanser, potentiella prisbubblor etcetera i den mån de påverkar prognosen över inflation och resursutnyttjande. Inflationen och resursutnyttjandet räknas här som målvariabler, det vill säga variabler som ingår i centralbankens förlustfunktion. Finansiella förhållanden är däremot inte målvariabler, utan bara indikatorvariabler eftersom de ger centralbanken information om tillståndet i ekonomin, transmissionsmekanismen och exogena chocker. Finansiella förhållanden påverkar alltså bara styrräntorna i den mån de påverkar prognosen över inflation och resursutnyttjande.<sup>3</sup>

### 3. Finansiell stabilitet som en sällan bindande restriktion – synen före krisen

Vilken roll spelade finansiell stabilitet i synen på en flexibel inflationsmålspolitik före krisen? Att upprätthålla den finansiella stabiliteten, däribland ett väl fungerande betalningssystem är – uttalat eller underförstått – ett viktigt mål för centralbanker. I min sammanfattning av hur penningpolitiken bäst bör bedrivas i Svensson (2002) – då krisen var långt borta men det pågick en debatt om penningpolitik och tillgångspriser – diskuterade jag i korthet hur detta mål kan för-

<sup>1</sup> Detta överensstämmer alltså med den vanliga kvadratiske förlustfunktionen

$L_t = (\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda(y_t - \bar{y}_t)^2$ , där  $\pi_t$  avser inflationen,  $\pi^*$  inflationsmålet,  $y_t - \bar{y}_t$  produktionsgapet mellan produktion  $y_t$  och potentiell produktion  $\bar{y}_t$ , och produktionsgapet används som ett mått på resursutnyttjandet.

<sup>2</sup> Tanken att en inflationsmålspolitik innebär att inflationsprognosen kan ses som ett mellanliggande mål introducerades i King (1994). Termen "inflation-forecast targeting" (inflationsprognosstyrning) introducerades i Svensson (1997) och termen "forecast targeting" (prognosstyrning) i Svensson (2005). Se Woodford (2007a, b) för en mer uttömmande diskussion om och analys av prognosstyrning.

<sup>3</sup> Flera centralbanker som inte säger sig ha en inflationsmålsregim bedriver i praktiken en flexibel inflationsmålspolitik, även om de kanske inte är lika öppna med sina inflationsmål, den roll en stabil realekonomisk utveckling spelar etc.

enas med en flexibel inflationsmålpolitik, vilka konflikter som kan uppstå och hur de bör hanteras.<sup>4</sup>

En fråga är om finansiell stabilitet hör hemma i en centralbanks förlustfunktion vid sidan om inflation och resursutnyttjande. Mitt argument var att ett bra sätt att hantera detta ytterligare mål är att sätta upp en *restriktion* för penningpolitiken i stället för att behandla det som en separat målvariabel i förlustfunktionen. Tanken är att finansiell stabilitet brukar eftersträvas med andra medel – till exempel tillsyn och reglering – och normalt inte är en fråga för penningpolitiken. Under normala omständigheter, och åtminstone i industriländer, är den finansiella stabiliteten god och medför inga restriktioner för penningpolitiken. Det är bara i ovanliga fall, när det uppstår en finanskris, som den finansiella stabiliteten medför restriktioner för penningpolitiken och tvingar centralbanken att anpassa sina beslut.

Den typiska restriktion som jag hade i åtanke var att penningpolitiken tillfälligt skulle ändras i till exempel mer expansiv riktning för att underlätta för en bräcklig finanssektor och kanske vinna tid för en sanering och reformering av denna sektor. Man kan intressant och paradoxalt nog konstatera att de restriktioner som den finansiella stabiliteten har medfört för penningpolitiken på senare tid snarare har varit de motsatta mot vad jag förutsåg, eftersom de har hindrat centralbankerna från att sänka styrräntan till noll, eller ännu lägre, av hänsyn till finanssektorn.

