



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

# ANFÖRANDE

DATUM: 18 november 2010  
TALARE: Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson  
PLATS: Norges Bank, Oslo

## ■ Vilken väg ska centralbankerna välja framöver? \*

*Paneldiskussion, Norges Banks symposium om "What is a useful central bank?"*

Det är ett stort privilegium att få delta i detta symposium och få hylla centralbankschef Svein Gjedrems gärning. Jag har haft förmånen att ha mycket goda kontakter med Norges Bank ända sedan mitten av 1990-talet. Jag har sett hur Norges Bank, under Sveins och hans kollegers och medarbetares ledning, har utformat sin penningpolitik på ett sätt som har gjort den till en förebild för resten av världen. Norges Bank förtjänar verkligen den beundran den väcker bland centralbanksfolk och akademiker världen över. Svein ska särskilt ha äran av att han omedelbart efter sin utnämning 1999 gjorde en ny tolkning av finansministeriets instruktion om stabilisering av växelkursen, nämligen att det bästa sättet att långsiktigt uppnå detta är att inrikta bankens penningpolitik mot ett inflationsmål. Därmed skulle banken på bästa sätt kunna bidra till ekonomisk stabilitet och en stabil kronkurs.

Låt mig som bakgrund till mina kommentarer om dagens ämne – "Vilken väg ska centralbankerna välja framöver?" – säga att det i ett läge där världsekonomin nu återhämtar sig från den senaste finanskrisen och den stora recession som den gav upphov till pågår en debatt om orsakerna till krisen och hur man kan minska risken för kriser i framtiden. Man diskuterar även penningpolitikens roll och hur den står i relation till den finansiella stabiliteten. En del lägger skulden på Federal Reserve och menar att dess penningpolitik efter 2001 var för expansiv och att detta bäddade för krisen. Enligt dem är den lärdom som måste dras att ramen för en flexibel inflationsmålspolitik måste modifieras för att ge större utrymme åt överväganden som rör finansiell stabilitet.

Som jag ser det orsakades krisen till största delen av faktorer som hade mycket lite att göra med penningpolitiken. Det var i stället brister i reglering och tillsyn, i kombination med vissa särskilda omständigheter – bland annat de låga realräntorna runt om i världen och bostadspolitiken i USA – som låg bakom den. Jag håller heller inte med om att man måste modifiera ramen för den flexibla inflationsmålspolitiken i någon grundläggande mening. Min viktigaste slutsats för penningpolitikens vidkommande är till syvende och sist att en flexibel inflationsmålspolitik – som tillämpas på rätt sätt och även tar hänsyn till all tillgänglig information om finansiella

---

\* De synpunkter som framförs är mina egna och delas inte nödvändigtvis av Riksbankens övriga direktionsledamöter och medarbetare. Gabriela Guibourg har bidragit till detta tal.

■ förhållanden som är relevanta för prognoser över inflation och resursutnyttjande över alla tidshorisonter – ändå förblir det bästa sättet att bedriva penningpolitiken på före, under och efter finanskrisen.

En slutsats som måste dras av krisen är att varken prisstabilitet eller styrräntepolitik räcker för att skapa finansiell stabilitet, utan att det måste finnas en särskild politik för finansiell stabilitet. Man måste också rent begreppsmässigt skilja mellan penningpolitiken och stabilitetspolitiken, eftersom de har olika mål och utnyttjar olika styrmedel för att uppnå dessa, även när det är centralbanken som ansvarar för båda.<sup>1</sup> Att ha finansiell stabilitet som ett mål för *penningpolitiken* är knappast meningsfullt, men det är det däremot att ha som ett mål för *centralbanken*, förutsatt att centralbanken förfogar över de styrmedel som behövs för att klara av denna uppgift.

Låt mig vidareutveckla mitt resonemang.

