



ANFÖRANDE

DATUM: 2011-11-29
TALARE: Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson
PLATS: Federal Reserve Bank of San Francisco

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

■ Penningpolitiken efter krisen*

Efter finanskrisen 2008 och 2009 har det förts en livlig debatt om vad som orsakade krisen och hur man kan minska riskerna för nya kriser i framtiden. Vissa menar att det var en alltför expansiv penningpolitik som bäddade för krisen. Samtidigt pågår intensiva diskussioner om framtidens penningpolitik, om den bör ändras till följd av krisen och om hur den ska förhålla sig till den finansiella stabiliteten. Jag ska här diskutera vilka lärdomar som kan dras av finanskrisen både för penningpolitiken och för förhållandet mellan penningpolitik och finansiell stabilitet. Jag kommer också att diskutera vilken roll andra penningpolitiska styrmedel än styrräntan kan ha och peka på några utmaningar för tillväxtländerna som beror på kapitalflödena och växelkursutvecklingen där. Jag drar följande slutsatser:

Krisen orsakades inte av penningpolitiken, utan av andra faktorer, i första hand brister i reglering och tillsyn. Men även en del särskilda omständigheter påverkade, som låga realräntor till följd av globala obalanser och den amerikanska politiken kring bostadsägande och bostadsfinansiering. Expansiv penningpolitik i USA orsakade inte krisen.

En lärdom av krisen är att det inte räcker med prisstabilitet för att säkra finansiell stabilitet. Men, det är väl så viktigt att konstatera att en det inte räcker med att justera styrräntan för att uppnå finansiell stabilitet. Finansiell stabilitet kräver att man har en särskild politik för finansiell stabilitet.

I ljuset av detta är min syn att en flexibel inflationsmålspolitik är det som fungerat och fungerar bäst före, under och efter krisen. Men den måste tillämpas på rätt sätt och beakta all information som är relevant för prognoserna för inflation och resursutnyttjande, och i lämpliga fall även hur politiken för finansiell stabilitet bedrivs. Det var politiken för finansiell stabilitet som misslyckades och orsakade krisen och som måste förbättras, inte penningpolitiken.

* Tal vid konferensen "Asia's role in the Post-Crisis Global Economy" på Federal Reserve Bank of San Francisco, 28–30 november 2011. Jag vill tacka Claes Berg, Hans Dellmo, Hans Dillén, Anil Kashyap och Bengt Pettersson för värdefulla diskussioner och synpunkter. Carl Andreas Claussen vid Sveriges Riksbank har bidragit till detta tal. De synpunkter som framförs är mina egna och delas inte nödvändigtvis av Riksbankens övriga direktionsledamöter och medarbetare.

■ När det gäller att bygga upp en bättre politik för finansiell stabilitet är det viktigt att förstå att penningpolitiken och politiken för finansiell stabilitet är två separata politikområden, att de har olika mål och olika medel. Dessutom, medan det är centralbanken som ansvarar för penningpolitiken och kontrollerar de penningpolitiska styrmedlen, är ansvaret för politiken för finansiell stabilitet och kontrollen över medlen för att uppnå detta i de flesta länder fördelad på flera myndigheter. Det är viktigt att rent begreppsmässigt göra åtskillnad mellan politik för finansiell stabilitet och penningpolitik och att inte blanda ihop dem i vare sig teori eller praktik. En sammanblandning riskerar att leda till sämre utfall för både politikområdena och gör det svårare att utkräva ansvar för beslutsfattarna. Att använda penningpolitiken för att uppnå finansiell stabilitet leder till sämre penningpolitik och är dessutom ett ineffektivt sätt att uppnå och bibehålla finansiell stabilitet.

Att politiken för finansiell stabilitet och penningpolitiken är två separata politikområden innebär emellertid inte att de inte påverkar varandra. Penningpolitiken bör ta hänsyn till hur politiken för finansiell stabilitet bedrivs, och vice versa, på ungefär samma sätt som penningpolitiken bör föras på ett sätt som tar hänsyn till hur finanspolitiken bedrivs, och vice versa. Det viktiga är att den finansiella stabiliteten under normala förhållanden ska hanteras genom politiken för finansiell stabilitet, inte genom penningpolitiken. När det gäller den finansiella stabiliteten ska penningpolitiken utgöra den sista försvarslinjen, inte den första.

Av detta följer att det inte är meningsfullt att ha finansiell stabilitet som ett mål för *penningpolitiken*, men att det kan vara meningsfullt att ha finansiell stabilitet som ett mål för *centralbanken*, *förutsatt* att det är centralbanken som får kontroll över medlen för att uppnå finansiell stabilitet.

Penningpolitikens standardverktyg utgörs av styrräntan och kommunikation. Under krisen då styrräntorna har legat på eller nära nollgränsen har vi sett andra, mer okonventionella styrmedel användas, bl.a. Federal Reserves omfattande stödköp av värdepapper. Jag anser att stödköpen har haft en väsentlig positiv inverkan på den amerikanska ekonomin och att invändningarna mot dem inte är övertygande.