Finanskrisen och den djupa recession som har blivit följden har lett till stora styrräntesänkningar. Samtidigt tycks oro över potentiella problem för finansmarknaden ha fått Bank of England, och inledningsvis – i april 2009 – även Riksbanken, att avstå från att sänka styrräntan till en lägre nivå än 0,50 procent. Riksbanken sänkte emellertid senare styrräntan till 0,25 procent i juli 2009.<sup>5</sup>

Hur ska en centralbank veta om restriktionen är bindande eller inte? Jag trodde att man skulle veta det genom att kontinuerligt övervaka finanssektorn. I en del länder publicerar centralbanken regelbundet en rapport om den finansiella stabiliteten av det slag som Bank of England och Riksbanken var först med. Rapporterna innehåller en analys av indikatorvariabler som visar tillståndet inom finanssektorn, med särskild tonvikt på de som kan ge en tidig varning om potentiella framtida problem. De försäkrar allmänheten och ekonomiska aktörer om att allt står väl till i finanssektorn när så är fallet. De ger också tidiga signaler om oro bland aktörerna och varnar finansiella tillsynsmyndigheter när problem är under uppsegling. Därmed finns det en möjlighet att genom ett snabbt agerande förhindra finansiell instabilitet och på så sätt begränsa risken för framtida hot mot den finansiella stabiliteten och framtida bindande restriktioner för penningpolitiken.

Tanken att finansiell stabilitet ska betraktas som en möjlig restriktion för penningpolitiken snarare än som en målvariabel ligger helt i linje med den gängse uppfattningen att finansiell stabilitet, ur penningpolitisk synvinkel, ska betraktas som en aspekt av penningpolitikens transmissionsmekanism, där en minskning av den

<sup>4</sup> Se Goodfriend (2007) för en genomgång av "conventional wisdom" om penningpolitiken före en kris. Se Bean (2003) för en mer uttömmande diskussion före krisen om inflationsmål, finansiella obalanser och tillgångspriser.

<sup>5</sup> Se rutan "Monetary Policy at Low Interest Rates" i Inflation Report, februari 2009 (Bank of England 2009, p. 44). Min egen uppfattning är att "nollräntemystiken" kan ha varit något överdriven. Se diskussionen i Riksbankens protokoll från det penningpolitiska sammanträdet i september 2009 (Sveriges Riksbank 2009).

■ finansiella stabiliteten i typfallet förändrar transmissionsmekanismen och gör den mindre effektiv.

### *Tillgångspriser och prisbubblor*

I det föregående har diskussionen främst handlat om vad centralbanken bör göra när den står inför en pågående kris eller får signaler om att en kris är under uppsegling. En närliggande fråga är i vilken utsträckning centralbanken bör ta hänsyn till tillgångspriser och i synnerhet potentiella tillgångsprisbubblor. I samband med den prognosstyrning som beskrivs ovan påverkar tillgångspriserna penningpolitiken i den mån de bedöms påverka prognoserna över centralbankens målvariabler, det vill säga inflationen och resursutnyttjandet.

Men anta att en kraftig uppgång i tillgångspriserna bedöms vara bräcklig och kunna utgöra en möjlig prisbubbla som löper stor risk att spricka längre fram. Anta vidare att en bubbla som spricker längre fram anses kunna få oönskade följder för framtida inflation och resursutnyttjande. Då hamnar banken i ett delikat läge. Det är möjligt att en styrräntebana med en högre styrränta på kort sikt bedöms kunna dämpa ökningen i tillgångspriserna kortsiktigt och även minska risken för en kollaps eller kollapsens omfattning längre fram, varför man alltså skulle underskrida inflationsmålet på kort sikt men samtidigt lägga grunden till en stabilare utveckling av inflation och resursutnyttjande på medellång och längre sikt. Det här är exempel på situationer där centralbanken kan välja att reagera på utvecklingen av tillgångspriserna. Skälet till att den reagerar är emellertid att centralbanken är oroad över återverkningarna på inflationen och resursutnyttjandet, inte över tillgångspriserna i sig. Tillgångspriser är alltså inte målvariabler och ingår inte i förlustfunktionen.

Det behöver knappast sägas att det i de mest realistiska situationerna kommer att vara mycket svårt att avgöra om en viss tillgångsprisutveckling är en prisbubbla eller motiveras av förväntningar om rimliga fundamenta, och om det kan uppstå återverkningar på inflationen och resursutnyttjandet som motiverar en anpassning av styrräntebanan.<sup>6</sup> Det här är naturligtvis ett område där det goda omdömet spelar en avgörande roll. Här finns inget utrymme för automatiska justeringar av tillgångspriser eller prisbubblor. Centralbankens agerande kommer inte att vara oföränderligt utan bero på dess bedömning, och jag anser inte, till skillnad från stora delar av litteraturen, att det är meningsfullt att diskutera dessa frågor direkt i termer av centralbankens reaktionsfunktion, till exempel som modifieringar av en Taylor-regel (Svensson 2003 b, 2005).