## Penningpolitiken efter finanskrisen

Finns det någon anledning att modifiera ramen för en flexibel inflationsmålspolitik i någon grundläggande mening på grund av erfarenheterna av finanskrisen? Nej, inte som jag ser det. Den flexibla inflationsmålpolitiken har före, under och efter krisen fungerat bra. Med en flexibel inflationsmålspolitik har centralbanken som mål att stabilisera både inflationen runt inflationsmålet och resursutnyttjandet kring en normal nivå. Det innebär att man måste välja en styrräntebana som gör att motsvarande *prognoser* över inflation och resursutnyttjande stabiliserar inflationen och resursutnyttjandet på effektivast möjliga sätt. Om centralbanken använder all information som kan vara av betydelse när man konstruerar sina prognoser, även hur förändringar i de finansiella förhållandena kan påverka inflationen och resursutnyttjandet över alla tidshorisonter, kommer penningpolitiken automatiskt att reagera på bästa tänkbara sätt om de finansiella förhållandena förändras (Woodford 2007, 2010a).

En lärdom som kan dras av finanskrisen är att de finansiella förhållandena i kristider kan få transmissionsmekanismen att fungera betydligt sämre, vilket gör att den vanliga räntepolitiken blir mindre effektiv. Man bör därför forska mer om hur finansiella förhållanden och finansiell förmedling (*financial intermediation*) kan beaktas i centralbankernas standardmodeller för transmissionsmekanismen. Man har redan gjort stora framsteg när det gäller att förstå detta (se Adrian och Shin 2010a, Gertler och Kiyotaki 2010, och Woodford 2010a).

## Förhållandet mellan penningpolitik och politik för finansiell stabilitet

En viktig slutsats efter finanskrisen är alltså att varken prisstabilitet eller styrräntepolitik räcker för att skapa finansiell stabilitet (Carney 2009, White 2006). En bra flexibel inflationsmålspolitik kan inte i sig skapa finansiell stabilitet. Dessutom är styrräntan ett ineffektivt styrmedel om man vill påverka den finansiella stabiliteten, eftersom styrräntor som är tillräckligt höga för att ha ett påtagligt inflytande på kredittillväxten och bostadspriserna har en mycket negativ inverkan på inflationen

<sup>1</sup> För en närmare diskussion om dessa frågor, se Svensson (2010, avsnitt 5.2).

och resursutnyttjandet, och detta även inom sektorer där det inte förekommer någon spekulationsaktivitet. För att uppnå finansiell stabilitet krävs det en särskild politik och särskilda styrmedel. Det behövs ett starkt ramverk för en politik för finansiell stabilitet. Penningpolitiken inte kan utgöra något substitut till detta.

Det är klagörande att begreppsmässigt göra åtskillnad mellan politik för finansiell stabilitet och penningpolitik. Olika slags ekonomisk politik – till exempel finanspolitik, penningpolitiken och arbetsmarknadspolitiken – kan särskiljas utifrån målen för varje politik, de styrmedel som är lämpliga för att uppnå dessa mål och vilken eller vilka myndigheter som kontrollerar styrmedlen och har ansvar för att målen uppnås. Ur denna synvinkel blir det tydligt att penningpolitik och politik för finansiell stabilitet är mycket olika. Det är viktigt att förstå denna olikhet.

Penningpolitiken, i form av en flexibel inflationsmålspolitik, har som mål att stabilisera både inflationen kring inflationsmålet och resursutnyttjandet kring en normal nivå. Under normala förhållanden är lämpliga styrmedel för detta dels styrräntan, dels centralbankens kommunikation. Men i kristider kan – som vi såg under den senaste krisen – även andra, mer okonventionella, styrmedel tillgripas, till exempel att centralbanken beviljar lån till fast ränta på längre löptider, köper finansiella tillgångar (så kallade kvantitativa lättnader, *quantitative easing*) och så vidare.