Bank of Canada, Bank of Japan och Federal Reserve har under krisen använt uttalanden om den framtida räntenivån som ett okonventionellt verktyg. För Reserve Bank of New Zealand, Norges Bank, Riksbanken och den tjeckiska nationalbanken har kommunikation om framtida styrräntenivåer i form av en räntebana varit ett konventionellt verktyg i flera år. Jag är sedan länge en varm anhängare av att regelbundet publicera styrränteprognoiser. Det beror dels på de praktiska erfarenheterna av att publicera sådana prognoser, dels på att det viktigaste för ekonomin och för den privata sektorns beslut inte är vad styrräntan kommer att vara de närmaste månaderna fram till nästa styrräntemöte, utan vad nivån kommer att vara på räntor med längre löptid vilka styrs av marknadens förväntningar på framtida styrräntor och terminspremier. Att publicera en styrräntebana är det mest direkta sättet att påverka ränteförväntningarna, inte minst eftersom centralbankerna bör känna till sina egna avsikter för styrräntan bättre än någon annan.

De stora kapitalflödena till tillväxtländerna på senare tid, och de risker för bubblor och andra negativa effekter som dessa kan leda till, har fått vissa observatörer att hävda att till exempel Federal Reserve bör ta hänsyn till

■ effekterna på kapitalflödet till andra länder när man fastställer inriktningen på sin egen penningpolitik. Det är en slutsats jag inte kan instämma i. De berörda tillväxtländernas problem synes mig i hög grad bero på deras beslut att stabilisera sin växelkurs gentemot dollarn. Länder som väljer att knyta sin valuta till dollarn tenderar att importera USA:s expansiva penningpolitik till sina egna ekonomier. Eftersom denna penningpolitik i många fall kan vara alltför expansiv för de länderna kan den leda till en överhettad ekonomi där det finns risk för bubblor och andra negativa konsekvenser. Med en flexibel växelkurs skulle länderna istället kunna föra en självständig penningpolitik som passar just dem. Om länderna ändå väljer att knyta sin valuta till dollarn, trots kapitalflöden, bubblor och andra negativa effekter, är det de själva som har ansvaret för dessa effekter.

En mer expansiv penningpolitik i USA i form köp av statspapper leder till lägre långräntor i USA. Detta brukar – allt annat lika – få dollarn att sjunka i värde. Detta betyder inte att USA för en *beggar thy neighbour*-politik som skadar andra länder. I en öppen ekonomi är en försvagning av valutan en normal konsekvens av en mer expansiv penningpolitik. Andra länder kan svara genom att ändra sin egen politik. Alla länder kan inte skriva ned sina valutor mot varandra, men alla länder kan – om de vill – föra en mer expansiv politik med hjälp av sina konventionella och okonventionella verktyg. Då ökar den reala aktiviteten och både export och import, vilket i en situation med underutnyttjade resurser i världen gynnar alla. Penningpolitik är inte ett nollsummespel.

En flexibel inflationsmålspolitik är fortfarande bästa praxis

Min utgångspunkt är att ett bra penningpolitiskt ramverk har två mål: att stabilisera inflationen runt en låg nivå och resursutnyttjandet runt sin högsta hållbara nivå. Ett sådant ramverk är helt förenligt med Federal Reserves "duala" mandat (*dual mandate*) att säkra maximal sysselsättning och stabila priser och Riksbankens flexibla inflationsmålspolitik (Bernanke 2011a, Svensson 2011a). Det finns ingen grundläggande skillnad mellan Federal Reserves och Riksbankens penningpolitiska ramverk även om bankerna har något olika kommunikationsstrategier.¹

Både det duala mandatet och den flexibla inflationsmålpolitiken handlar i grund och botten om "prognosstyrning" (*forecast targeting*) (Woodford 2007, Svensson 2011b). Det handlar om att välja en styrräntebana som ger prognoser för inflationen och resursutnyttjandet som "ser bra ut" i den meningen att de på bästa sätt dels stabiliserar inflationen kring den nivå som är förenlig med Federal Reserves mandat respektive Riksbankens inflationsmål, dels stabiliserar resursutnyttjandet kring den högsta hållbara nivån. För att prognoserna ska "se

¹ Några exempel: Den inflationsnivå som Federal Reserve anser förenlig med sitt mandat utläsas av FOMC:s långfristiga inflationsprognoser. Riksbanken har å andra sidan ett uttryckligt/siffersatt inflationsmål. Medan Federal Reserve publicerar sin "Greenbook" och "Bluebook" (som numera har ersatts av "Tealbook") efter fem år, släpper Riksbanken en utförlig *Penningpolitisk rapport* eller en kortare *Penningpolitisk uppföljning* (som även innehåller en styrräntebana) efter varje penningpolitiskt möte. Enskilda ledamöters ståndpunkter framgår inte av Federal Reserves protokoll, men fullständiga utskrift publiceras efter fem år. Riksbankens protokoll visar enskilda ledamöters ståndpunkter.

bra ut" måste de alltså spegla en effektiv avvägning mellan en stabil inflation och ett stabilt resursutnyttjande.²

Är finanskrisen ett skäl att ändra detta ramverk för en flexibel inflationsmålspolitik? Det beror på vad som orsakade finanskrisen. Jag menar att finanskrisen berodde på faktorer som hade mycket lite med penningpolitiken att göra. Det handlade om *förhållandena på makronivå*, globala obalanser som ledde till låga realräntor och höga tillgångspriser, om "*the Great Moderation*", som ledde till att risker systematiskt underskattades och till att kreditgivningen ökade kraftigt, om *snedvridna incitament* på finansmarknaderna som ledde till extremt höga belåningsgrader, ett extremt risktagande och avsaknad av en rimlig riskbedömning. Det handlade också om *brister i reglering och tillsyn*, som ledde till att sårbarheter i finanssektorn underskattades eller negligerades och så småningom om enorma *informationsproblem*, som berodde på de ytterst komplicerade tillgångssäkrade värdepapperen och de enorma skulder som låg dolda utanför balansräkningarna. Dessutom var det en del mycket *specifika omständigheter* som spelade roll, som att den amerikanska regeringen förde en politik som främjade bostadsägande bland hushåll med låga inkomster och att subprime-lånen som då uppstod bidrog till den amerikanska bostadsboomen. Ingen av dessa faktorer hade något att göra med penningpolitiken, möjligen kan penningpolitiken indirekt ha bidragit till "the Great Moderation" (Bean 2009, Svensson 2010).