Rörelser och bubblor i tillgångspriser kan utgöra ett direkt hot mot den finansiella stabiliteten och leda till att den finansiella stabiliteten sätter bindande restriktioner för penningpolitiken. Centralbanken kan därför vilja reagera på en tillgångsprisutveckling som ökar risken för finansiell stabilitet längre fram. Även här kommer det i många realistiska situationer att vara ytterst svårt att avgöra detta och det kommer i många fall inte finnas tillräckligt med information för att agera föregripande.

<sup>6</sup> Kohn (2006, 2008) anger tre villkor som bör uppfyllas innan centralbanker vidtar "extra åtgärder" för att hantera eventuella tillgångsprisbubblor: "För det första måste politiska beslutsfattare kunna upptäcka bubblor i rätt tid och med rimlig säkerhet. För det andra måste det finnas en hög sannolikhet för att en något stramare penningpolitik skulle bidra till att bromsa åtminstone en del av spekulationsaktiviteten. Och för det tredje måste den förväntade förbättringen av den ekonomiska utvecklingen som skulle bli följden av att bubblan förhindras vara tillräckligt stor." Den slutsats som han efter noggrant övervägande kom fram till 2008 var att dessa villkor sällan skulle uppfyllas.

Finns det då något skäl att ändra denna syn på penningpolitiken och den finansiella stabiliteten mot bakgrund av erfarenheterna av finanskrisen fram till idag? Låt mig angripa detta ämne genom att fråga vad som har orsakat finanskrisen, vilken roll penningpolitiken har spelat och om en annan penningpolitik hade varit motiverad och hade kunnat förhindra eller mildra krisen.

#### 4. Penningpolitikens roll i finanskrisen

Enligt min uppfattning orsakades krisen främst av förhållanden som hade mycket lite att göra med penningpolitiken och i första hand var följden av misslyckad reglering och, i viss grad, specifika omständigheter som den amerikanska bostadspolitikens att stödja bostadsägande bland låginkomsthushåll.<sup>7</sup> De *makroekonomiska förhållanden* som rådde före krisen kännetecknades bland annat av låga internationella realräntor på grund av globala obalanser och en lång period av "Great Moderation", dvs. en mycket stabil tillväxt och en stabil och låg inflation, vilket ledde till en systematisk undervärdering av risk och mycket låga riskpremier på finansmarknaderna. Slapp reglering och tillsyn samt bristen på en lämplig process för bankavveckling skapade *snedvridna incitament* för affärs- och investmentbanker att öka sin belåningsgrad, medan värdepapperisering skapade snedvridna incitament att visa mindre *due diligence* i samband med långivning och att ägna sig åt regelarbitrage genom att etablera bolag utanför balansräkningen som av olika skäl i slutändan ändå i praktiken låg kvar i balansräkningen. Kortsiktiga och asymmetriska ersättningsavtal skapade vidare snedvridna incitament för handlare och fondförvaltare att ta alltför stora risker. Så småningom uppstod enorma *informationsproblem* när man skulle bedöma riskerna i ytterst komplicerade tillgångssäkrade värdepapper och i samband med detta underskattades grogrunden för korrelerade systemrisker kraftigt. Inget av detta har något att göra med penningpolitiken, förutom att penningpolitiken kan ha bidragit till perioden av "Great Moderation".

På vilket sätt kan då penningpolitiken ha bidragit till krisen? För dem som ger penningpolitiken skulden för krisen är huvudargumentet att de amerikanska styrrentorna var alldeles för låga under perioden 2001–2005 och att detta bidrog till att underblåsa en alltför stark kredittillväxt och en bostadsprisbubbla (Taylor 2007). Det finns i det här sammanhanget två relevanta frågor när det gäller den amerikanska penningpolitiken mellan 2001 och 2005. Den första är: Var den låga räntan rimlig mot bakgrund av den information som då fanns tillgänglig? Och den andra: Skulle en annan penningpolitik med högre räntor kunnat förhindra krisen?