Politiken för finansiell stabilitet har som mål att skapa och upprätthålla finansiell stabilitet. Finansiell stabilitet kan definieras som en situation där det finansiella systemet kan fullgöra sina viktigaste funktioner att förmedla betalningar, kanalisera sparande till investeringar och erbjuda riskdelning utan några störningar som leder till stora kostnader för samhället. De styrmedel som finns tillgängliga för detta är under normala omständigheter tillsyn, reglering och rapporter om finansiell stabilitet med analyser och ledande indikatorer som i ett tidigt skede kan varna för hot mot den finansiella stabiliteten. I kristider finns det andra styrmedel, till exempel att myndigheterna går in som långgivare i sista hand (*lender of last resort*), beviljar lån till rörlig ränta på längre löptider (*credit policy, credit easing*), inför särskilda system för avveckling av finansiella företag som befinner sig i trångmål, ställer statliga lånegarantier, skjuter till statliga kapitalförstärkningar och så vidare.

Min poäng är att skillnaden mellan penningpolitik och politik för finansiell stabilitet måste tas med i beräkningen när man funderar över vilka lärdomar som kan dras av finanskrisen för penningpolitikens vidkommande. Räntan är ett trubbigt och föga lämpligt instrument för att uppnå finansiell stabilitet och det är därför ingen mening att sätta upp finansiell stabilitet som ett mål för *penningpolitiken*. Det kan däremot vara meningsfullt att låta *centralbanken* ha som mål att skapa finansiell stabilitet, förutsatt att man förser centralbanken med lämpliga instrument för tillsyn och reglering.

Det faktum att politik för finansiell stabilitet och penningpolitik är olika innebär emellertid inte att det inte finns någon växelverkan mellan dem. Denna växelverkan måste också vägas in i beräkningen. Penningpolitiken påverkar tillgångspriser och balansräkningar och kan på så sätt påverka den finansiella stabiliteten. Politik för finansiell stabilitet har ett direkt inflytande på de finansiella förhållandena, vilka i sin tur påverkar penningpolitikens transmissionsmekanism. Därför bör penningpolitiken bedrivas med beaktande av hur politiken för finansiell stabilitet bedrivs, och politiken för finansiell stabilitet bedrivs med beaktande av hur penningpolitiken bedrivs. Detta är ungefär samma sak som att finanspolitiken bedrivs med beaktande av hur

penningpolitiken bedrivs och penningpolitiken bedrivs med beaktande av hur finanspolitiken bedrivs. Viktigt är att den finansiella stabiliteten under normala förhållanden hanteras med politik för finansiell stabilitet, inte med penningpolitik.

Låt oss dock, för resonemangets skull, anta en situation där det inte finns några lämpliga och effektiva styrmedel för att säkerställa finansiell stabilitet, till exempel på grund av allvarliga brister i regelverk och tillsyn som inte snabbt kan åtgärdas. I en sådan "näst-bästa-situation" skulle man, om den finansiella stabiliteten är hotad, kunna argumentera för att man i den mån styrräntan verkligen påverkar den finansiella stabiliteten faktiskt bör ta hänsyn till denna påverkan när man beslutar vilken räntebana som är bäst för att stabilisera inflationen och resursutnyttjandet. Detta kan leda till att räntebanan både blir högre eller lägre än den annars skulle ha varit, eftersom man gör avkall på en effektivare stabilisering av inflationen och resursutnyttjandet för att öka den finansiella stabiliteten.<sup>2</sup> Såvitt jag vet tyder alla fakta hittills på att ett sådant kompromissande under normala förhållanden är mycket ogynnsamt, eftersom styrräntans inflytande på den finansiella stabiliteten är ganska begränsad, medan dess inverkan på inflationen och resursutnyttjandet är betydligt större. Under normala förhållanden skulle en optimal kompromiss alltså ändå vara en styrränta som är inriktad på att stabilisera inflationen och resursutnyttjandet och som inte har något nämnvärt inflytande på den finansiella stabiliteten.