Vilka slutsatser för penningpolitiken kan vi då dra av detta? Behöver ramverket för en flexibel inflationsmålspolitik ändras? En självklar slutsats är att det inte räcker med prisstabilitet för att säkra finansiell stabilitet (Carney 2009, White 2006). En bra flexibel inflationsmålspolitik är inte i sig tillräcklig för att uppnå finansiell stabilitet, om nu någon trodde det.

En annan slutsats är att finansiell stabilitet inte kan uppnås enbart med hjälp av styrräntejusteringar. Styrräntan är ett ineffektivt medel för att påverka den finansiella stabiliteten eftersom styrräntor som är tillräckligt höga för att ha en påtaglig inverkan på kredittillväxt och bostadspriser har en mycket negativ inverkan på inflation och resursutnyttjande, även inom sektorer där det inte förekommer någon spekulation. Att använda styrräntan för att förhindra en ohållbar bostadsboom och kredittillväxt är förenat med stora svårigheter. Man måste kunna identifiera en sådan ohållbar utveckling tillräckligt tidigt, bedöma om en anpassning av styrräntan skulle ha någon märkbar inverkan på utvecklingen och om utfallen när det gäller inflationen och resursutnyttjandet skulle bli bättre på lång sikt.³

Det var alltså politiken för finansiell stabilitet som misslyckades, inte penningpolitiken. Jag anser fortfarande att en penningpolitik i form av en flexibel inflationsmålspolitik var och är bäst såväl före, under som efter krisen. Detta under förutsättning att den tillämpas på rätt sätt och tar hänsyn till all information som är relevant för prognoserna för inflationen och

² Kohn (2007), Svensson (2011b) och Woodford (2007) förklarar varför prognosstyrning både är ett bättre sätt att föra politiken och en bättre beskrivning av den faktiska politiken än att man följer en instrumentregel som exempelvis Taylorregeln.

³ Se Assenmacher-Wesche och Gerlach (2010), Bean (2009), Bean, Paustian, Penalver och Taylor (2010), Bernanke (2010), Dokko, Doyle, Kiley, Kim, Sherlund, Sim och Van den Heuvel (2009), IMF (2009) och Kohn (2008, 2009).

■ resursutnyttjandet och i lämpliga fall även tar hänsyn till hur politiken för den finansiella stabiliteten bedrivs.

Penningpolitik och stabilitetspolitik är två olika politikområden

Detta för mig in på den mer allmänna frågeställningen om hur förhållandet bör vara mellan penningpolitiken och den finansiella stabiliteten. Det sägs till exempel ibland att målen för penningpolitiken bör utvidgas till att även omfatta finansiell stabilitet (Eichengreen, Rajan och Prasad 2011, och Eichengreen m.fl. 2011). Sådana förslag kan ge intrycket att penningpolitik och finansiell stabilitet är samma sak. Så är emellertid inte fallet. Det är viktigt att begreppsmässigt göra åtskillnad mellan politik för finansiell stabilitet och penningpolitik, och att inte blanda ihop dem i vare sig teori eller praktik. En sammanblandning riskerar att leda till sämre utfall för både politikområdena och gör det svårare att utkräva ansvar för beslutsfattarna. Att använda penningpolitiken för att uppnå finansiell stabilitet leder till sämre penningpolitik och är dessutom ett ineffektivt sätt att uppnå och bibehålla finansiell stabilitet.

Olika ekonomiska politikområden – finanspolitik, penningpolitik och arbetsmarknadspolitik – kan skiljas åt om man tittar på deras mål, medlen för att uppnå dessa mål och vilken eller vilka myndigheter som kontrollerar medlen och har ansvar för att målen uppnås. Ur detta perspektiv står det klart att penningpolitik och politik för finansiell stabilitet är två olika politikområden och det är viktigt att inse detta.

För en penningpolitik som förs i form av en flexibel inflationsmålspolitik är målet att stabilisera både inflationen kring inflationsmålet och resursutnyttjandet kring en hållbar nivå. Lämpliga styrmedel för att uppnå detta mål är under normala förhållanden styrräntan och kommunikation, till exempel att man publicerar prognoser över inflationen, den realekonomiska utvecklingen och (vilket vissa centralbanker gör) styrräntan. I kristider kan, som vi har sett under finanskrisen och i synnerhet när styrräntan ligger på eller nära nollgränsen, även andra, mer okonventionella styrmedel användas. Till dessa hör bl.a. utlåning till fast ränta på längre löptider, köp av tillgångar (*quantitative easing*) för att påverka långräntor och förväntningar om framtida korräntor samt valutainterventioner för att förhindra en växelkursappreciering eller till och med för att åstadkomma en växelkursdepreciering. Det är i regel centralbanken som har ansvar för penningpolitiken. I många länder, bl.a. i alla medlemsstater i EU, har centralbanken enligt lag ensam rätt att bestämma över penningpolitiken och detta oberoende skyddas på olika sätt.