Den första frågan – om huruvida den låga räntan var rimlig mot bakgrund av tillgänglig information – är den som är viktig för att *utvärdera penningpolitiken*. Det är mer relevant att utvärdera politiken genom att beakta den information som var tillgänglig vid tiden för besluten (*ex ante*) än att titta på den information som finns tillgänglig *efteråt* (*ex post*) och som därför var okänd för beslutsfattarna (se Svensson 2009 om utvärdering av penningpolitiken *ex ante* och *ex post*).<sup>8</sup> Under

<sup>7</sup> Se Bean (2009) för en uttömmande och utmärkt diskussion om krisen, inklusive kreditexpansionen och bostadsboomen, makroekonomiska antecedentia, snedvridna incitament, informationsproblem, krisens upptrappning och spridning till realekonomin, politiska motåtgärder och lärdomar för penningpolitiken och nationalekonomin i stort.

<sup>8</sup> Jag har mycket starka minnen från denna period eftersom jag hade turen att få möjlighet att diskutera frågor om den dåvarande penningpolitiken, deflations- och likviditetsfallor i en grupp av framstående nationalekonomer vid Princeton University vars medlemmar inkluderade Ben Bernanke (innan han tillträdde som ledamot av Federal Reserve Board), Alan Blinder, Paul Krugman, Chris Sims och Michael Woodford.

den här perioden fanns det mot bakgrund av tillgänglig information en stark och mycket befogad rädsla för att USA skulle falla i samma deflationistiska likviditetsfälla som Japan och i ett sådant läge är en mycket expansiv penningpolitik det bästa alternativet.<sup>9</sup> Man kan i efterhand tycka att risken för deflation överdrevs, men det var omöjligt att veta detta ex ante. Jag anser därför att den expansiva politiken var mycket ändamålsenlig och om man ska ägna sig åt lite ex post-utvärdering kan man konstatera att den inte utmynnade i en mycket hög inflation eller i en överhettad ekonomi.

Den andra frågan – om huruvida en annan penningpolitik skulle ha kunnat förhindra krisen – är relevant när man bedömer i vilken utsträckning man kan lägga skulden för krisen på penningpolitiken, oavsett om den verkade rimlig i ett föresperspektiv eller inte. Kreditutvecklingen och bostadsboomen i USA och på andra håll var mycket kraftiga. Jag anser dock att skillnaden skulle ha varit obetydlig eller obefintlig om räntorna hade varit något högre. För att bromsa kreditutvecklingen och bostadsboomen skulle man sannolikt ha behövt höja räntorna till så höga nivåer att det hade fått betydande negativa effekter för realekonomin. Detta hade kunnat kasta USA rakt in i samma deflationsutveckling och i slutändan likviditetsfälla som Japan. Helt säkert är att högre räntor inte skulle ha haft någon effekt på de redan nämnda regleringsproblemen, de snedvridna incitamenten och informationsproblemen (även om de kunde ha fått perioden av "Great Moderation" att övergå i en djup recession och deflation).<sup>10</sup>

Men kanske kan det faktum att Federal Reserve betonade att man var beredd att aggressivt lätta på penningpolitiken om tillgångspriserna skulle sjunka kraftigt (Greenspan 2002) ha lett till förväntningar om att det fanns ett golv för framtida nedgångar i tillgångspriserna som bidrog till tillgångsprisboomen ("Greenspan Put", se Miller, Weller och Zhang, 2002). Det här kan hävdas vara mer en kommunikationsfråga än en fråga om den politik som faktiskt förs, men det kunde ha varit bättre att inte så starkt betona att man var redo att städa upp efter ett kraftigt ras i tillgångspriserna.

## 5. Slutsats: Behöver den flexibla inflationsmålpolitiken ändras med anledning av krisen?

Vilka slutsatser kan vi dra så här långt av finanskrisen när det gäller penningpolitiken och eventuella behov av att ändra ramen för flexibel inflationsmålpolitik?

En självklar slutsats är att prisstabilitet inte räcker för att skapa finansiell stabilitet (Carney 2009, White 2006). En bra flexibel inflationsmålpolitik räcker inte för att uppnå finansiell stabilitet, om nu någon trodde det. För att säkra finansiell stabilitet krävs specifika åtgärder och instrument.