Det verkar framförallt stå klart att penningpolitiken inte bör användas för att försöka påverka bostadspriserna. Forskning av stor omfattning har visat att styrräntor normalt har ett blygsamt inflytande på bostadspriserna, men en betydande inverkan på produktionen, vilket innebär att de reala kostnaderna för att använda styrräntan för sådana ändamål blir höga (Assenmacher-Wesche and Gerlach 2010). Om man anser att bostadspriserna utgör ett problem är det betydligt bättre att använda andra styrmedel, till exempel tak för belåningsgraden, skärpta amorteringskrav, fastighetsskatt eller begränsad avdragsrätt för bolåneräntor, eftersom dessa styrmedel medför mycket lägre reala kostnader och därför är betydligt bättre än styrräntan om man vill påverka bostadspriserna (Svensson 2010b).

## **Flexibel inflationsmålspolitik med medelkvadratgap – ytterligare ett steg mot ökad öppenhet**

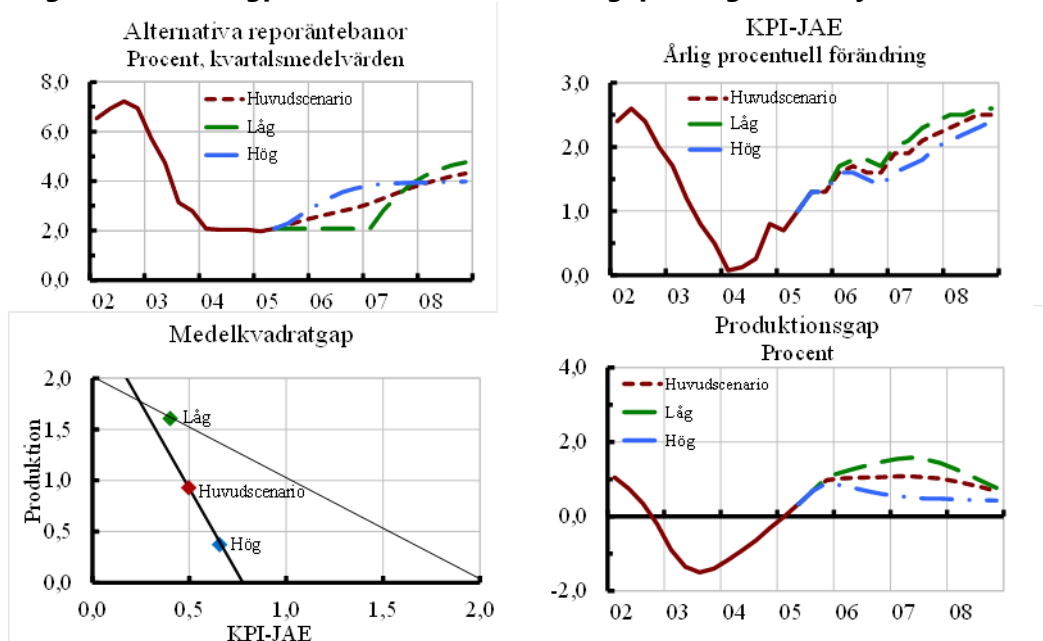
Införandet av siffersatta inflationsmål har inneburit ett stort framsteg för den praktiska penningpolitiken. Det medför att man kan mäta och utvärdera penningpolitikens måluppfyllelse på ett bättre sätt än tidigare. Det faktum att en flexibel inflationsmålspolitik inte bara är inriktad på att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, utan även på att stabilisera resursutnyttjandet runt en normal nivå, innebär dock att det fortfarande är svårt att mäta och utvärdera måluppfyllelsen i frånvaro av kvantitativa mått på stabilitet i dessa variabler. Det är därför svårt att bestämma vilken styrräntebana som stabiliserar både inflationen och resursutnyttjandet bäst.