Målet med politiken för finansiell stabilitet är att upprätthålla och främja finansiell stabilitet. Finansiell stabilitet kan definieras som en situation där det finansiella systemet kan fullgöra sina viktigaste funktioner – att förmedla betalningar, omvandla sparande till finansiering och erbjuda riskhantering – och har tillräckligt stor motståndskraft mot störningar som hotar dessa funktioner. Detta uppnås under normala omständigheter med hjälp av tillsyn, reglering och stabilitetsrapporter med analyser och ledande indikatorer som i ett tidigt skede kan varna för hot mot stabiliteten.

I kristider kan myndigheterna ta till medel som krediter på särskilda villkor (vara *lender of last resort*), utlåning till rörlig ränta på längre löptider (*credit*

policy, credit easing), statliga lånegarantier, statliga kapitaltillskott, särskilda processer för avveckling av finansiella företag som befinner sig i trångmål osv. Vilka myndigheter som är ansvariga för dessa styrmedel skiljer sig åt mellan olika länder, men befogenheterna brukar normalt delas mellan flera myndigheter. Centralbanken har funktionen som "lender of last resort", men andra styrmedel kontrolleras ofta av andra myndigheter.

Det finns alltså en tydlig begreppsmässig skillnad mellan politiken för finansiell stabilitet och penningpolitiken. De eftersträvar olika mål och använder sig av olika styrmedel. Beslutsfrekvensen är också olika. I penningpolitiken fattas nya beslut ofta 6-8 gånger per år. I politiken för finansiell stabilitet kan det kanske röra sig om beslut 1-2 gånger per år. När det gäller styrmedlen är räntan ett trubbigt och olämpligt verktyg om man vill påverka den finansiella stabiliteten och det är därför inte meningsfullt att utvidga *penningpolitikens* mandat till att även inkludera finansiell stabilitet. Det kan däremot vara meningsfullt att ge *centralbanken* ansvar för målet att uppnå finansiell stabilitet, förutsatt att centralbanken får kontroll över lämpliga styrmedel för tillsyn, reglering och krishantering. Om det även skulle vara den bästa lösningen att ge centralbanken ett sådant brett uppdrag är en alltför komplicerad frågeställning att ta upp i detta sammanhang.

Att politiken för finansiell stabilitet och penningpolitiken är två separata politikområden innebär emellertid inte att de inte påverkar varandra. Penningpolitiken påverkar den realekonomiska utvecklingen och därmed lönsamhet, tillgångspriser och balansräkningar. Därmed påverkar den också den finansiella stabiliteten. Politiken för finansiell stabilitet har ett direkt inflytande på ränteskillnader, utlåning och andra finansiella förhållanden och på penningpolitikens transmissionsmekanism. Det innebär att penningpolitiken normalt bör föras på ett sätt som tar hänsyn till hur politiken för finansiell stabilitet bedrivs, och att politiken för finansiell stabilitet bör föras på ett sätt som tar hänsyn till hur penningpolitiken bedrivs, på ungefär samma sätt som penningpolitiken bör föras på ett sätt som tar hänsyn till finanspolitiken, och vice versa. Observera att detta sätt att föra penningpolitik och politik för finansiell stabilitet – i linje med en icke-kooperativ Nash-jämvikt snarare än en kooperativ jämvikt – inte är beroende av hur ansvaret för politiken för finansiell stabilitet är fördelat mellan olika myndigheter. Den bör föras på detta sätt oavsett om centralbanken är ensam ansvarig eller om ansvaret delas mellan flera myndigheter.

Under normala förhållanden ska den finansiella stabiliteten alltså hanteras genom politiken för finansiell stabilitet, inte genom penningpolitiken. I ett näst bästa fall – om det till exempel saknas lämplig tillsyn och reglering och om styrräntan är det enda tillgängliga verktyget – får man göra en avvägning mellan penningpolitikens effekt på målen för penningpolitiken och målen för den finansiella stabiliteten och låta resultatet av denna avvägning styra. I normala fall är styrräntan emellertid inte det enda verktyg som står till buds och det finns betydligt bättre styrmedel som kan användas för att påverka den finansiella stabiliteten. När det gäller den finansiella stabiliteten bör penningpolitiken utgöra den sista försvarslinjen, inte den första.⁴

⁴ Woodford (2011) presenterar en modell där sannolikheten för en finanskris antas bero på en variabel som kan tolkas som skuldsättningsgraden i ekonomin. Skuldsättningsgraden antas dessutom bero på tidigare skuldsättningsgrad, det nuvarande produktionsgapet, och slumpmässiga störningar. Med dessa antaganden följer direkt att centralbanken ska föra en stramare penningpolitik och "luta sig mot vinden"