En annan slutsats är att styrräntepolitik inte ensam kan uppnå finansiell stabilitet. Den är ett alltför trubbigt instrument för detta och försök att använda räntorna för att skapa finansiell stabilitet skulle få stora oönskade skadeverkningar på infla-

<sup>9</sup> Se Svensson (2003a) för en diskussion om olika penningpolitiska alternativ före och under en likviditetsfälla.

<sup>10</sup> Kohn (2008) drar efter en uttömmande diskussion slutsatsen att det inte finns tillräckliga bevis för att låga räntor skulle ha bidragit särskilt mycket till bostadsprisboomen eller att högre räntor skulle ha dämpat denna utveckling i någon större grad. Del Negro, Marco och Christopher Otrok (2007) menar att Federal Reserves penningpolitik hade ett begränsat inflytande på bostadspriserna under perioden 2001–2005, medan Iacoviello, Matteo och Stefano Neri (2008) anser att den hade ett större inflytande, även om det faktum att de innefattar Regulation-Q-perioden i sin bedömning kan ha fått penningpolitikens inflytande på bostadspriserna att verka större.

tionen och realekonomin. De bästa instrumenten för att uppnå finansiell stabilitet är i stället tillsyn och regleringar, däribland lämpliga processer för bankavveckling. I många länder vilar ansvaret för dessa saker på andra myndigheter än centralbanken. I den mån finansiell instabilitet beror på särskilda snedvridningar bör man genom bra lagstiftning försöka angripa dessa snedvridningar så nära källan som möjligt. För att motverka den procykliska effekt av nuvarande regleringar som har kunnat observeras kan det bli nödvändigt att införa en makro-beroende tillsyn (*macroprudential supervision*) som anpassas till konjunkturcykeln och finansiella indikatorer för att främja en bättre finansiell stabilitet. En sådan makro-beroende tillsyn skulle kunna omfatta regler om konjunkturvarierande kapital, marginaler och krav på fördelningen mellan eget kapital och lån. Som Bean (2009) uttrycker det: "den bästa strategin är förmodligen en uppsättning olika instrument".

Vilka konkreta slutsatser kan dras när det gäller flexibel inflationsmålspolitik? En tidigare slutsats är att det kan krävas längre prognoshorisonter för att ta hänsyn till finansiella faktorer inverkan på prognosen över inflation och resursutnyttjande. Flera centralbanker med inflationsmål (däribland Bank of England, Norges Bank och Riksbanken) har av andra skäl redan förlängt sin prognoshorisont från de två år som tidigare har varit det normala till tre år. Det finns inget som i princip hindrar att en centralbank som bedriver en inflationsmålspolitik tar hänsyn till prognoser som sträcker sig längre än treårshorisonten, men i praktiken brukar man inte kunna få mycket särskilt information om någonting i längre tidsperspektiv, utöver tendensen att återgå till långsiktiga genomsnitt.

Hur är det då med tanken att man ska "luta sig mot vinden" (som till exempel förespråkas av Borio och White, 2003, och Cecchetti, Genberg och Wadhvani, 2002) – dvs. tanken att centralbankerna ska höja räntan mer än vad som kan tyckas motiverat av inflationen och resursutnyttjandet för att motverka en snabb kreditutveckling och stigande tillgångspriser? Det har ibland varit oklart om förespråkarna av strategin att luta sig mot vinden anser att kreditutvecklingen och tillgångspriserna ska betraktas som målvariabler och ingå i explicita eller implicita förlustfunktioner tillsammans med inflation och resursutnyttjande, eller om de anser att kreditutvecklingen och tillgångspriserna fortfarande bara ska betraktas som indikatorvariabler och enbart lyftas fram på grund av deras potentiellt negativa effekter på inflationen och resursutnyttjandet på längre sikt. I det sistnämnda fallet är strategin att luta sig mot vinden ett sätt att uppnå en stabilare inflation och ett stabilare resursutnyttjande på längre sikt. Då är den också helt förenlig med en flexibel inflationsmålspolitik.

I enlighet med min tidigare redogörelse finns det emellertid andra instrument än räntorna som förmodligen är betydligt mer effektiva för att förebygga en alltför snabb kreditutveckling och boom i tillgångspriser. Räntor som är tillräckligt höga för att ha en påtaglig inverkan på kredittillväxten och tillgångspriserna kan nämligen få betydande negativa effekter på inflationen och resursutnyttjandet, och en centralbank lär sällan förfoga över tillräcklig information om de sannolika gynnsamma effekterna på inflationen och resursutnyttjandet på längre sikt för att denna typ av avvägning ska vara meningsfull och motiverad.