---

<sup>2</sup> Sådana hänsyn skulle kunna inbegripa bevis för den så kallade kanalen för risktagande (*risk-taking channel*) som i Borio och Zhu (2008). Adrian och Shin (2010a) hävdar i en modell med en sådan kanal för risktagande att förändringar i de korta räntorna kan ha stor inverkan på värdepappersmäklares belåningsgrad i den marknadsbaserade finanssektorn utanför affärsbankssektorn. Om vi antar att risken för en finanskris ökar allt eftersom denna belåningsgrad ökar, och att styrräntan påverkar belåningsgraden, skulle styrräntan därmed kunna påverka risken för en finanskris (Woodford 2010b). Nya regleringar kommer sannolikt att sätta gränser för belåningsgraden och därmed för hur stor denna inverkan blir. Den marknadsbaserade finanssektorn kan efter krisen ha minskat i storlek. I Europa, Kanada och de nordiska länderna domineras finanssektorn av affärsbanker.

- Mitt förslag är att man använder medelkvadratgap för inflations- och resursutnyttjandeprognoiser som mått på stabiliteten i inflationen och resursutnyttjandet.<sup>3</sup> Diagram 1 visar ett exempel med figurer från Norges Banks *Inflasjonsrapport* från juni 2005.

**Diagram 1. Penningpolitik med medelkvadratgap (Norges Bank, juni 2005)**



Figuren högst upp till vänster visar tre olika styrräntebanor: den bana, huvudscenariot, som Norges Bank valde vid denna tidpunkt och två alternativa banor, en låg och en hög. Figuren högst upp till höger visar motsvarande prognos för inflationen enligt indexet KPI-JAE, det vill säga konsumentprisindex justerat för skatteändringar och exklusive energiprodukter. Figuren längst ned till höger visar motsvarande prognoser för produktionsgapet, dvs. skillnaden mellan produktion och potentiell produktion. Dessa tre figurer finns i Norges Banks *Inflasjonsrapport* från juni 2005. Man kan se den avvägning som finns mellan att stabilisera inflationen och att stabilisera resursutnyttjandet, här representerat av produktionsgapet. Den lägre (högre) styrräntebanan stabiliserar inflationen bättre (sämre) kring inflationsmålet på 2,5 procent, men resursutnyttjandet sämre (bättre). Qvigstads (2005) nödvändiga (men inte tillräckliga) villkor för en optimal penningpolitik är uppfyllt, nämligen att inflationsgapet och produktionsgapet ska ha olika tecken – i detta fall negativt för inflationsgapet (gapet mellan inflationen och målet) och positivt för produktionsgapet.

<sup>3</sup> Se Svensson (2010a, c) för närmare information. Medelkvadratgapet för inflationen beräknas som  $\sum_{\tau=0}^T [\pi(t+\tau, t) - \pi^*]^2 / (T+1)$ , där  $\pi(t+\tau, t)$  är prognosen i kvartal  $t$  för inflationen kvartal  $t + \tau$  och  $\pi^*$  är inflationsmålet. Medelkvadratgapet för produktionen beräknas som  $\sum_{\tau=0}^T [y(t+\tau, t) - y^*(t+\tau, t)]^2 / (T+1)$ , där  $y(t+\tau, t)$  är prognosen i kvartal  $t$  för produktionen kvartal  $t + \tau$  och  $y^*(t+\tau, t)$  är prognosen i kvartal  $t$  för potentiell produktion kvartal  $t + \tau$ , och  $T$  är prognoshorisonten (normalt 12 kvartal).

Jag har själv lagt till figuren längst ned till vänster, där medelkvadratgapet för inflationen mäts längs den horisontella axeln och medelkvadratgapet för produktionen mäts längs den vertikala axeln. Ju närmare medelkvadratgapet för inflation och produktion ligger noll, desto bättre stabiliseras inflations- eller produktionsgapet. Den mindre branta räta linjen är en så kallad iso-förlust-linje (*iso-loss line*) där lika vikt läggs vid stabilisering av inflations- respektive produktionsgap, det vill säga ett "lambda" lika med 1.<sup>4</sup> När man lägger lika vikt vid båda målen är den höga styrräntebanan att föredra. Den brantare raka linjen motsvarar lambda lika med 0,3, dvs. där den vikt som läggs vid stabilisering av produktionsgapet är lika med 0,3 i förhållande till den vikt som läggs vid stabilisering av inflationen. Vid en sådan viktfordelning är huvudscenariots räntebana lika bra som den höga banan och klart bättre än den låga banan. Vid denna tidpunkt hade Norges Bank meddelat att dess beslut var förenliga med en relativ vikt på stabilisering av produktionsgapet på 0,3 och en relativ vikt på ränteutjämning på 0,2 (Bergo 2007 och Holmsen, Qvigstad och Røisland 2007). Om viss vikt även läggs vid ränteutjämning är det huvudbanan som är bäst.