■ Det har i diskussioner om penningpolitik och finansiell stabilitet talats mycket om "risktagandekanalen" (Borio och Zhu 2008), enligt vilken belåningsgrad och risk inom finanssektorn ökar med lägre styrränta. Den allmänna diskussionen om risktagandekanalen och de olika modellerna över styrräntor, risktagandekanal osv. verkar dock genomgående präglas av en sammanblandning av nominella styrräntor och den allmänna realräntenivån. I de modeller som används i Adrian och Shin (2011) och Diamond och Rajan (2011) finns det en kort realränta men ingen nominell styrränta och ingen explicit penningpolitik. Man gör dessutom ingen åtskillnad mellan den korta realräntan och den neutrala realräntan. Vad penningpolitiken i realiteten kan göra genom att fastställa en kortfristig nominell styrränta är bara att tillfälligt få den korta realräntan att avvika från den neutrala realräntan, som i sin tur ligger utanför penningpolitikens kontroll. Bara effekterna av *skillnaden* mellan den korta realräntan och den neutrala räntan, inte effekterna av hela *nivån* på den korta realräntan, bör tillskrivas penningpolitiken. Nivån på den neutrala räntan påverkas av många saker och kan av flera orsaker vara låg i flera år, exempelvis på grund av globala obalanser, finanspolitik och störningar i den samlade efterfrågan och det samlade utbudet. Denna sammanblandning gör att det är oklart vilka slutsatser för penningpolitiken som kan dras av dessa arbeten.

Penningpolitiska styrmedel

Styrräntan och kommunikation genom till exempel uttalanden och publicering av prognoser över inflationen, den realekonomiska utvecklingen och (vilket vissa centralbanker gör) styrräntan är penningpolitikens standardverktyg. I samband med finansiella kriser, och framför allt när styrräntan ligger på eller nära nollgränsen, har vi – som redan konstaterats – fått se andra, mer okonventionella, styrmedel användas för att föra en mer expansiv politik.

Det har livligt debatterats och forskats kring effekterna av Federal Reserves omfattande stödköp av värdepapper. Beräkningar baserade på flera färska undersökningar, inklusive Federal Reserves egna beräkningar, tyder på att det program med kvantitativa lättnader som Federal Reserve sjösatte i november 2010 (QE2) ledde till att de långa räntorna sjönk med 10–30 punkter. Federal Reserves analys visar dessutom att effekterna av en nedgång i de mer långfristiga räntorna grovt motsvarar en nedgång i styrräntan med 40–120 punkter (Bernanke, 2011b). Det är en betydande sänkning av styrräntan. I Federal Reserves och andras simuleringar som diskuteras av Yellen (2011) och redovisas av Chung, Laforte, Reifschneider och Williams (2011) antas QE2 ha sänkt de tioåriga räntorna med omkring 15 punkter, vilket fick arbetslösheten att sjunka med omkring 0,3 procentenheter, medan den underliggande PCE-inflationen steg med omkring 0,2 procentenheter. Det andra programmet med kvantitativa lättnader fick alltså i sig betydande effekter, alldeles oavsett effekterna av de tidigare stödköpen av värdepapper. Jag anser att Federal Reserves stödköp hade en väsentlig positiv inverkan på den amerikanska

för att, allt annat lika, minska produktionsgapet och minska belåningsgraden och därmed sannolikheten för en finanskris. Men, om man i Woodfords modell för in styrmedel som kapitaltäckningskrav, kanske konjunkturberoende sådana, kan belåningsgraden påverkas mer direkt och inte så indirekt och trubbigt som med styrräntan via produktionsgapet. Penningpolitiken kan då kunna inriktas på att stabilisera inflationen och produktionsgapet och behöver inte luta sig mot vinden. I ett realistiskt fall när den tillståndsvariabel som påverkar sannolikheten för en finanskris är en vektor som inte bara inkluderar belåningsgraden utan t.ex. löptidsskillnader och likviditetsskillnader, är det ännu tydligare att andra styrmedel för finansiell stabilitet, som restriktioner för löptids- och likviditetsskillnader, är överlägsna styrräntan när det gäller att uppnå och bevara finansiell stabilitet.

■ ekonomin och att de invändningarna mot dem som framförts inte är övertygande (Svensson 2011a).

När det gäller ökningen av den monetära basen som blir en följd av Federal Reserves stödköp innebär det faktum att Federal Reserve kan betala ränta på reserverna att en stor monetär bas inte längre i sig leder till inflation. I läroböcker sägs en stor monetär bas normalt förutsätta en nollränta. Men när Federal Reserve kan betala ränta på reserverna hindrar den stora monetära basen inte Federal Reserve från att sätta styrräntan på den nivå som krävs för att begränsa aggregerad efterfrågan och förebygga en alltför hög inflation. Ur penningpolitiskt perspektiv kan Federal Reserve med andra ord fritt avveckla stödköpsprogrammen i den takt som man anser vara lämplig när de inte längre behövs.

Framåtblickande räntesignaler (*forward guidance*) i form av publicerade styrränteprognoiser infördes av Reserve Bank of New Zealand 1997, av Norges Bank 2005, av Riksbanken 2007 och av den tjeckiska nationalbanken 2008, och de har blivit ett normalt inslag i dessa centralbankers penningpolitiska kommunikation. Framåtblickande räntesignaler i form av uttalanden om den framtida styrräntan infördes under krisen av Bank of Canada 2009 och Bank of Japan 2010. Federal Reserve sade i mars 2008 att man räknade med att räntorna skulle ligga kvar på låga nivåer "en längre tid". I sitt uttalande i augusti 2011 sade Fed att man räknade med att räntorna skulle vara fortsatt låga "åtminstone fram till mitten av 2013".