En viktig lärdom av finanskrisen är att finansiella förhållanden kan ha en mycket stark och negativ inverkan på transmissionsmekanismen som leder till att den normala räntepolitiken blir mycket mindre effektiv. Det finns därför anledning att bedriva mer forskning om hur finansiella förhållanden kan införlivas i de standardmodeller för transmissionsmekanismen som centralbankerna använder, och en snabbt växande mängd av sådan forskning produceras just nu av forskare på

universitet och centralbanker och presenteras vid allt fler konferenser om finansiella förhållanden och penningpolitik. Till de viktigaste frågorna hör hur den potentiella produktionen och neutrala realräntan påverkas av finansiella förhållanden och finansiella snedvridningar (Curdia och Woodford, 2009, Walsh, 2009), och vilken inverkan finansiella faktorer har på de allmänna jämviktseffekterna av andra styrräntebanor på prognoser över inflation och resursutnyttjande.<sup>11</sup> Innan en sådan utvidgning av modellramverket har blivit operationell måste beslutsfattare och tjänstemän improvisera och i ovanligt stor utsträckning använda sitt omdöme för att hantera finanskrisens effekter på transmissionsmekanismen. Även med ett mycket bättre analysunderlag om finansiella faktorerers inverkan på transmissionsmekanismen kommer ett gott omdöme naturligtvis, som alltid, att spela en betydande roll i penningpolitiken.

Min viktigaste slutsats hittills av krisen blir till syvende och sist att en flexibel inflationsmålspolitik, som tillämpas på rätt sätt och drar nytta av all tillgänglig information om de finansiella förhållanden som är relevanta för prognosen över inflation och resursutnyttjande oavsett tidshorisont, fortfarande är det bästa sättet att bedriva penningpolitiken före, under och efter finanskrisen. Det finns emellertid ett akut behov av bättre teoretiska, empiriska och praktiska kunskaper om finansiella förhållandens betydelse för transmissionsmekanismen. Detta förutsätter ett omfattande arbete med forskning och utveckling som redan har kommit igång på universitet och centralbanker.

Slutsatsen kan mycket väl bli att finansiella förhållanden anses spela en större roll för transmissionsmekanismen och som indikatorer för framtida inflation och resursutnyttjande. I så fall kommer centralbanker att reagera mer på finansiella indikatorer genom att anpassa styrräntan och styrräntebanan mer till en viss förändring i en finansiell indikator. Detta skulle emellertid inte innebära att finansiella förhållanden och indikatorer blir egna målvariabler vid sidan om inflation och resursutnyttjande i centralbankens explicita eller implicita förlustfunktion. Det skulle i stället handla om att reagera på lämpligt sätt på finansiella indikatorer för att på bästa sätt över tiden stabilisera inflationen kring inflationsmålet och resursutnyttjandet kring en normal nivå.<sup>12</sup>

## Referenser

Bank of England (2009), *Inflation Report*, februari 2009, [www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk).

Bean, Charles R. (2003), "Asset Prices, Financial Imbalances and Monetary Policy: Are Inflation Targets Enough?" i Richards, A. och T. Robinson, red., *Asset Prices and Monetary Policy*, Reserve Bank of Australia, Sydney, 48–76.

<sup>11</sup> Walsh (2009) påpekar att när finansiella förhållanden orsakar snedvridningar i regel introducera motsvarande termer i en förlustfunktion för penningpolitiken som är en andra ordningens approximation av hushållens välfärd. Curdia och Woodford (2009) presenterar en modell där andra ordningens approximation av välfärden är en vanlig kvadratisk förlustfunktion av inflationen och produktionsgapet mellan produktion och potentiell produktion, men där den potentiella produktionen påverkas av finansiella förhållanden. Då är inflationen och produktionsgapet fortfarande målvariabler, med och utan finansiella förhållanden. Den neutrala räntan i modellen, dvs. en realränta som ger upphov till en produktion som är lika med den potentiella produktionen, påverkas då också av finansiella förhållanden.