Användningen av medelkvadratgap är ytterligare ett steg mot en mer systematisk och öppen inflationsmålpolitik, där centralbanker kan utvärderas och ställas till svars för sina beslut med ännu större exakthet än tidigare, tack vare införandet av siffersatta inflationsmål, offentliggörandet av prognoser över inflationen och den reala ekonomin, offentliggörandet av styrräntebanor och andra viktiga steg i utvecklingen av en systematisk och öppen penningpolitik.

## Referenser

Adrian, Tobias, och Hyun Song Shin (2010a), "Financial Intermediaries and Monetary Economics," i Friedman, Benjamin M., och Michael Woodford (red.), *Handbook of Monetary Economics, Volume 3*, Elsevier, under publicering.

Adrian, Tobias, och Hyun Song Shin (2010b), "Liquidity and Leverage," *Journal of Financial Intermediation* 19, ss. 418–437.

Assenmacher-Wesche, Karin, och Stefan Gerlach (2010), "Monetary policy and Financial Imbalances: Facts and Fiction", *Economic Policy* July 2010, ss. 437–482.

Bergo, Jarle (2007), "Interest Rate Projections in Theory and Practice," anförande den 26 januari 2007, [www.Norges-Bank.no](http://www.Norges-Bank.no).

Borio, Claudio, och Haibin Zhu (2008), "Capital Regulation, Risk-taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?" BIS Working Paper 268, [www.bis.org](http://www.bis.org).

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

Gertler, Mark, och Nobuhiro Kiyotaki (2010), "Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis," i Friedman, Benjamin M., och Michael Woodford, red., *Handbook of Monetary Economics, Volume 3*, Elsevier, under publicering.

<sup>4</sup> Iso-förlust-linjen visar kombinationer av medelkvadratgap för inflation och produktion som är lika bra. Kombinationer på en iso-förlust-linje närmare origo innebär bättre stabilisering av inflation och produktionsgap. Se Svensson (2010a) för detaljer.

■ Holmsen, Amund, Jan F. Qvigstad, och Øistein Røisland (2007), "Implementing and Communicating Optimal Monetary Policy," Norges Bank Staff Memo 2007/3.

Qvigstad, Jan F. (2005), "When Does and Interest Rate Path 'Look Good': Criteria for an Appropriate Future Interest Rate Path – A Practitioner's Approach", Norges Bank Staff Memo No. 2005/6.

Svensson, Lars E.O. (2010a), "Inflation Targeting," i Friedman, Benjamin M., och Michael Woodford, red., *Handbook of Monetary Economics, Volume 3*, Elsevier, under publicering, [www.larseosvensson.net](http://www.larseosvensson.net).

Svensson, Lars E.O. (2010b), "Några problem i den svenska penningpolitiken och möjliga lösningar", anförande den 24 november 2010, [www.larseosvensson.net](http://www.larseosvensson.net).

Svensson, Lars E.O. (2010c), "Varför lägre reporäntebana?", anförande den 24 februari 2010, [www.larseosvensson.net](http://www.larseosvensson.net).

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

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

Woodford, Michael (2010a), "Financial Intermediation and Macroeconomic Analysis", working paper, Columbia University, [www.columbia.edu/~mw2230](http://www.columbia.edu/~mw2230).

Woodford, Michael (2010b), "Inflation Targeting and Financial Stability," pågående arbete.