Jag är sedan länge en varm anhängare av regelbunden publicering av styrränteprognoiser (Svensson 2003). Det beror dels på de praktiska erfarenheterna av att publicera sådana prognoser, dels på att det viktigaste för ekonomin och den privata sektorns beslut inte är vad styrräntan kommer att vara på en eller ett par månaders sikt fram till nästa styrräntemöte, utan vad det blir för nivå på de räntor med längre löptider som bestäms av marknadens förväntningar på framtida styrräntor och av terminspremierna. De längre räntorna påverkar ekonomin via kapitalkostnader, aktiemarknaden, växelkursen och andra tillgångspriser (Blinder 1998, D'Amico, English, López-Salido och Nelson 2011, Woodford 2005). Att publicera en styrräntebana förefaller därför vara det mest direkta sättet att påverka ränteförväntningarna, inte minst eftersom centralbankerna bör känna till sina egna avsikter om framtida styrräntor bättre än någon annan. Publicering av centralbankens bedömning av den framtida styrräntebanan är således ett separat verktyg i den penningpolitiska verktygslådan, ett verktyg som kan vara särskilt användbart när styrräntan har nått nollgränsen och man behöver föra en ännu mer expansiv politik. Det kan i ljuset av detta tyckas vara något av ett mysterium att så få centralbanker väljer att publicera sina styrräntebanor, även om allt fler centralbanker publicerar prognoser över inflationen och den realekonomiska utvecklingen. Jag välkomnar verkligen att "FOMC fortsätter att närmare undersöka hur man kan öka öppenheten kring sina prognoser och policyplaner ytterligare" (Bernanke 2011a).

Globala räntor och tillväxtmarknadernas kapitalinflöden

Flödet av utländskt kapital till tillväxtländerna (*emerging market economies*) har ökat de senaste åren och en del beslutsfattare i dessa länder har uttryckt oro över de risker för bubblor och andra negativa effekter som detta kan leda

till. När IMF (2011a) granskade de internationella kapitalflödena under de gångna 30 åren kunde man konstatera att det har funnits ett starkt samband mellan nettoflödena till tillväxtländerna och förändringar i det globala finansläget och att flödena har stigit kraftigt under perioder då ränteläget i omvärlden varit relativt lågt.

Dessa och liknande iakttagelser har fått vissa observatörer att dra slutsatsen att till exempel Federal Reserve bör ta hänsyn till vilka effekter deras styrräntebeslut får på kapitalflödena till andra länder. Eichengreen, Rajan och Prasad (2011) menar till exempel att de politiska beslutsfattarna i stora ekonomier "bör låta hänsyn till sådana externa effekter spela en tydlig roll i det penningpolitiska ramverket. Centralbankerna i dessa länder bör tänka mer på deras politiks kollektiva inverkan och globala konsekvenser".⁵

Jag instämmer inte i denna slutsats. Federal Reserves mandat gäller inflationen och sysselsättningen i USA. Federal Reserve är inte ansvarig för inflation, realekonomisk utveckling och penningpolitik i andra länder, utom i den mån dessa får återverkningar i USA. Detta ansvar vilar i stället på myndigheterna i dessa länder. Länder som väljer att stabilisera sin växelkurs gentemot dollarn, eller till och med att knyta sin valuta till dollarn, tenderar att importera USA:s expansiva penningpolitik till sina egna ekonomier. Eftersom denna penningpolitik i många fall kan vara alltför expansiv för de berörda länderna kan den leda till en överhettad ekonomi där det finns risk för bubblor och andra negativa konsekvenser. Med en flexibel växelkurs skulle länderna kunna föra en självständig penningpolitik som passar just dem. Inte minst skulle de kunna reagera med lämpliga åtgärder på förändringar i räntor och andra storheter i omvärlden. Om länderna ändå väljer att knyta sin valuta till dollarn, trots kapitalinflöden, bubblor och andra negativa effekter, är det de själva som har ansvaret för dessa effekter.

Låt oss göra följande tankeexperiment.⁶ Vi tänker oss att världen består av två stora ekonomier: den inhemska och den utländska ekonomin. Den inhemska ekonomin är en tillväxtekonomi med en flexibel inflationsmålspolitik, en flexibel växelkurs och fria kapitalflöden. Anta att den inhemska ekonomin i utgångsläget befinner sig i jämvikt, med en inflationsprognos i linje med inflationsmålet, en resursutnyttjandeprognois på en hållbar nivå, en växelkurs som förutses vara konstant, inga kapitalflöden och en given styrräntebana som är förenlig med detta. Anta nu att den utländska räntan faller därför att den utländska ekonomin för en mer expansiv penningpolitik i syfte att öka efterfrågan och aktiviteten i den utländska ekonomin. Allt annat lika får detta två konsekvenser för den inhemska ekonomin. För det första stiger den utländska efterfrågan på inhemska exportvaror något till följd av den ökade utländska aktiviteten. För det andra ökar ränteskillnaden mellan de inhemska och de utländska räntorna. Detta utlöser inledningsvis ett kapitalflöde till den

⁵ Eichengreen, Rajan och Prasad är ledamöter i *Committee on International Economic Policy and Reform*, en opartisk och oberoende grupp av experter (akademiker och tidigare regeringstjänstemän och centralbankstjänstemän). I sin rapport från september 2011 (Eichengreen m.fl. 2011) argumenterar kommittén för att "mekanismer bör [...] utvecklas som uppmuntrar centralbanker i stora länder att internalisera spridningseffekterna av den politik de för. Vi efterlyser närmare bestämt att det inrättas en internationell penningpolitisk kommitté bestående av företrädare för större centralbanker som regelbundet ska rapportera till världens ledare om de samlade konsekvenserna av enskilda centralbankers politik."