<sup>12</sup> Se Svensson (2003b) för en vidare diskussion om den viktiga skillnaden mellan responsvariablerna i politikens reaktionsfunktion (de variabler som centralbanken reagerar på) och målvariablerna i förlustfunktionen (de variabler som centralbanken vill styra till målnivåerna). Den optimala politiken är att reagera på *bestämningfaktorer* för prognoserna över målvariablerna, inte nödvändigtvis på målvariablerna själva (såvida de inte råkar vara viktiga bestämningfaktorer för framtida utfall av sig själva).



■ Bean, Charles R. (2009), "The Great Moderation, the Great Panic and the Great Contraction", Schumpeter Lecture, Annual Congress of the European Economic Association, [www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk).

Borio, Claudio and White, William R. (2003), "Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes", i *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*, Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium, 131–212.

Carney, Mark (2009), "Some Considerations on Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity", i *Financial Stability and Macroeconomic Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium.

Cecchetti, Stephen, Hans Genberg och Sushil Wadhvani (2002), "Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework", i Hunter, W., G. Kaufman och M. Pomerleano, red., *Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory and International Policies*, Cambridge, 427–444.

Curdia, Vasco och Michael Woodford (2009), "Credit Frictions and Optimal Monetary Policy", Working Paper,

Del Negro, Marco och Christopher Otrok (2007), "99 Luftballons: Monetary Policy and the House Price Boom across U.S. States," *Journal of Monetary Economics* 54, 1962–1985.

Goodfriend, Marvin (2007), "How the World Achieved Consensus on Monetary Policy", *Journal of Economic Perspectives* 21(4): 47–68.

Greenspan, Alan (2002) "Opening Remarks", i *Rethinking Stabilization Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium, 1–10.

Iacoviello, Matteo och Stefano Neri (2008) "Housing Market Spillovers: Evidence from an Estimated DSGE Model," Working Paper, Boston College.

King, Mervyn (1997), "Changes in UK Monetary Policy: Rules and Discretion in Practice," *Journal of Monetary Economics* 39, 81–97.

Kohn, Donald L. (2006), "Monetary Policy and Asset Prices," tal den 16 mars 2006, [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).

Kohn, Donald L. (2008), "Monetary Policy and Asset Prices Revisited," tal den 19 november 2008, [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).

Miller, Marcus H., Paul A. Weller och Lei Zhang (2002), "Moral Hazard and the U.S. Stock Market: Analysing the Greenspan Put", *Economic Journal*. 112, C171–C186.

Svensson, Lars E.O. (1997), "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets," *European Economic Review* 41, 1111–1146.

Svensson, Lars E.O. (2002), "Monetary Policy and Real Stabilization", i *Rethinking Stabilization Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium, s. 261–312.

Svensson, Lars E.O. (2003a), "Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others", *Journal of Economic Perspectives* 17(4), 145–166.

■ Svensson, Lars E.O. (2003b), "What Is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules", *Journal of Economic Literature* 41, 426–477.

Svensson, Lars E.O. (2005), "Monetary Policy with Judgment: Forecast Targeting," *International Journal of Central Banking* 1(1), 1–54.

Svensson, Lars E.O. (2009), "Evaluating Monetary Policy", i Koenig, Evan och Robert Leeson, red., *From the Great Moderation to the Great Deviation: A Round-Trip Journey Based on the Work of John B. Taylor*, ännu ej publicerad, [www.larseosvensson.net](http://www.larseosvensson.net).

Sveriges Riksbank (2009), "Minutes of the Executive Board's monetary policy meeting on 2 September 2009", [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se).

Taylor, John B. (2007), "Housing and Monetary Policy", i *Housing, Housing Finance and Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium, 463–476.

Walsh, Carl E. (2009), "Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity", i *Financial Stability and Macroeconomic Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium.

White, William R. (2006), "Is Price Stability Enough?", BIS Working Paper No. 205, [www.bis.org](http://www.bis.org).

Woodford, Michael (2007a), "The Case for Forecast Targeting as a Monetary Policy Strategy", *Journal of Economic Perspectives*, hösten 2007.

Woodford, Michael (2007a), "The Case for Forecast Targeting as a Monetary Policy Strategy", *Journal of Economic Perspectives*, hösten 2007.

Woodford, Michael (2007b), "Forecast Targeting as a monetary Policy Strategy: Policy Rules in Practice", i Koenig, Evan och Robert Leeson, red., *From the Great Moderation to the Great Deviation: A Round-Trip Journey Based on the Work of John B. Taylor*, ännu ej publicerad.