⁶ Ferrero, Gertler och Svensson (2009) använder en lämplig modell för sådana tankeexperiment, en ny-keynesiansk DSGE-modell med två stora länder och en internationellt konkurrensutsatt och en skyddad sektor.

■ inhemska ekonomin och leder till att den inhemska valutan apprecierar. Anta att apprecieringen är så stor att den leder till förväntningar på en depreciering av valutan som uppväger den ökade ränteskillnaden. Detta kommer då att på nytt stabilisera kapitalflödet till noll. Allt annat lika medför valutans appreciering en real appreciering, vilket hämmar den inhemska konkurrensutsatta sektorn. Anta att den effekten blir större än den inledande ökningen av exportefterfrågan, så att nettoeffekten på den konkurrensutsatta sektorn blir en kontraktion. Efterfrågan på och produktionen av varor från den skyddade sektorn kan öka något till följd av valutans appreciering, men anta om den konkurrensutsatta sektorns kontraktion dominerar så att nettoeffekten på den sammanlagda inhemska produktionen blir en kontraktion. Apprecieringen leder även till lägre inflation via lägre priser på importerade varor. Prognoserna över resursutnyttjande och inflation kommer att sjunka under en hållbar nivå respektive under inflationsmålet.

Om man för en flexibel inflationsmålspolitik hanterar man bäst denna situation genom att sänka styrräntan och räntebanan. Då stimuleras ekonomin, den nominella och reala apprecieringen dämpas och prognoserna över inflation och resursutnyttjande skiftar upp mot målet respektive den hållbara nivån. I det nya jämviktsläget har valutan apprecierat något i reala termer, den nominella och reala räntan är lägre och det kan ha skett en viss nedgång i den inhemska konkurrensutsatta sektorn, medan det kan ha skett en viss uppgång i den skyddade sektorn. Det här är den penningpolitiska anpassning som jag röstar för när en sådan situation uppstår för Sverige.

Anta att centralbanken av någon anledning inte är villig att acceptera valutans nominella och reala appreciering. Genom att sänka den inhemska räntan och styrräntebanan så att ränteskillnaden och dess prognos är oförändrade kan centralbanken i princip upprätthålla en fast växelkurs och ett kapitalflöde på noll. En lägre bana för den nominella och den reala räntans utveckling har emellertid en expansiv effekt som kommer att få prognoserna över inflation och resursutnyttjande att skifta uppåt, till nivåer som överstiger inflationsmålet och en hållbar nivå. Den inhemska ekonomin importerar i själva verket den utländska ekonomins penningpolitik, som är alltför expansiv för den inhemska ekonomin. Den ökade tillväxten och aktiviteten och förväntningarna att centralbanken i slutändan kanske ändå måste godta en appreciering kan då i alla fall leda till ett kapitalinflöde, trots att ränteskillnaden är oförändrad. För att undvika en appreciering blir centralbanken tvungen att ingripa och köpa utländsk valuta. Då finns det ännu mer tid för kapitalinflöden och det samlade kapitalinflödet kan öka. Ekonomin börjar bli överhettad, tillgångspriserna stiger och det kan uppstå bubblor. För att undvika att situationen blir mer problematisk kan centralbanken överväga det IMF kallar "capital flow management measures", åtgärder för att styra kapitalflöden, däribland kapitalkontroller (IMF 2011b). Myndigheterna kan även överväga att strama åt finanspolitiken och vidta åtgärder som rör den finansiella stabiliteten för att förbättra situationen.

Det här är ett mycket stiliserat och förenklat tankeexperiment, men jag tror att det likafullt förmedlar en viktig insikt, nämligen att en väsentlig del av problemet beror på centralbankens motvilja att acceptera en nominell och real appreciering, trots att detta är en naturlig jämviktsreaktion på ett lägre

■ ränteläge i omvärlden. Är då skälen till denna motvilja så viktiga att de väger tyngre än de problematiska konsekvenserna?⁷

En mer expansiv penningpolitik i USA i form av köp av statspapper leder till lägre långräntor. Detta brukar – allt annat lika – få dollarn att sjunka i värde. Betyder detta att USA för en *beggar thy neighbour*-politik som skadar andra länder? Jag ser det inte så. I en öppen ekonomi är en försvagning av valutan en normal konsekvens av en mer expansiv penningpolitik. Det står alla länder som påverkas fritt att reagera genom att anpassa sin egen politik. Alla länder kan inte skriva ned sina valutor mot varandra, men alla länder kan – om de vill – föra en mer expansiv politik med hjälp av sina konventionella verktyg (lägre styrräntor) och okonventionella verktyg (till exempel stödköp av värdepapper). En mer expansiv penningpolitik får den reala aktiviteten och världshandeln att öka, liksom både export och import, vilket i en situation med underutnyttjade resurser gynnar alla. Penningpolitiken är inte ett nollsummespel.

Referenser

Adrian, Tobias and Hyun S. Shin. 2011. "Financial Intermediaries and Monetary Economics." I Friedman, Benjamin M. och Michael Woodford, red., *Handbook of Monetary Economics, Volume 3a*, kapitel 12, ss. 601-650. Elsevier.

Assenmacher-Wesche, Katrin och Stefan Gerlach. 2010. "Credit and Bubbles." *Economic Policy* 25(63), ss. 437-482.

Bean, Charles R. 2009. "The Great Moderation, the Great Panic and the Great Contraction." Schumpeter Lecture, Barcelona, 25 augusti, www.bankofengland.co.uk.

Bean, Charles, Matthias Paustian, Adrian Penalver och Tim Taylor. 2010. "Monetary Policy after the Fall." I *Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead*. Federal Reserve Bank of Kansas City, www.kansascityfed.org.

Bernanke, Ben S. 2010. "Monetary Policy and the Housing Bubble." Tal den 3 januari, www.federalreserve.gov.

Bernanke, Ben S. 2011a. "The Effects of the Great Recession on Central Bank Doctrine and Practice." Tal den 18 oktober, www.federalreserve.gov.

Bernanke, Ben S. 2011b. "Statement." Statement before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, 13 juli, www.federalreserve.gov.

Blinder, Alan. 1998. *Central Banking in Theory and Practice*. MIT Press.

Borio, Claudio and Haibin Zhu. 2008. "Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?" BIS Working Papers, Bank for International Settlements, www.bis.org

⁷ Hur tillväxtekonomierna kan bemöta den senare tidens kapitalinflöde diskuteras av IMF (2011b).

■ 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. www.kansascityfed.org.

Chung, Hess, Jean-Philippe Laforde, David Reifschneider och John C. Williams. 2011. "Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events?" Working Paper Series, Federal Reserve Bank of San Francisco.

D'Amico, Stefania, William English, David Lopez-Salido och Edward Nelson. 2011. "The Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchase Programs: Rationale and Effects." Working paper, Federal Reserve Board.

Diamond, Douglas W. och Raghuram Rajan. 2011. "Illiquid Banks, Financial Stability, and Interest Rate Policy." NBER Working Papers, National Bureau of Economic Research, Inc.

Dokko, Jane, Brian Doyle, Michael T. Kiley, Jinill Kim, Shane Sherlund, Jae Sim och Skander Van den Heuvel. 2009. "Monetary Policy and the House Bubble." Finance and Economics Discussion Series 2009-45.

Eichengreen, Barry, Mohamed El-Erian, Arminio Fraga, Takatoshi Ito, Jean Pisani-Ferry, Eswar Prasad, Raghuram Rajan, Maria Ramos, Carmen Reinhart, Hélène Rey, Dani Rodrik, Kenneth Rogoff, Hyun S. Shin, Andrés Velasco, Beatrice W. di och Yongding Yu. 2011. "Rethinking Central Banking." Report from the Committee on International Economic Policy and Reform, www.brookings.edu

Eichengreen, Barry, Raghuram Rajan, and Eswar Prasad. 2011. "Central Banks Need a Bigger and Bolder Mandate." *Financial Times*, 24 oktober.

Ferrero, Andrea, Mark Gertler och Lars E.O. Svensson. 2009. "Current Account Dynamics and Monetary Policy." I Gali, Jordi och Mark Gertler (red.), *International Dimensions of Monetary Policy*, Chicago University Press.

IMF. 2009. *World Economic Outlook*. Internationella valutafonden, www.imf.org.

IMF. 2011a. *World Economic Outlook*. Internationella valutafonden, www.imf.org.

IMF. 2011b. "Recent Experiences in Managing Capital Inflows – Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework." Rapport från Internationella valutafonden, www.imf.org.

Kohn, Donald L. 2007. "John Taylor Rules." In *From the Great Moderation to the Great Deviation: A Round-Trip Journey Based on the Work of John B. Taylor*. Hoover Institution Press.

Kohn, Donald L. 2008. "Monetary Policy and Asset Prices Revisited." Tal den 19 november, www.federalreserve.gov.

Kohn, Donald L. 2009. "Policy Challenges for the Federal Reserve." Tal den 16 november, www.federalreserve.gov.

■ Svensson, Lars E. O. 2003. "The Inflation Forecast and the Loss Function." I *Central Banking, Monetary Theory and Practice: Essays in Honour of Charles Goodhart*, Edward Elgar.

Svensson, Lars E. O. 2010. "Inflation Targeting and Financial Stability", föreläsning vid CEPR/ESIs 14:e årliga konferens "How Has Our View of Central Banking Changed with the Recent Financial Crisis?", på Central Bank of Turkey, Izmir, 28 oktober, 2010.

Svensson, Lars E. O. 2011a. "Practical Monetary Policy: Examples from Sweden and the United States." *Brookings Papers on Economic Activity*. Under publicering i utgåvan hösten 2011.

Svensson, Lars E. O. 2011b. "Inflation Targeting." In Friedman, Benjamin M., and Michael Woodford, red., *Handbook of Monetary Economics, Volume 3b*, kapitel 22. North-Holland.

White, William R. 2006. "Is Price Stability Enough?" BIS Working Paper nr. 205.

Woodford, Michael. 2005. "Central Bank Communication and Policy Effectiveness." I *The Greenspan Era: Lessons for the Future*. Federal Reserve Bank of Kansas City, [ww.kansascityfed.org](http://www.kansascityfed.org).

Woodford, Michael. 2007. "The Case for Forecast Targeting as a Monetary Policy Strategy." *Journal of Economic Perspectives*, 21, ss. 3–24.

Woodford, Michael. 2011. "Inflation Targeting and Financial Stability." *Sveriges Riksbank Economic Review*, under publicering.

Yellen, Janet L. 2011. "The Federal Reserve's Asset Purchase Program." Tal vid Allied Social Science Associations årsmöte, Denver, www.federalreserve.gov.